

Der Börsengang

Ein Leitfaden für Ihren erfolgreichen IPO

**Making
capital
matter.**



Inhaltsverzeichnis

1	Die Bedeutung von Kapitalmärkten im Kontext der Unternehmensfinanzierung ..	5
2	Der Börsengang als Finanzierungsalternative	7
3	Die Vorbereitung auf den Börsengang – IPO Readiness	10
3.1.	Die Änderung der Rechtsform.....	11
3.2.	Das Management.....	11
3.3.	Anforderungen an das Rechnungswesen	12
3.4.	Die Equity Story	13
4	Der Gang an die Börse	14
4.1.	Ausgewählte Listing-Optionen.....	16
4.1.1.	IPO	16
4.1.2.	Private Placement.....	17
4.1.3.	Direct Listing.....	17
4.1.4.	SPACs.....	17
4.1.5.	Spin-offs und Equity Carve-outs	18
4.1.6.	Dual Listing.....	18
5	Der Ablauf des Börsengangs	18
5.1.	Die Vorbereitung.....	19
5.2.	Der Beauty Contest	20
5.3.	Das Emissionskonzept.....	20
5.4.	Due Diligence, Prospekterstellung und Analystenpräsentation.....	23
5.5.	Early-look Meetings und Pilot Fishing.....	24
5.6.	Intention to Float.....	25
5.7.	Die IPO-Kommunikation	25
5.8.	Platzierung der Wertpapiere durch Banken und Deutsche Börse DirectPlace.....	27
5.9.	Listing Event - Notierungsaufnahme.....	28
5.10.	Being Public.....	28
6	Kosten des Börsengangs.....	29
6.1.	Direkte Kosten.....	30
6.2.	Indirekte Kosten.....	30



7	Der Handelsplatz Frankfurt	34
7.1.	Xetra	34
7.2.	Deutsche Börse Frankfurt	34
7.3.	Die Vorteile des Handelsplatzes Frankfurt.....	35
8	Die Wahl des Marktsegments.....	36
8.1.	Prime Standard und General Standard	37
8.2.	Freiverkehr Scale.....	38
8.3.	Unterstützung durch die Deutsche Börse.....	40
8.4.	Aufnahme in Aktienindizes	41
9	Fallstudien.....	43
9.1.	TeamViewer AG.....	43
9.2.	Vantage Towers AG	44



Vorwort

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

für jedes Unternehmen, das einen Börsengang durchführt, ist dieser ein wichtiger Meilenstein. Als gelistetes Unternehmen erhalten Sie einen besseren Zugang zum Kapitalmarkt und können zusätzliches Kapital für das weitere Wachstum generieren. Gleichzeitig erhöht sich die Aufmerksamkeit der verschiedenen Stakeholder, sodass häufig auch positive Effekte im Bereich der Kommunikation, des Recruiting und der operativen Entwicklung entstehen. Durch die verschiedenen zusätzlichen Pflichten steigt gleichzeitig die Transparenz – intern wie auch extern. Der gesamte Prozess von der ersten Idee eines Börsengangs über die Etablierung optimaler Strukturen bis zur tatsächlichen Durchführung des IPOs (Initial Public Offering) und des Listings ist komplex und herausfordernd, bietet aber auch die Möglichkeit, die Unternehmensstruktur auf ein „neues Level“ zu heben. Unternehmen stehen beim Gang an die Wertpapierbörse verschiedene Wege offen.

In diesem Leitfaden für Börsengänge beantworten wir eine Vielzahl zentraler Fragen. Welchem Zweck dient der Börsengang? Sind die strukturellen Grundlagen für den Börsengang gegeben? Welche Akteure müssen am Börsengang beteiligt werden? Mit welchen Kosten muss ein Emittent rechnen? Wie sollen die Aktien platziert werden? Dies sind einige der Fragen, die Ihnen im Listing-Prozess/IPO-Prozess unweigerlich begegnen werden. Im ersten Teil erläutern wir die Bedeutung der Kapitalmärkte für die Finanzierung von Unternehmen. Zudem stellen wir Ihnen die Listing-Aktivitäten der vergangenen Jahre am Handelsplatz Frankfurt vor. Der zweite Teil beschäftigt sich mit dem Börsengang als Finanzierungsalternative und schließt damit die Erläuterungen zu den Marktgegebenheiten ab.

Ab dem dritten Kapitel beschäftigt sich der Leitfaden mit dem Emittenten. Zunächst geben wir Ihnen Hinweise zur Vorbereitung des Börsengangs und zur sogenannten IPO-Readiness. Wenn ein Unternehmen diese Voraussetzungen erfüllt hat, kann der eigentliche Börsengang durchgeführt werden. Im vierten Kapitel erläutern wir die verschiedenen Optionen eines Listings, bevor im fünften Kapitel der Ablauf des Börsengangs im Detail beschrieben wird. Das sechste Kapitel beschäftigt sich mit den Kosten und zum Abschluss stellen wir den Handelsplatz Frankfurt vor. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und wertvolle Hinweise für Ihren Gang an die Börse.

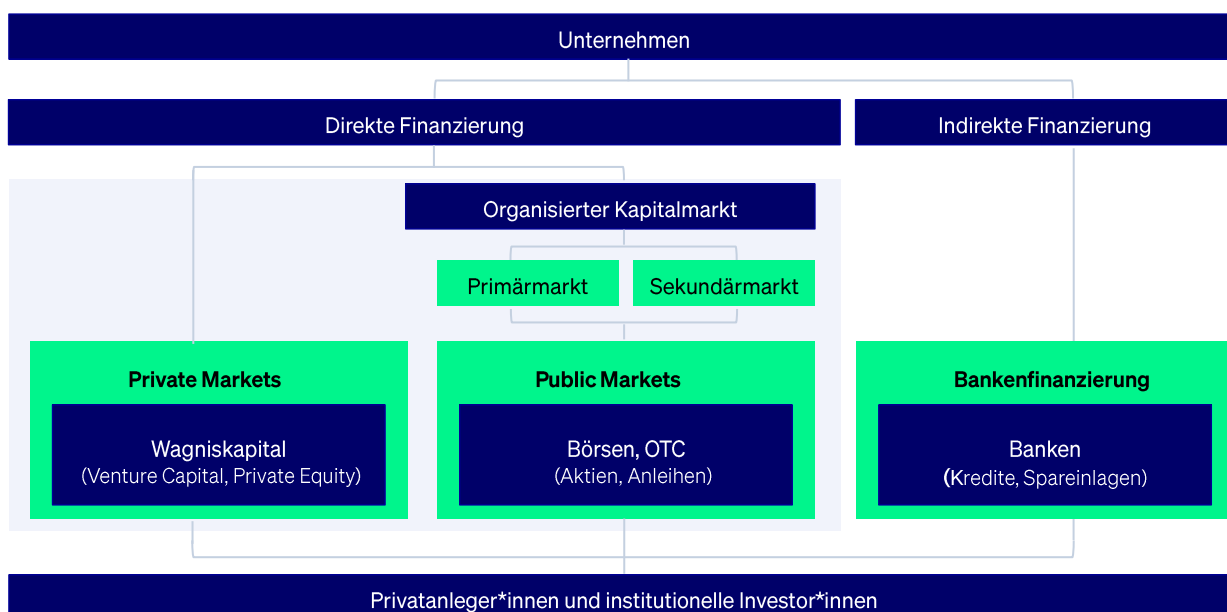


1 Die Bedeutung von Kapitalmärkten im Kontext der Unternehmensfinanzierung

Eine der wichtigsten Voraussetzungen für die Entwicklung einer Volkswirtschaft ist ein leistungsfähiger Kapitalmarkt, der den Austausch von Kapital, Ideen und unternehmerischen Chancen ermöglicht, für Regulierung sorgt und die Bedürfnisse von Unternehmen und Kapitalgebern zusammenführt. Nach dem Zweiten Weltkrieg hatten die Börsen eine wichtige Funktion als Kapitalvermittler für den Wiederaufbau des Landes sowie durch ihr Wirken maßgeblichen Anteil an dem „Wirtschaftswunder“ in Deutschland. Heute, in Zeiten enormen Wandels, kommt der Börse wieder eine herausragende Bedeutung zu. Die Transformation in eine nachhaltige Wirtschaft wird ebenso wie die Entwicklung von Innovationen, bei denen Startups eine bedeutende Rolle spielen, nur gelingen, wenn den Unternehmen ein effizienter Zugang zu Kapital eröffnet wird. Die Deutsche Börse sorgt als international tätige Börsenorganisation und innovativer Marktinfrastrukturanbieter mit ihren Produkten, Dienstleistungen und Technologien für sichere, transparente und integre Kapitalmärkte. Sie betreibt mit ihrem Handelsplatz Xetra® den weltweiten Referenzmarkt für deutsche Aktien und ist europaweit die Nummer eins für börsengehandelte Indexfonds (Exchange-traded Funds, ETFs). Für die Börsenzulassung und -notierung von Wertpapieren bietet die Deutsche Börse unterschiedliche Segmente und Transparenzstandards für große und kleine, nationale und internationale Unternehmen.¹

Sie unterstützt Unternehmen Schritt für Schritt bei der Vorbereitung zum Börsengang und bietet vielfältige Finanzierungsmöglichkeiten. Darüber hinaus bietet sie namhafte und international renommierte Auswahlindizes und Produkte, die Unternehmen den Zugang zu einem breiten Spektrum an nationalen und internationalen institutionellen Investoren sowie Privatanlegern ermöglichen.

Abbildung 01: Die Rolle des Kapitalmarktes zwischen Unternehmen, Privatanlegern und institutionellen Investoren



Quelle: Deutsche Börse AG, in: Strategien zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands, September 2021, S. 11 (Die Studie finden Sie auf www.cashmarket.deutsche-boerse.com unter Publikationen / Deutsche Börse Cash Market

¹Deutsche Börse AG, URL: <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/unternehmen/gruppe-deutsche-boerse/geschaeftsfelder>, abgerufen am 18.07.2022



Der Finanzplatz Frankfurt, als Nukleus des deutschen und kontinentaleuropäischen Kapitalmarkts, spielt dabei eine entscheidende Rolle. Die Stadt Frankfurt am Main profitiert als internationaler Finanzplatz von ihrer zentralen Lage im Herzen von Europa und ihrem Flughafendrehkreuz. Im Rhein-Main-Gebiet sind weit mehr als 200 Kreditinstitute (davon über 80 Prozent Auslandsbanken), ebenso die EZB, die Deutsche Bundesbank, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und weitere bedeutende EU-Behörden angesiedelt. Gemäß dem Ranking der globalen Finanzplätze (The Global Financial Centers Index 25) belegt Frankfurt Platz 10 und gilt damit als führender Finanzplatz in Kontinentaleuropa.²

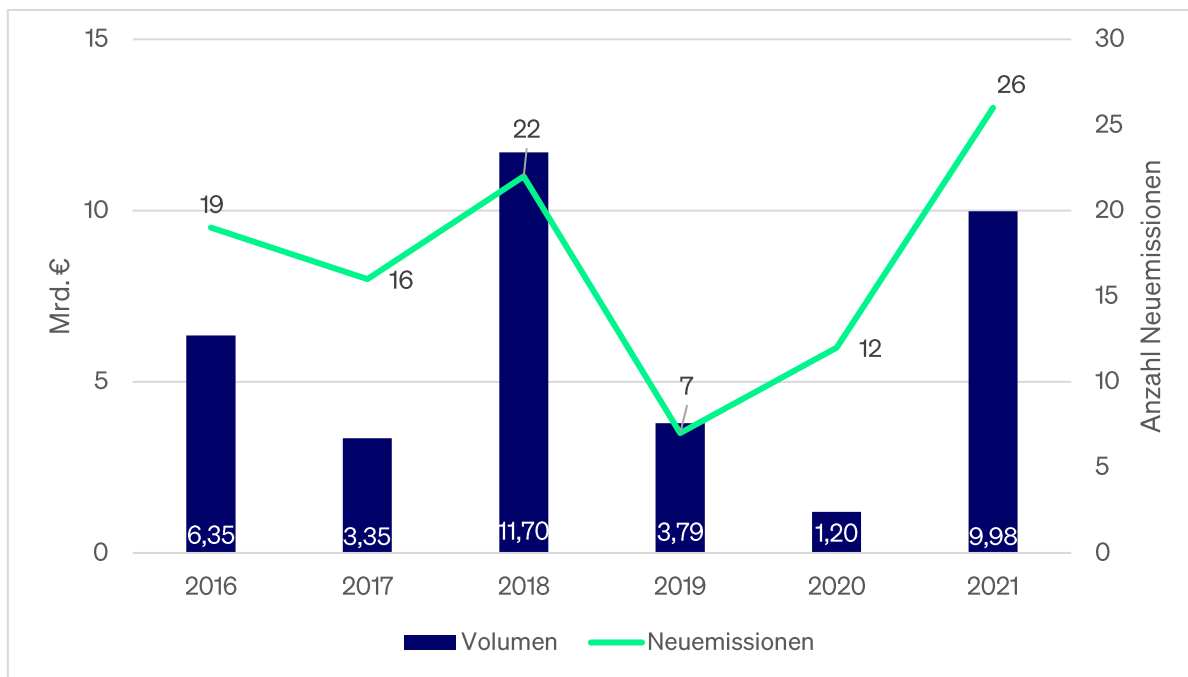
Die Deutsche Börse AG ist als Trägerin und Betreiberin der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB®) ein zentraler Bestandteil dieses Ökosystems und gilt damit als bedeutender Dienstleister für Unternehmen auf dem Weg zu nationalen und internationalen Kapitalmärkten.

In den vergangenen Jahren gab es an den öffentlichen Kapitalmärkten global ein starkes Momentum. Dabei verzeichnete die FWB 2021 das bisher erfolgreichste IPO-Jahr mit Rekordzahlen sowie einem weiter steigenden Anteil ausländischer Investoren. Zugleich war die Liquidität im Handel auf einem anhaltend hohen Niveau. Einen großen Teil des Volumens bestimmten Technologie-Unternehmen. Die größten Neuzugänge waren die Börsengänge der Vodafone Tochter Vantage Towers AG mit einem Emissionsvolumen von 2,3 Mrd. € und der AUTO1 Group SE mit einem Emissionsvolumen von 1,8 Mrd. €. Im Vergleich dazu war der größte IPO an der Londoner Börse, Deliveroo, lediglich 1,7 Mrd. € schwer, was wiederum die Transaktions-sicherheit und Reichweite des Handelsplatzes Frankfurt post-Brexit belegt.

Der Handelsplatz bietet hohe Flexibilität und zahlreiche Möglichkeiten: Carve-outs wie die Abspaltung von Vantage Towers AG von Vodafone oder das Listing von SPAC-Unternehmen wie Lakestar SPAC I SE (nun firmierend als HomeToGo SE) stehen für große Volumina, aber auch für innovative Transaktionsstrukturen, die am Frankfurter Finanzplatz stabil und sicher abgewickelt werden (diese und weitere Listing-Optionen werden in Kapitel 4 näher beschrieben).

² Long Finance: GFCI 25 Rank, URL: <https://www.longfinance.net/programmes/financial-centrefutures/global-financial-centres-index/gfci-25-explore-data/gfci-25-rank/>, abgerufen am 05.04.2022

Abbildung 02: Listing-Aktivitäten am Handelsplatz Frankfurt



Quelle: Deutsche Börse AG

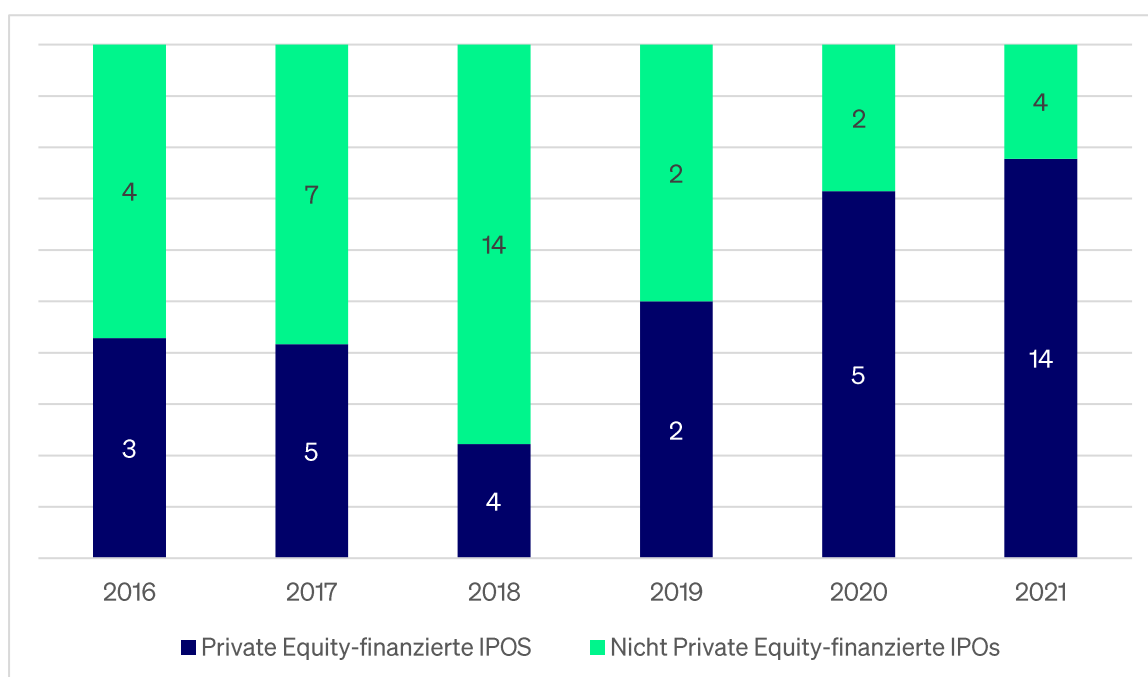
2 Der Börsengang als Finanzierungsalternative

Der Börsengang dient den meisten Unternehmen zur Realisierung ihrer Wachstumsstrategie. Sie eröffnen sich dadurch den wiederholt nutzbaren Zugang zu Kapital, können ihre Strukturen unter Corporate Governance-Gesichtspunkten optimieren und genießen mehr Öffentlichkeitswirksamkeit. Daneben ermöglicht der Börsengang Private Equity-Firmen einen Exit und ist für Familienunternehmen ohne Nachfolgeregelung eine attraktive Möglichkeit, um die Eigenständigkeit des Lebenswerks zu gewährleisten. Private Equity-Firmen investieren in Unternehmen mit dem Ziel, sie durch eine Restrukturierung effizienter und damit erfolgreicher und wertvoller zu machen. Eine gängige Investitionsstrategie ist es, den jeweiligen Anteil nach drei bis fünf Jahren mit einem Gewinn zu veräußern oder an die Börse zu bringen. Börsengänge mit Private Equity-Hintergrund haben im Jahr 2021 an Stellenwert hinzugewonnen. Nach einem negativen Trend in den Vorjahren fanden 2021 14 Private Equity-gestützte IPOs an der Deutschen Börse statt. Davon lässt sich ableiten, dass diese Investorengruppe in einem positiven Marktumfeld, anhaltend hoher Liquidität und steigenden Unternehmensbewertungen bzw. Aktienkursen für ihre Portfoliounternehmen auch vermehrt den Exit über die Börse nutzt. Dabei profitieren Private Equity-Investoren nicht nur vom (Teil-) Verkauf der Anteile während oder kurz nach dem Listing, sondern auch von fortlaufender Beteiligung und der Wachstumsoption über die Börse.

Für viele Startups ist nach verschiedenen Finanzierungsrunden der Börsengang der entscheidende Durchbruch zu einer erfolgreichen Marktdurchdringung. In den vergangenen Jahren ist vor allem in

Deutschland eines der größten und bedeutendsten Startup-Ökosysteme Europas entstanden. Im Jahr 2021 haben Risikokapitalgeber ca. 17 Mrd. € in deutsche Startups investiert, so viel wie in keinem anderen Land der EU. Laut einer Umfrage von „Invest Europe“ unter Venture Capital-Investoren, wird Deutschland auch weiterhin das bevorzugte Ziel für Wachstumskapitalgeber sein.³ Dieser anhaltend positive Trend spricht für einen gut funktionierenden privaten Kapitalmarkt sowie ein Ökosystem, welches nicht zuletzt die meisten Unicorns, also Unternehmen mit einer Bewertung über 1 Mrd. €, in Kontinentaleuropa vorweisen kann. Damit ist nicht nur ein für Unternehmen und Investoren attraktives vorbörsliches Umfeld entstanden, sondern eine funktionierende Pipeline an innovativen und börsenfähigen Firmen, für die ein Börsengang den nächsten Wachstumsschritt darstellt.

Abbildung 03: Übersicht Börsengänge mit Private Equity-Hintergrund an der Deutschen Börse



Quelle: BVK-Recherchen, Deutsche Börse AG. Es wurden nur Neuemissionen und Privatplatzierungen an Prime/General Standard und Scale berücksichtigt.

Der Börsengang eröffnet den Gründern und Altgesellschaftern die Möglichkeit, einen Teil des Wertzuwachses zu realisieren. Eine Desinvestitionsstrategie kann aber auch Fragen aufwerfen und sollte daher in jedem Fall kommunikativ gut vorbereitet werden. Basiert beispielsweise der Börsengang eines jungen Unternehmens auf der Erklärung des Gründers, sein Unternehmen biete eine großartige Wachstumsstory, so kann der Umstand, dass er kurz darauf die Absicht äußert, einen Großteil der eigenen Anteile abgeben zu wollen, unter den neuen Investoren berechtigte Zweifel im Hinblick auf die vermeintlich vielversprechende Wachstumsperspektive aufkommen lassen. Wäre dies der Fall, so würde der Gründer sein Geld im Unternehmen belassen und seine Anteile nicht verkaufen. Deshalb beschränken sich Altgesellschafter oft darauf, die Abgabe ihrer Aktien nur im Rahmen einer Mehrzuteilungsoption vorzusehen. Die Mehrzuteilungsoption, auch Greenshoe genannt, gewährt dem Bankenkonsortium eine

³ European Investment Fund: EIF Venture Capital Survey 2021: Market Sentiment, S. 56, URL: https://www.eif.org/news_centre/publications/eif_working_paper_2021_74.pdf, abgerufen am 05.04.2022



Option auf weitere Aktien zu Angebotskonditionen, um eine zusätzliche Nachfrage befriedigen zu können, oder auch, um den Kurs zu stabilisieren.

Die Nutzung eigener Aktien als Akquisitionswährung ist ein weiterer Vorteil, den die Börsennotierung eines Unternehmens mit sich bringt. Mit der Ausgabe von neuen Aktien aus einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage kann die Übernahme von anderen Unternehmen finanziert werden. Dabei platziert das Unternehmen die aus der Kapitalerhöhung stammenden neuen Wertpapiere nicht an der Börse, sondern bezahlt die vorherigen Eigentümer des übernommenen Unternehmens mit den frisch ausgegebenen Aktien. Durch diese Konstruktion kann der Unternehmenskauf liquiditätsneutral gestaltet werden.

Neben der Eröffnung neuer Finanzierungsmöglichkeiten gibt es weitere gute Gründe für einen Börsengang. So gibt es Unternehmen, die sich auf ihre Kernkompetenz konzentrieren wollen und deshalb selbständige unternehmerische Einheiten schaffen und diese an die Börse bringen, um einen Transformationsprozess zu vollziehen. Auch die fehlende Unternehmensnachfolge kann eine Motivation sein, um durch den Börsengang für das familienfremde Management attraktiver zu werden.

Die Beziehung sämtlicher Interessensgruppen des Unternehmens kann mithilfe eines Börsengangs ausgebaut werden: beispielsweise erweitern sich die Möglichkeiten der Mitarbeiterbeteiligung, was wiederum deren Bindung an das Unternehmen fördert. Diese können sich als Mitarbeiter direkt am Unternehmen und somit an dessen Wachstum beteiligen. Mit der neuen Transparenz am Kapitalmarkt steigt zudem das Vertrauen bei Kunden, Geschäftspartnern und Banken. Nicht zuletzt erhöht der Börsengang die Visibilität. Viele vorher unbekannte Unternehmen haben durch den Börsengang eine so große Aufmerksamkeit erlangt, dass sie den Bekanntheitsgrad ihrer Produkte und Dienstleistungen enorm steigern konnten.

Abbildung 04: Gründe für einen Börsengang

Finanzierung	Diversifikation	Personal	Strategie
– Zugang zu Kapital – Stärkung der Eigenkapitalbasis – Finanzielle Unabhängigkeit – Vergleichsweise höhere Unternehmensbewertung als nichtöffentliche Unternehmen – Schaffung einer Akquisitionswährung – Sicherstellen von Wachstum, insbesondere in den Bereichen Vertrieb, Personal und Innovation	– Möglichkeit zur Vermögensdiversifikation und zum teilweisen Ausstieg bisheriger Aktionäre und Eigentümer – Beteiligung am zukünftigen Wachstum eines Unternehmens – Sicherung oder Vereinfachung der Unternehmensnachfolge	– Beteiligung von Management und Mitarbeitern am Unternehmenserfolg – Gewinnung neuer Talente, z.B. für Führungspositionen – Attraktivität und Seriosität als Arbeitgeber, ggf. durch Mitarbeiter-Beteiligungsmodelle	– Stärkung und Ausbau der Marktposition – Organisches und akquisitionsbasiertes Wachstum – Erhöhung des Bekanntheitsgrades, Prestige und Markenimage – Konsolidierung eines fragmentierten Marktes (M&A) – Internationalisierung – Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit

Quelle: Deutsche Börse AG



Allerdings ist mit einem Börsengang und den daraus resultierenden Folgepflichten durchaus auch ein Mehraufwand für Unternehmen verbunden. Deshalb ist es wichtig, vorab die Vor- und Nachteile einer Börsennotierung gegeneinander abzuwägen.

Ein Börsengang ist ein zeit- und kostenintensiver Prozess; das Unternehmen verpflichtet sich zu Transparenz und Offenlegung von Informationen nach dem Börsengang und die Aktionäre können in der Zukunft über Mitsprache- und Abstimmungsrechte zunehmend Einfluss nehmen. Des Weiteren erfordert eine erfolgreiche Börsennotierung auch einen regelmäßigen Austausch mit Investoren und Aktionären, um über die laufende Geschäftsentwicklung und Strategie zu informieren. Eigentümer und Management sollten die positiven und negativen Aspekte gegeneinander abwägen und erst dann die Entscheidung für oder gegen einen IPO treffen.

3 Die Vorbereitung auf den Börsengang – IPO Readiness

Für einen Börsengang muss ein Unternehmen eine Reihe rechtlicher, organisatorischer und wirtschaftlicher Voraussetzungen erfüllen. Das betrifft z. B. Im Folgenden werden einige der wichtigsten Voraussetzungen kurz dargestellt, die Wahl der Rechtsform, Beherrschung der Rechnungslegungsstandards und die Entwicklung einer glaubhaften Equity Story.

Abbildung 05: Voraussetzungen für den Börsengang

Rechtliche Voraussetzungen für die Börsenreife	Organisatorische Voraussetzungen für die Börsenreife	Wirtschaftliche Voraussetzungen für die Börsenreife
– Erfüllung der gesetzlichen und satzungsrechtlichen Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten der Börsensegmente (Regulierter Markt und Freiverkehr) – Gültige Rechtsform (Aktiengesellschaft (AG), Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) oder Europäische Aktiengesellschaft/Societas Europaea (SE)) – Bereitschaft zur Publizität (Veröffentlichung eines Emissionsprospekts, regelmäßige Geschäfts- und Zwischenberichte und Einhaltung weiterer Informationspflichten) – Einhaltung des Deutschen Corporate Governance Kodex	– Qualität, Qualifikation, Reputation und Erfahrung der Unternehmensführung – Effektives Risikomanagement und ausgewogene Corporate Governance – Reibungslos funktionierendes internes und externes Rechnungswesen – Beherrschung entsprechender Rechnungslegungsstandards (HGB) sowie ggf. der Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) – Leistungsfähiges Berichtswesen – Investor Relations	– Solide Finanzen und überzeugende wirtschaftliche Entwicklung bzw. Zukunftsfähigkeit – Glaubhafte Equity Story für Investoren – Klare verständliche Unternehmensstrategie und hoher Innovationsgrad

Quelle: Deutsche Börse AG



Im Folgenden werden einige der wichtigsten Voraussetzungen kurz dargestellt.

3.1. Die Änderung der Rechtsform

Für die meisten Börsenaspiranten ist eine Umwandlung der Rechtsform notwendig. Denn viele Unternehmen, insbesondere aus dem Mittelstand, sind in haftungslimitierenden Kapitalgesellschaften wie der GmbH oder GmbH & Co. KG organisiert. Deutsche (Kapital-) Gesellschaften können für einen Börsengang zwischen den folgenden drei Rechtsformen wählen: die Aktiengesellschaft (AG), die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) oder die Europäische Aktiengesellschaft/Societas Europaea (SE). Außerdem können ausländische Rechtsformen wie die niederländische N.V. (naamloze vennootschap) und die luxemburgische SA (société anonyme) in Frankfurt gelistet werden. Sofern mehrere Unternehmen die neue AG bilden sollen, ist zudem die Verschmelzung oder Einbringung der bisherigen Gesellschaften in die AG nötig. Dieser Rechtsformwechsel ist mit erheblichem Beratungsaufwand verbunden und erfordert einen Zeitaufwand von mindestens zwei Monaten.

3.2. Das Management

Investoren investieren in Unternehmen. Letztlich geben sie dem Unternehmen allerdings das Geld in der Erwartung, dass das Management die Mittel im Sinne der nachhaltigen Wertsteigerung einsetzt. Deshalb kommt der Qualität des Managements und seiner effizienten Management Struktur (Corporate Governance) beim Börsengang eine zentrale Bedeutung zu. Corporate Governance beschäftigt sich sowohl mit den Verhaltensregeln, nach denen ein Unternehmen geführt werden soll, als auch mit der Überwachung dieser Unternehmensführung. Diese, ebenso wie die Verwaltungsstrukturen, die Beziehungen zur Belegschaft und die Vergütung spielen ebenso eine wesentliche Rolle bei der Einbeziehung sozialer und ökologischer Erwägungen in den Entscheidungsprozess. Dies ist vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung der ESG-Kriterien für Anlageentscheidungen zu berücksichtigen.

Der Corporate Governance Kodex enthält Best Practice-Vorgaben zur Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Unternehmen, hat aber nicht den Rang einer rechtlichen Norm. Der Kodex erhält über die Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG seine gesetzliche Grundlage und wird von der Regierungskommission jährlich auf Aktualität überprüft. Die Empfehlungen und Anregungen sind international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung. Dies betrifft vor allem die Leitung und Überwachung, die Besetzung des Vorstands und Zusammensetzung des Aufsichtsrats, die Arbeitsweise des Aufsichtsrats sowie die Vergütung des Vorstands, was für Investoren ebenfalls ein wichtiges Thema darstellt. Oft ist der Aufsichtsrat bei nicht börsennotierten Unternehmen mit Familienmitgliedern oder nahestehenden Personen besetzt. Für Investoren ist es dagegen wichtig, dass der Aufsichtsrat mit unabhängigen Personen besetzt ist, die zudem eine Breite an Kompetenzen besitzen. So sollten Fachkenntnisse des Marktes und der Branche des Unternehmens, der Finanzen, Produkte und Technologien und möglichst auch der Nachhaltigkeit und des Kapitalmarktes im Aufsichtsrat vertreten sein. Bei dem Vergütungssystem spielen zunehmend Nachhaltigkeitsgesichtspunkte eine Rolle. Börsenkandidaten sind gut beraten, die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex bei der Ausgestaltung ihrer Organisation zu berücksichtigen, denn damit erfüllen sie die Erwartungen der zukünftigen Investoren.



Eine besondere Bedeutung kommt bei einem Börsengang neben dem CEO dem CFO zu. Seine Erfahrung möglichst in einem bereits börsennotierten Unternehmen erworben, schafft bei den Investoren das Vertrauen, dass er die Finanzen, insbesondere auch die Finanzplanung, beherrscht.

3.3. Anforderungen an das Rechnungswesen

Der Börsengang ist mit erheblichen Anforderungen an das Rechnungswesen verbunden. Schon im Börsenprospekt kommt den Zahlen aus dem Rechnungswesen und den quantitativen Angaben eine große Bedeutung zu. Auch mit Blick auf die Folgepflichten, die sich aus der Börsennotierung ergeben, ist ein professionelles und effizientes Rechnungswesen eine Grundvoraussetzung für den Börsengang. Wenn Unternehmen ein Listing in einem organisierten Markt beabsichtigen, z. B. dem Prime Standard der Deutschen Börse, sind sie zudem verpflichtet, ihre Konzern-Jahresabschlüsse nach den Vorschriften der International Financial Reporting Standards (IFRS) zu erstellen.

Vor diesem Hintergrund ist es in der Vorbereitung wichtig, die Finanzorganisation durch die Brille der Kapitalmärkte zu betrachten. Ein börsennotiertes Unternehmen erfährt ein hohes Maß an externer Berichterstattung und hat erweiterte Offenlegungspflichten in Bezug auf Finanzinformationen. Das erfordert unter anderem hohe Kompetenzen in den Bereichen Rechnungswesen, Finanzberichterstattung, Treasury und Compliance. Nur wenn diese Anforderungen erfüllt sind kann das Unternehmen nach dem IPO die regulatorischen Anforderungen und die Ansprüche der Investoren erfüllen.

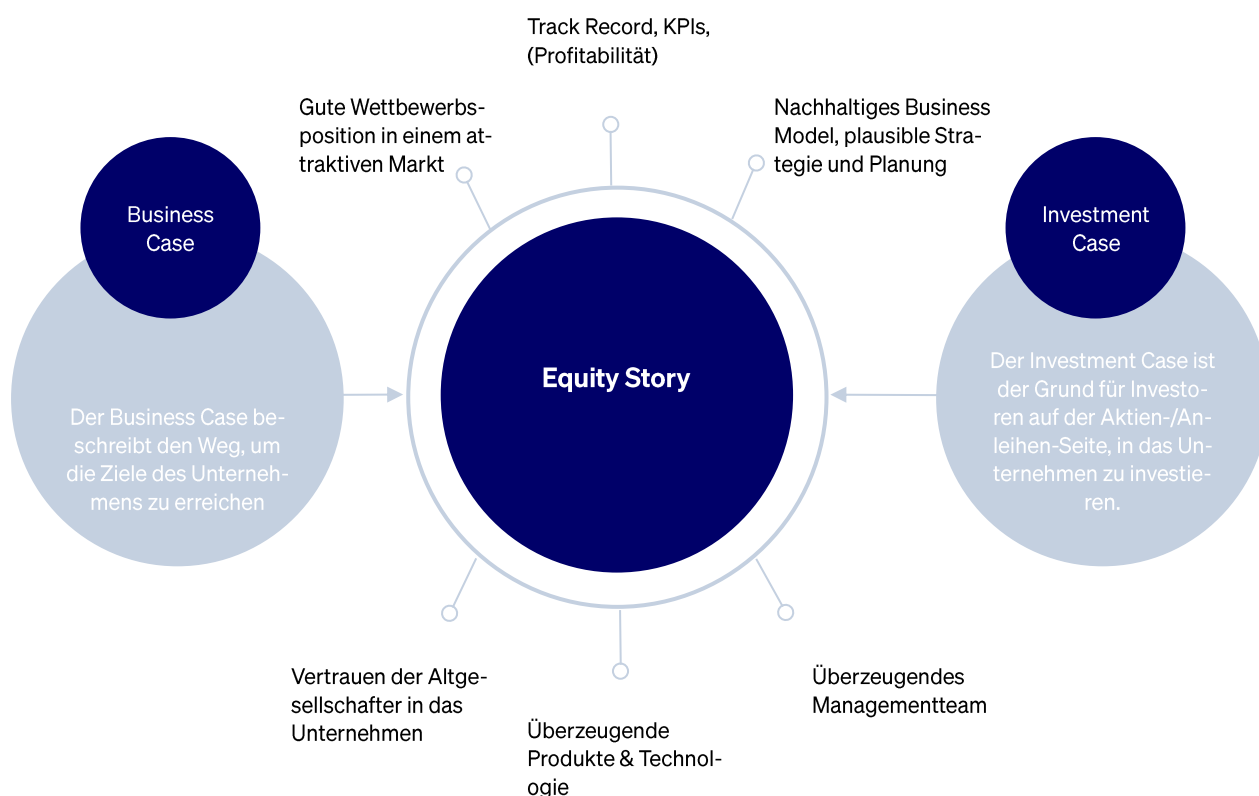
Jahres- und Quartalsabschlüsse müssen nach dem IPO zeitnah zum Ende des Berichtszeitraums veröffentlicht werden (sogenanntes „Fast Disclosure“). Das wird als wichtiges Zeichen für ein effektiv funktionierendes Rechnungswesen und die Einrichtung wirksamer interner Kontroll- und Steuerungssysteme gewertet. Die Forderung nach einer schnellen Aufstellung des Jahresabschlusses darf aber nicht zu Lasten der Qualität gehen. Denn: Abschluss ist nicht gleich Abschluss, selbst bei identischer Rechnungslegungsnorm. Die Ausnutzung von Ausweis- und Bewertungsspielräumen kann maßgeblichen Einfluss auf wichtige Kennzahlen wie Eigenkapitalquote oder Umsatzrendite haben. Sind die Wertansätze für Tochtergesellschaften realistisch? Entspricht die ausgewiesene Umsatz- und Gewinnrealisierung bei periodenübergreifenden Aufgaben tatsächlich dem Grad der Fertigstellung? Die Antworten auf Fragen dieser Art entscheiden unter anderem über die Anlageempfehlungen seitens der Researchanalysten, welche fortlaufend Analysen gelisteter Unternehmen veröffentlichen.

Eine weitere Herausforderung ist in diesem Zusammenhang die Fähigkeit des Managements, die zukünftige Entwicklung des Geschäftes richtig einzuschätzen. Investoren gewinnen Vertrauen, wenn das Management über einen längeren Zeitraum Prognosesicherheit liefert. Die bloße Implementierung von Reporting- und Planungssystemen reicht dabei nicht aus. Entscheidender ist, dass die unterstellten Prämissen zur Marktum und Kostenentwicklung einer kontinuierlichen und zeitnahen Prüfung unterzogen werden. Zudem sollten die verantwortlichen Mitarbeiter im Umgang mit den definierten Prozessen geübt sein und diese im Unternehmensalltag umsetzen. Zum Zeitpunkt des IPO sollten diese Voraussetzungen erfüllt sein; allerdings ist das ein Teil der Vorbereitung auf den Börsengang, der oft vernachlässigt wird. Wenn es dann kurz nach dem IPO zu ersten Korrekturen der erwarteten Entwicklung kommt, hat dies enorme negative Auswirkungen auf den Börsenkurs. Das dabei verspielte Vertrauen der Investoren ist nur sehr mühsam wiederherzustellen.

3.4. Die Equity Story

Der Erfolg eines Börsengangs hängt in hohem Maße von einer überzeugenden Equity Story und ihrer Kommunikation ab. Das Profil einer Aktie ist komplex und von vielen Faktoren gekennzeichnet, die sich auf interne und externe Einflüsse und auf Zukunftserwartungen stützen. Finanzielle Angaben reichen zur Beurteilung der Qualität oder Nachhaltigkeit der Unternehmensperformance nicht aus. Die Equity Story setzt genau an diesem Punkt an. Sie soll das Unternehmen ins Blickfeld der Financial Community rücken, indem sie die Vorzüge des Unternehmens verdeutlicht. Die Equity Story beschreibt das Unternehmen in seinem Umfeld, seiner Historie und seinen Visionen und arbeitet so seine Potentiale in Bezug auf Wachstum, Ertrag und Wettbewerbsvorteile realistisch für die Investoren heraus. Sie verbindet den Business Case des Unternehmens mit dem Investment Case.

Abbildung 06: Equity Story, Verbindung Business Case – Investment Case



Quelle: Deutsche Börse AG

Das wichtigste Instrument zur Vermittlung der Equity Story ist die Investorenpräsentation. Sie liefert ein umfängliches Bild des Unternehmens.



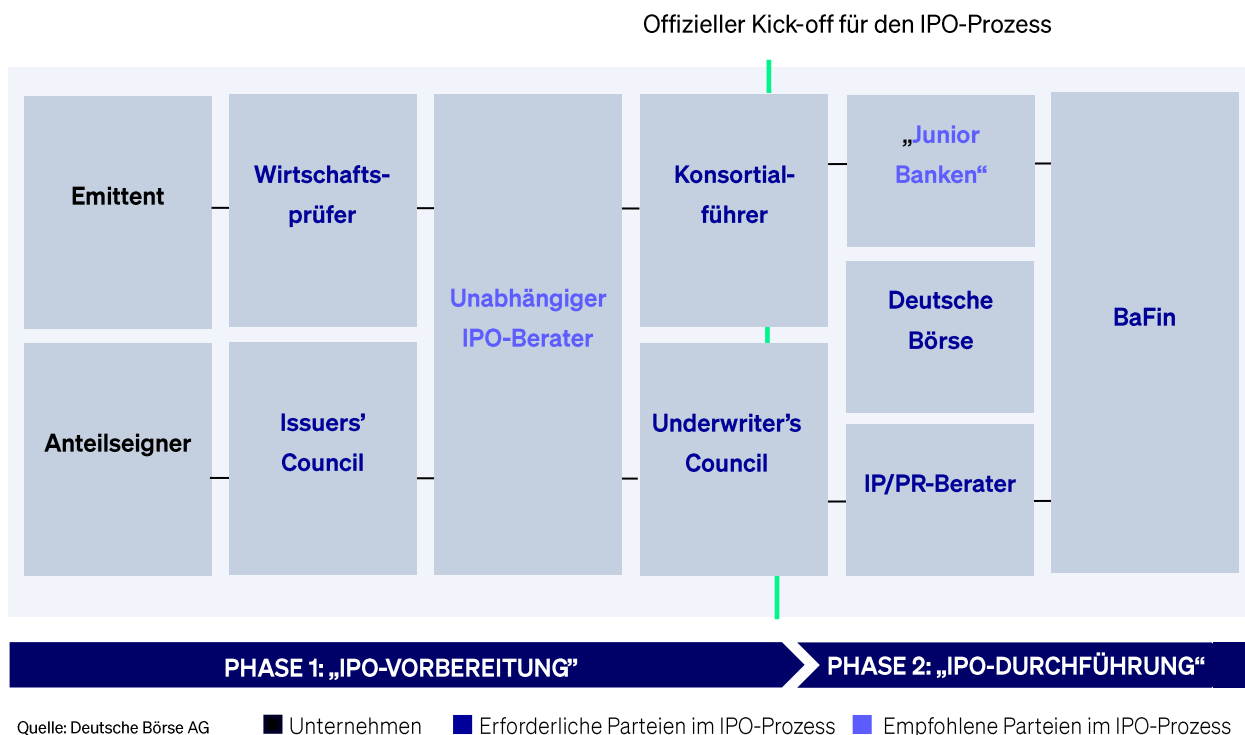
Abbildung 07: Inhalte Investorenpräsentation

Was?	Wie?
Investment Case	Komprimierte Beschreibung in Stichpunkten
Business Model	Abbildung und Erläuterung des Geschäftsmodells
Management	Vorstellung der Geschäftsführung
Strategie	Komprimierte Beschreibung in Stichpunkten
Marktumfeld	Marktumfeld, Größe & Positionierung/Wettbewerb
Operatives	Aktuelle Tätigkeiten und Erfolge im operativen Geschäft
Segmente	Ergänzung einer komprimierten Beschreibung mit Stichpunkten
KPIs	Erläuterung der wichtigsten KPIs
GuV	Erläuterung wesentlicher Veränderungen/Positionen
Bilanz	Erläuterung wesentlicher Veränderungen/Positionen
Use of Proceeds	Klare und nachvollziehbare Darstellung
Milestones	Zusammenfassung auf einer Folie
Prognose/Erwartungen	Zusammenfassung auf einer Folie
Kontakt	Ansprechpartner und Kontaktdaten

4 Der Gang an die Börse

Der Gang an die Börse ist mit strategischen, strukturellen, organisatorischen, rechtlichen und steuerlichen Entscheidungen verbunden und erfordert daher eine umfassende Planung, Vorbereitung und Abstimmung. Ohne erfahrene Partner ist ein erfolgreicher Börsengang nicht möglich. Deshalb hat die Deutsche Börse ein Netzwerk von Capital Market Partnern aufgebaut, die Unternehmen auf dem Weg an die Börse begleiten. Die Auswahl der passenden Partner ist ein essenzielles Erfolgskriterium für einen erfolgreichen Börsengang.

Abbildung 08: Erfahrenes Projektteam



Ein unabhängiger IPO-Berater unterstützt das Unternehmen bei der Erreichung der Börsenreife, bei der Auswahl der optimalen Partner für den Börsengang und moderiert während des gesamten Prozesses. Seine wichtigste Aufgabe ist es, dem Unternehmen zu helfen, die IPO-Readiness herzustellen. Deshalb ist es wichtig, ihn bereits frühzeitig in die Überlegungen zum IPO einzubeziehen. Er kann aufgrund seiner Erfahrung aus vielen begleiteten Börsengängen schon bei der Grundüberlegung wertvollen Rat geben, ob der Börsengang in der Phase, in der sich das Unternehmen befindet, der richtige Weg ist. Auch bei der Bestimmung des Börsensegments, den Überlegungen zur Nutzung der Erlöse aus einem Börsengang und vor allem bei der Auswahl der geeigneten Partner ist seine Kenntnis des IPO-Marktes sehr wertvoll. „If you don't know who you are, the stock exchange is an expensive place to find out“ so der amerikanische Wirtschaftskommentator George Jerome Waldo Goodman (1930 – 2014). Je besser die Vorbereitung, desto geringer die Gefahr der Enttäuschung nach dem IPO. Die optimale Vorbereitung ist die zentrale Aufgabe des IPO-Beraters.

Ein Wirtschaftsprüfer hilft dem Unternehmen bei der Erfüllung der formalen Anforderungen an die Börsenfähigkeit. Zwei wichtige Aufgaben sind dabei die Testatenerstellung für die Jahresabschlüsse, die in den Börsenprospekt aufgenommen werden müssen und die Ausstellung eines Comfort Letter, mit dem der Wirtschaftsprüfer die sorgfältige Ermittlung und Darstellung der Finanzkennzahlen im Prospekt bestätigt.

In der Regel werden bei einem Börsengang zwei Rechtsberater aktiv. Zum einen der des Unternehmens (Issuers' Counsel), der unter anderem die Umwandlung der Rechtsform des Unternehmens und die Erstellung des Prospektes federführend begleitet, zum anderen der Rechtsberater des Bankenkonsortiums (Underwriters' Counsel), der unter anderem das Vertragswerk (Underwriting Agreement) erstellt und eine



prüferische Durchsicht des Prospektes sowie eine rechtliche Due Diligence durchführt. Er wird von der Bank vorgeschlagen und in Abstimmung mit dem Emittenten beauftragt. Bei Börsengängen mit kleinerem Volumen können sich die Emittentin und die Banken auch auf einen gemeinsamen Rechtsberater einigen.

Der Erfolg des Börsengangs hängt in hohem Maße von der Kommunikation ab. Während die Kommunikation mit den Investoren von den Banken gestaltet wird, übernehmen Investor Relations-Agenturen die Aufgabe, das Unternehmen als attraktiven Börsenkandidaten in der Financial Community zu positionieren. Dabei ist insbesondere die gute Beziehung der Agentur zur Finanz- und Wirtschaftspresse bedeutsam. Eine positive Berichterstattung über den Börsenkandidaten unterstützt sowohl die Meinungsbildung der potenziellen institutionellen Investoren als auch die weiterer Investoren, wie z. B. der Privatanleger. Für die Notierung des Unternehmens an einem organisierten Markt benötigt der Emittent die Unterstützung einer Bank. Sofern eine Notierung im Freiverkehr angestrebt wird, benötigt der Emittent dagegen nur einen an der Börse zugelassenen Handelsteilnehmer. Bei größeren Emissionsvolumina werden in der Regel mehrere Banken mandatiert.

Die (Investment-)Banken, je nach Größe der Transaktion eine oder mehrere, sind hauptsächlich dafür verantwortlich, den Börsengang vorzubereiten und den entsprechenden Prozess durchzuführen, die Equity Story gemeinsam mit dem Unternehmen (weiter-) zu entwickeln, die Bewertung des Unternehmens vorzunehmen sowie die Aktien zu vermarkten.⁴ Die Führungsbank oder -banken, sogenannte „Global Coordinators“, koordinieren den Preisfindungsmechanismus bis zur Erstnotiz an der Börse. Hauptkriterien für die Auswahl der Banken sind vor allem deren IPO-Erfahrung, Investorenzugang sowie die Kompetenz und Reputation der jeweiligen Fach- und Research-Abteilungen.

4.1. Ausgewählte Listing-Optionen

Unternehmen stehen mehrere Möglichkeiten für den Zugang zum Kapitalmarkt zur Verfügung. Im Folgenden werden die bekanntesten und gebräuchlichsten Transaktionsstrukturen dargestellt.

4.1.1. IPO

Das Initial Public Offering (IPO) ist die mit Abstand bekannteste und geläufigste Variante. Dabei platziert ein bislang nicht börsennotiertes Unternehmen, entweder in der Rechtsform einer AG, KGaA oder SE, erstmals Aktien öffentlich und lässt diese im Anschluss an einer Börse (Initial) zum Handel zu. In der Regel handelt es sich bei den angebotenen Aktien um die bisheriger Anteilseigner sowie um neue Aktien, die aus einer Kapitalerhöhung der Gesellschaft stammen.

Die zu platzierenden (neuen) Aktien werden vor dem ersten Handelstag an der Börse zunächst öffentlich zur Zeichnung angeboten (Public Offering). Die Erlöse aus der Platzierung neuer Aktien fließen der Gesellschaft zu, um beispielsweise Wachstum langfristig zu finanzieren. Altaktionäre profitieren ebenfalls von der öffentlichen Platzierung der bestehenden Aktien. Sie können ihre Anteile verkaufen, um Liquidität zu

⁴ Es gibt unterschiedliche Strukturen zur Preisfindung. Im Bookbuilding werden, anders als beim Festpreisverfahren, die Interessen von Großinvestoren bei der Ermittlung des Emissionspreises mit einbezogen: Vor Beginn des Bookbuilding sprechen die Konsortialbanken potenzielle Großanleger auf ihre Investitionsbereitschaft an. (vgl. www.live.deutsche-boerse.com → Know-how / Börsenlexikon / Bookbuilding)



generieren. Regelmäßig veräußern die Altaktionäre aber nur einen Teil beim IPO und bleiben weiterhin investiert, um an der künftigen Entwicklung zu partizipieren.

Diesen klassischen Weg wählte auch die TeamViewer AG. Das schwäbische Technologieunternehmen feierte im September 2019 seinen Börsengang in Frankfurt. Im Zuge des IPO konnte der Finanzinvestor Permira, der seit 2014 in TeamViewer investiert war, die Monetarisierung seiner Anteile anstoßen. Das hat sich gelohnt: Binnen Jahresfrist verzeichnete die Aktie hohe zweistellige Zuwachsraten. Zudem hat die Gesellschaft neues Kapital von rund 2,2 Mrd. € aufgenommen, unter anderem für weitere Akquisitionen.

4.1.2. Private Placement

Beim Gang an die Börse müssen die Aktien nicht zwingend öffentlich angeboten werden; auch eine gezielte Ansprache weniger Investoren ist möglich, z. B. im Rahmen einer Privatplatzierung (Private Placement). Bei dieser Sonderform des Börsengangs werden Wertpapiere nur qualifizierten institutionellen Investoren angeboten. Die Privatplatzierung kann sowohl aus neuen Aktien als auch aus Altaktien bestehen.

4.1.3. Direct Listing

Beim Direct Listing werden lediglich bestehende Aktien des Unternehmens zum Börsenhandel zugelassen und der Abverkauf durch die Altaktionäre findet über die Börse statt. Vor der Börseneinführung findet kein Bookbuilding-Verfahren und auch keine (Um-) Platzierung statt, was den Prozess flexibler gestaltet und die Transaktionskosten deutlich senkt. Einen vorab festgelegten Preis für den Erwerb der Aktien gibt es daher nicht und somit auch nicht das Risiko von Preis- und Bewertungsabschlägen durch ein volatiles Marktumfeld. Die Bewertung des Unternehmens erfolgt erstmals durch den Börsenpreis am ersten Handelstag, der durch Angebot und Nachfrage ermittelt wird. Die Anteile der Gründer und Altaktionäre werden bei dieser Struktur nicht verwässert, da keine neuen Aktien ausgegeben werden. Der schwedische Musikstreamingdienst Spotify entschied sich bei seinem Börsendebüt in New York im Jahre 2018 für ein Direct Listing (eine Direktplatzierung). Trotz des hohen Medieninteresses beim Börsengang von Spotify konnte sich dieser Trend in Europa noch nicht etablieren.

4.1.4. SPACs

Eine weitere Form des Listings sind sogenannte SPACs (Special Purpose Acquisition Company). Eine SPAC ist eine Mantelzweckgesellschaft. Der Zweck der Gesellschaft besteht zunächst darin, Kapital über einen Börsengang einzusammeln und es anschließend für die Übernahme eines noch nicht identifizierten, operativ tätigen Unternehmens zu verwenden. Zumeist ist lediglich die Branche der möglichen Zielunternehmen bekannt. Das akquirierte Unternehmen ist nicht an der Börse notiert und wird erst über die SPAC-Transaktion zu einer börsennotierten Gesellschaft. Für die Akquisition eines Unternehmens hat die SPAC-Gesellschaft normalerweise 24 Monate Zeit. Findet sie in dieser Zeit kein geeignetes Target, wird die SPAC-Gesellschaft liquidiert und die Investoren erhalten ihr Kapital mit dem vereinbarten Zinssatz zurück. Eine SPAC-Transaktion erlaubt es, flexibler auf Marktvolatilitäten zu reagieren, da sie nicht an ein enges Zeitfenster gebunden ist. Auch in Deutschland steigt das Interesse an dieser Struktur. Die Deutsche Börse hat für Unternehmen die Rahmenbedingungen geschaffen, die ein SPAC-Listing auch in Deutschland bzw. im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB®); (General Standard und Prime Standard)



ermöglichen. Bei einem SPAC Listing an der FWB (möglich in der Gesellschaftsform Societas Europaea (SE) oder der niederländischen Naamloze Vennootschap (N.V.)) sind verschiedene Voraussetzungen zu erfüllen:

- (a) der Emissionserlös muss auf ein verzinsliches Treuhandkonto eingezahlt werden;
- (b) der Verwendungszweck des Emissionserlöses muss im Prospekt detailliert dargestellt werden;
- (c) die SPAC muss nachweisen, dass die Gesellschaft zeitlich befristet ist und im Falle ihrer Auflösung das Treuhandvermögen an die Anleger ausgeschüttet wird und
- (d) es muss sichergestellt werden, dass die Gesellschafter mit einer Mehrheit von mindestens 50 Prozent über die Verwendung des Treuhandvermögens entscheiden.

4.1.5. Spin-offs und Equity Carve-outs

Zwei weitere Optionen können gerade im Zuge einer Neuausrichtung von Unternehmen interessant sein: der Spin-off und der Carve-out. Beim Spin-off wird aus einem Unternehmen bzw. einem Konzernverbund ein Tochterunternehmen oder eine Geschäftssparte in ein neues eigenständiges Unternehmen ausgegliedert. Ziel solcher Maßnahmen ist es, den Unternehmenswert für Investoren zu steigern. Bei der Ausgründung begibt die Muttergesellschaft die Anteile der ausgegliederten Tochtergesellschaft anteilig an ihre bisherigen Aktionäre in Form einer Sonderdividende. Ein regelmäßiger Mittelzufluss an die Muttergesellschaft findet nicht statt. Ein Beispiel hierfür ist die Abspaltung von Siemens Energy vom Siemens Konzern im Jahre 2020, einer der größten Spin-offs in Europa.

Eine andere Variante bietet der Carve-out. Im Gegensatz zum Spin-off eines Tochterunternehmens behält die Muttergesellschaft die Mehrheit an dem Unternehmen. Der Carve-out dient also vor allem der Kapitalbeschaffung und ist für das Mutterunternehmen insbesondere dann interessant, wenn eine möglichst hohe Bewertung für die Anteile am Markt durchzusetzen ist. Erfolgreiche Beispiele hierfür sind die Abspaltung der DWS Group von der Deutschen Bank (2018) oder die Abspaltung von Lanxess (2005) und Covestro (2015) durch Bayer.

4.1.6. Dual Listing

Beim Dual Listing, auch Zweitlisting genannt, wird ein Unternehmen neben seiner Heimatbörse an einer weiteren Börse notiert oder in den Handel einbezogen. Ein Zweitlisting ist dann sinnvoll, wenn sich das Unternehmen einen weiteren Markt erschließen, seine Investorenreichweite diversifizieren oder den Zugang zu Indizes und passiven Produkten erweitern will. Ein Dual Listing kann rein technisch erfolgen oder mit einer Kapitalmaßnahme kombiniert werden. Es stellt kein IPO dar, weil es kein weltweit erstmaliges oder öffentliches Angebot ist. Das Unternehmen unterliegt deshalb nicht der Prospektpflicht – vorausgesetzt, dass für das Zweitlisting (Zulassung der Aktien zum Handel im regulierten Markt) eine der Prospektausnahmenvorschriften angewendet werden kann.⁵

5 Der Ablauf des Börsengangs

⁵ See <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-de/ueber-uns/kontakt/boersenlexikon>



Der Prozess des Börsengangs lässt sich in vier Phasen untergliedern. Mit entsprechender Vorbereitung und professionellen Partnern benötigt ein Unternehmen für den Gang an die Börse in der Regel zwischen sechs bis zehn Monaten, vorausgesetzt es hat strukturelle Maßnahmen wie Rechnungswesen, Compliance, Risikokontrollsystem und Corporate Governance bereits aufgesetzt. Im Folgenden werden die wichtigsten Schritte kurz dargestellt.

Abbildung 09: Die vier Phasen auf dem Weg an die Börse

1. Ausreichende Planung	2. Sorgfältige Strukturierung	3. Gezielte Vermarktung	4. Erfolgreicher Börsenstart
– Erstellung der Equity Story mit Geschäftsplan – Erstgespräch mit der Deutschen Börse – Auswahl des IPO-Beraters – Auswahl der Konsortialbank (Beauty Contest) – Auswahl des Rechtsberaters – Einbindung des Wirtschaftsprüfers – Bildung der Investor Relations-Funktion (Auswahl Agentur)	– Schärfung der Equity Story – Erstellung des Zeitplans – Erstellung des Emissionskonzeptes – Schaffung rechtlicher Voraussetzungen – Durchführung der Due Diligence – Erstellung des Wertpapierprospekts	– Vorbereitung der IR-Aktivitäten – Pilot Fishing – Intention to float – Veröffentlichung des Wertpapierprospekts – Bereitstellung von Research – Beantragung der Wertpapierzulassung – Pre-Marketing – Festlegung der Preisspanne – Zeichnungsfrist und Roadshow	– Festlegung Ausgabekurs und Aktienzuteilung – IPO Ceremony mit erster Preisfeststellung – Fortlaufender Handel an der Börse
7- 8 Monate vor IPO		1- 2 Monate vor IPO	

Quelle: Deutsche Börse AG

5.1. Die Vorbereitung

Entscheidende Bedeutung kommt der Vorbereitung zu. Für einen effizienten IPO-Prozess sind ein ausgereifter Business Plan und ein geeignetes Management essentiell. Die frühe Einbeziehung eines erfahrenen IPO-Beraters kann sicherstellen, dass das Unternehmen die Voraussetzungen für einen erfolgreichen Ablauf erfüllt, bevor die Kosten intensiver Arbeiten (z. B. Erstellung des Prospektes) anfallen. Dabei steht die Prüfung der Börsenreife am Anfang. Die Börsenreife ist zum einen im Hinblick auf den Entwicklungsstand des Unternehmens, zum anderen aus Sicht der Investoren zu beurteilen.



Abbildung 10: Checkliste zur Börsenreife (eigene Darstellung)

Kriterium	Status
Die Eckpunkte der Equity Story sind klar formuliert	✓
Die wesentlichen Parameter des Emissionskonzeptes sind verabschiedet	✓
GuV/Bilanz /Cashflow-Planung liegen für mind. 3 Jahre vor	✓
Die Unternehmensplanung ist plausibel	✓
Die Gründe des Börsengangs sind überzeugend	✓
Das Rechnungswesen / Controlling kann die Informationsbedürfnisse der Investoren befriedigen	✓
Die Folgepflichten des Being Public sind bekannt und werden von Management und Gesellschaftern akzeptiert	✓
Die Unternehmensstruktur ist kapitalmarktgerecht	✓

Abbildung 11: Checkliste zur Börsenreife aus Sicht der Investoren (eigene Darstellung)

Kriterium	Status
Attraktive Branche mit Wachstumspotenzial	✓
Innovative Produkte, Alleinstellungsmerkmale	✓
Erfolgreicher Track Record	✓
Ausreichende Unternehmensgröße	✓
Gute Unternehmensführung	✓
Emissionsvolumen, das liquiden Handel ermöglicht	✓
Überzeugende Begründung des Börsengangs	✓
(Inter-)nationale Rechnungslegung	✓
Leistungsfähiges Controlling- und Planungssystem	✓
Attraktives Umfeld für Neuemissionen	✓

5.2. Der Beauty Contest

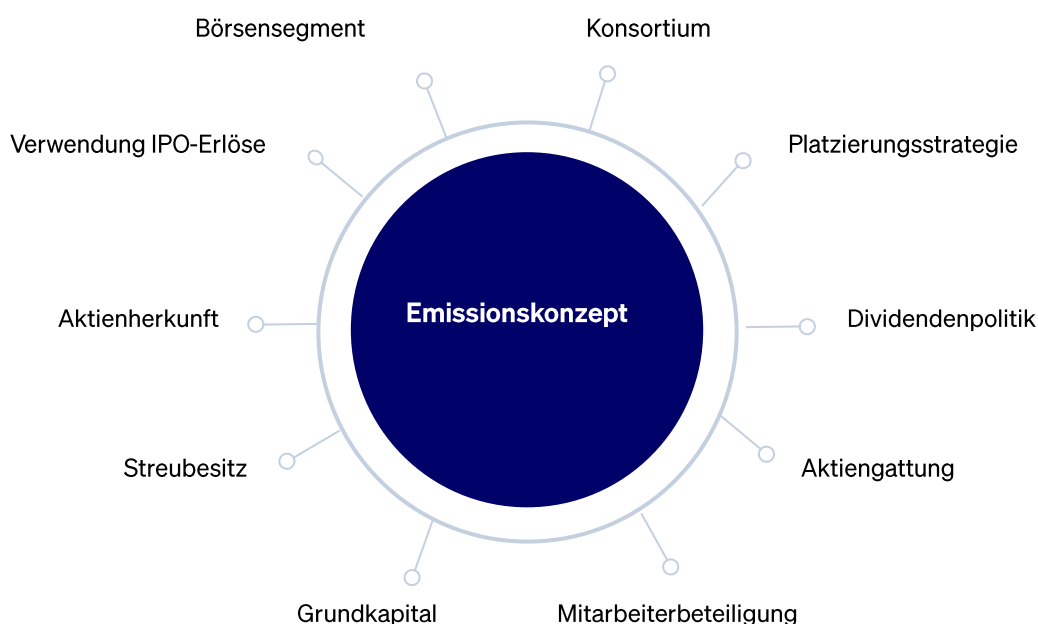
Ein weiterer bedeutender Schritt ist der Beauty Contest, mit dem die geeigneten Partner für den Börsengang ausgewählt werden. Dabei werden Banken, Anwälte und Wirtschaftsprüfer eingeladen, ihre Expertise, die Vermarktungsstrategie und das Team, sowie im Falle der Banken ihre Einschätzung zur Bewertung des Emittenten vorzustellen. Für die Auswahl ist die Erfahrung der Berater inkl. der Analysten in Bezug auf die Branche und Technologie des Emittenten wichtig. Die Research Reports, die von den Analysten der ausgewählten Banken erstellt werden, stellen ein bedeutendes Dokument für die Entscheidungsfindung der Investoren dar. Da der Börsengang eine intensive Zusammenarbeit über einen Zeitraum von mehreren Monaten erfordert, ist neben der fachlichen Komponente auch das persönliche Verständnis füreinander bedeutsam. Stimmt die Chemie, so besteht Aussicht auf einen reibungslosen Prozess.

5.3. Das Emissionskonzept

Mit dem IPO-Berater (soweit vorhanden) und den ausgewählten Banken wird das Emissionskonzept erarbeitet. Dabei geht es um die Frage nach der Höhe des angestrebten Emissionserlöses, dessen

Verwendung, die Umplatzierung beziehungsweise den Umfang der Kapitalerhöhung und weitere Aspekte, die unter dem Gesichtspunkt der Attraktivität für Investoren beantwortet werden müssen. Insbesondere die Verwendung des Emissionsvolumens spielt für die Beurteilung durch die Investoren eine wichtige Rolle. Denn sie investieren in der Erwartung, dass das Geld für Wachstum und gegebenenfalls zur Erhöhung der Profitabilität sinnvoll investiert wird. Hierzu muss das Emissionskonzept überzeugende Antworten liefern.

Abbildung 12: Elemente des Emissionskonzeptes



Quelle: Deutsche Börse AG

Ort und Segment der Börsennotiz müssen zum Unternehmen passen. Dabei spielen vor allem der Internationalisierungsgrad des Unternehmens und die Höhe des Emissionsvolumens eine wichtige Rolle. Bei der Auswahl des Börsensegments sind oft auch die Zulassungs- und Folgepflichten zentrale Auswahlkriterien.

Je nach Unternehmen ist auch die Frage von Bedeutung, wie viele Aktien aus einer Kapitalerhöhung oder aus der Umplatzierung von Aktien der Altaktionäre stammen. Vor allem bei kleineren und mittleren Unternehmen gilt die Regel: Anteil aus der Kapitalerhöhung so groß wie möglich, Umplatzierungsanteil so klein wie möglich. Vor allem bei jüngeren Wachstumsunternehmen erwarten Investoren, dass die Altaktionäre, die oft als Gründer auch im Management aktiv sind, ihr Vermögen im Unternehmen belassen. Denn dies stärkt das Vertrauen der Investoren in den Glauben des Managements an die eigenen Wachstumsziele. Dagegen wird allgemein akzeptiert, wenn die Altaktionäre den Erlös aus der Mehrzuteilungsoption, dem sogenannten Greenshoe, ausgekehrt erhalten. Das kommt zum Tragen, wenn beim IPO mehr Aktien zugeteilt werden können als vorgesehen. Das Volumen des Greenshoes beläuft sich in der Regel auf 10 bis 15 Prozent des Emissionsvolumens.



Ein weiterer wichtiger Aspekt des Emissionskonzeptes ist die Platzierungsstrategie. Denn es existieren verschiedene Arten von Investoren, die je nach Art des Emittenten anzusprechen sind. Es gibt Investoren mit einem geografischen Fokus, einer bestimmten Konzentration (breite und schmale Diversifikation), unterschiedliche Anlagestile, private und institutionelle Investoren, verschiedene Zeithorizonte, Art der Investition und spezielle Investoren je nach Größe des Unternehmens /für bestimmte Unternehmensgrößen (small, mid und large caps).

Abbildung 13: Investor Segmentation

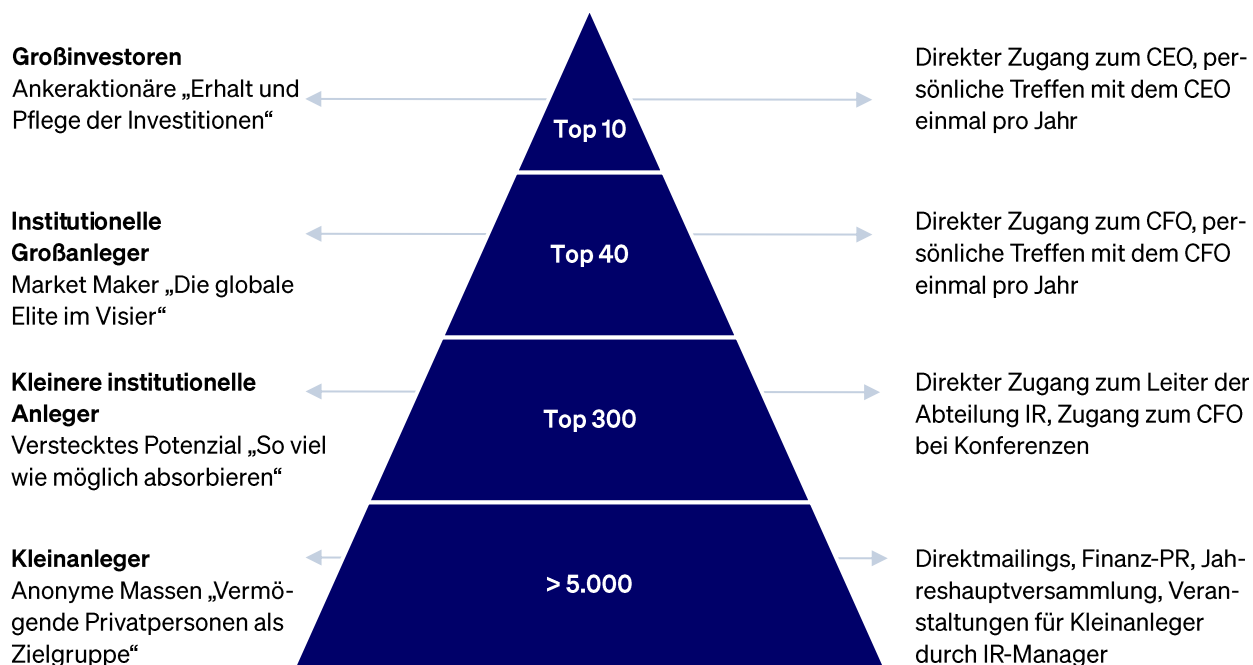
Geographischer Fokus	Konzentration	Anlagestil	Typ	Investition Zeithorizont	Art der Investition
Lokal vs. Regional vs. International	Breite Diversifizierung vs. Konzentration	Wachstum, Wert, Hedgefonds, ESG etc.	Privatanleger vs. institutioneller Anleger	Langfristig vs. kurzfristig	Aktiv oder passiv
Unternehmensgröße					
Small caps (150 Mio. € – 1.500Mio. €) Mid caps (EUR 1.500 Mio. € – 4.000 Mio. €) Large caps (>4.000 Mio. €)					

Quelle: Deutsche Börse AG

Aufgrund dieser Unterschiede ist es bei der Auswahl der Banken wichtig zu wissen, welches Investorennetzwerk für den IPO-Kandidaten besonders relevant ist und es sind Banken auszuwählen, die gerade für diese Investoren den besten Zugang ermöglichen.



Abbildung 14: Investorenbasis



Quelle: Deutsche Börse AG

5.4. Due Diligence, Prospekterstellung und Analystenpräsentation

Sind die geeigneten Partner bestimmt, beginnen drei sehr zeit- und arbeitsintensive Aufgaben: die Due Diligence, die Erstellung des Prospektes und der Analystenpräsentation. Diese zentralen Aufgaben verlangen die Aufmerksamkeit des Managements. Unternehmen müssen frühzeitig Kapazitäten hierfür einplanen, denn diese Aufgaben binden das Management zeitlich extrem stark ein. Es ist daher wichtig, dass das operative Geschäft des Unternehmens nicht unter den Arbeiten am Börsengang leidet. Es wäre kontraproduktiv, wenn die geschäftliche Entwicklung ausgerechnet in den sechs bis zehn Monaten des Börsengangs negativ beeinflusst würde. Deshalb ist gegebenenfalls eine Verstärkung des operativen Managements rechtzeitig vor dem Börsengang anzuraten.

Die Due Dilligence betrifft alle Bereiche des Unternehmens: Geschäftsmodell, Marktumfeld, Strategie, Finanzen, Recht, gegebenenfalls Technologie. Da die Verantwortlichen sehr tief in die Dokumentation des Unternehmens Einblick nehmen, ist es wichtig und hilfreich, frühzeitig alle relevanten Dokumente in einem virtuellen Datenraum zur Verfügung zu stellen. Dies ermöglicht Prüfern den Zugriff zu jeder Zeit und von jedem Ort, spart Zeit und Geld, die sonst für Anreise und Aufenthalt entstehen würden. Wichtig ist in diesem Zusammenhang auch die Qualität der aufbereiteten Dokumente. Denn eine schlechte Qualität der Datenlage kostet Zeit und eventuell sogar Vertrauen und beeinträchtigt unter Umständen die Equity Story, was sogar zu einem Abschlag bei der Bewertung führen kann.



Der Prospekt ist das bedeutsamste Informationsdokument des IPO. Denn in ihm wird das Unternehmen umfänglich dargestellt und Transparenz in Richtung Investoren geschaffen. Denn neben der Equity Story werden im Prospekt insbesondere auch vielfältige Risiken behandelt. Deshalb lesen sich die IPO-Prospekte auf den ersten Seiten eher wie Merkblätter mit Gefahrenhinweisen. Die umfassende Offenlegung von Risiken erfolgt aufgrund von gesetzlichen Vorgaben aber auch aus Haftungsgründen. Analysten und Investoren sind allerdings geschult darin, die Prospektangaben und Risiken bei ihrer Investitionsentscheidung einzuordnen. Der Prospekt hat somit eine hohe Bedeutung, da sich gegebenenfalls bei fehlerhaften oder fehlenden Angaben im Prospekt Ansprüche aus der Prospekthaftung gegen die Verantwortlichen ergeben können. Deshalb muss sich das Management sehr intensiv in die Erstellung des Prospektes einbringen. Auch ist es wichtig Anwälte zu beauftragen, die Erfahrung mit der Erstellung von IPO-Prospekten haben.

Die Analystenpräsentation ist die Grundlage für die Information der Analysten durch den Vorstand über das Geschäftsmodell und die Strategie des Unternehmens. Sie spiegelt die Equity Story wider, definiert die Positionierung des Unternehmens am Kapitalmarkt und enthält detaillierte Informationen zur finanziellen Entwicklung. Die beteiligten Konsortialanalysten erstellen auf Basis der Analystenpräsentation und der Gespräche mit dem Vorstand ihre Reports, die auch explizit eine Einschätzung zum Unternehmenswert sowie eine Prognose für die zukünftige finanzielle Entwicklung des Unternehmens enthalten. Die Analystenpräsentation ist gleichzeitig das Basisdokument für die Investorenpräsentation, die im Rahmen des weiteren Prozesses für Gespräche mit institutionellen Investoren eingesetzt wird.

5.5. Early-look Meetings und Pilot Fishing

In einer frühen Phase finden sogenannte „Early-look Meetings“ mit ausgewählten Investoren statt. Im Rahmen dieser Gespräche werden erste Informationen zum Unternehmen und mögliche Details zur weiteren Finanzierung über den Kapitalmarkt gegeben. Das erste Feedback ist wichtig für die weitere Strukturierung des Prozesses; gleichzeitig werden erste Kontakte zu Investoren aufgebaut. Die Early-look Meetings finden durchaus bis zu 12 Monaten vor dem geplanten IPO statt.

Wesentlich konkreter und zeitlich näher an der Umsetzung der IPO-Pläne liegt das Pilot Fishing. Die Banken stellen in diesem Schritt einem kleinen Kreis ausgewählter bedeutender Investoren in der Pre-Marketing Phase vertraulich die Möglichkeit eines Investments in das Unternehmen vor. So erhalten sie durch das Feedback dieser Investoren eine Einschätzung zum möglichen Erfolg und eine erste Preisindikation. Abhängig von dieser Einschätzung bzw. den wechselnden Marktbedingungen kann die Story nachgeschärft und angepasst werden. In jedem Fall gewinnen die Banken und der Emittent durch dieses frühzeitige Feedback mehr Sicherheit in der Einschätzung der Erfolgsaussichten des geplanten IPO. Das Pilot Fishing erfolgt an 2 bis 4 Tagen, meist vor der Analysten-Präsentation. Denn so kann der Input aus den Gesprächen noch in die Präsentation für die Analysten der Konsortialbanken einfließen. Wichtig ist, dass die Auswahl der Investoren alle Investorentypen berücksichtigt, die für ein Investment in Frage kommen. In der Regel sind es 10 bis 15 Investoren, die in dieser Phase angesprochen werden.



5.6. Intention to Float

Die eigentliche Vermarktungs- und Durchführungsphase beginnt mit der Publikation einer offiziellen Pressemitteilung, mit der das Unternehmen die Öffentlichkeit über seine Absicht eines Börsengangs informiert („Intention to Float“). Nun beginnt eine parallele Vermarktung. Während die Banken über ihre Researchanalysten und Sales Teams in der sogenannten „Pre-deal Investor Education“, welche zwischen Intention to Float und Veröffentlichung des Prospekts stattfindet, bei Investoren für das Unternehmen werben, nutzt die Investor Relations-Agentur verschiedene Kommunikationskanäle, um in der Öffentlichkeit auf den IPO aufmerksam zu machen.

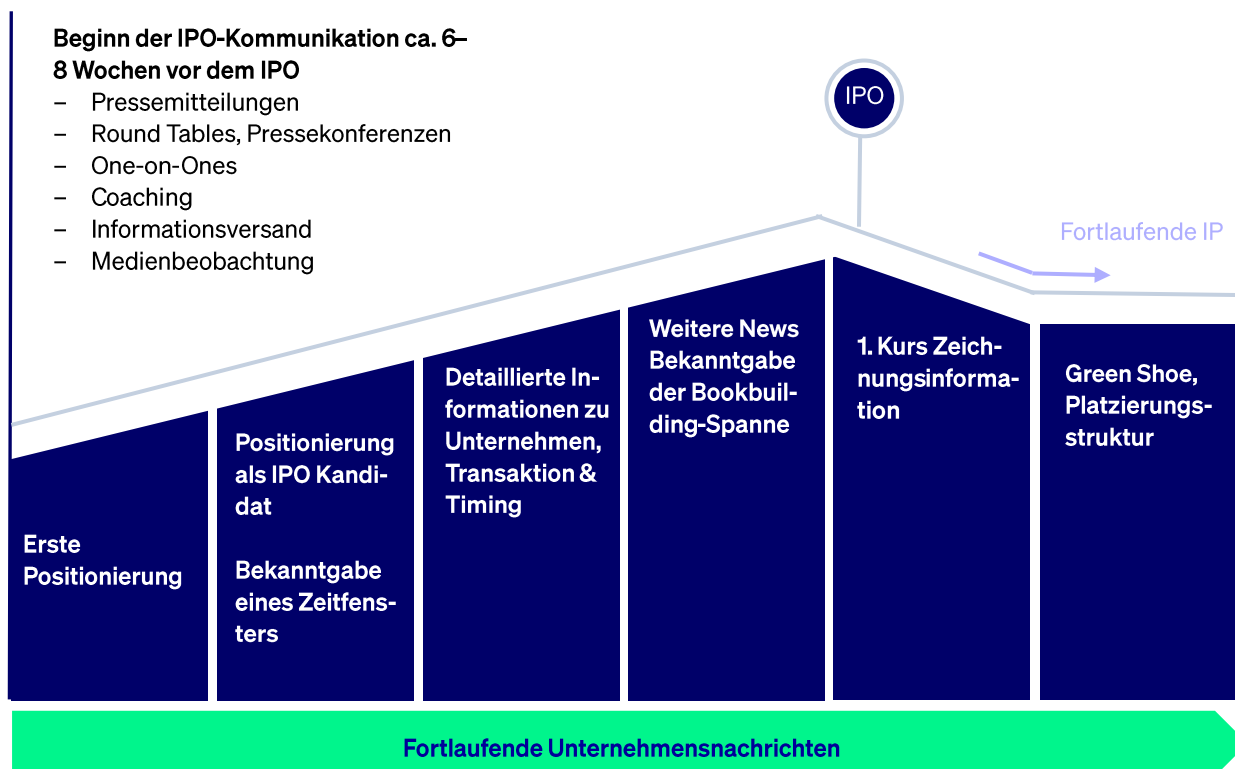
5.7. Die IPO-Kommunikation

Der Kommunikation kommt bei einem Börsengang eine herausragende Bedeutung zu. In dem Moment, in dem das Unternehmen durch die Veröffentlichung der Intention to Float als Börsenkandidat in der Financial Community positioniert ist, erfährt es eine enorme Aufmerksamkeit. Die Art und Weise, in der das Unternehmen von diesem Zeitpunkt an kommuniziert, kann erhebliche Auswirkungen auf den Erfolg des Börsengangs und auf die Bewertung des Unternehmens haben. Deshalb ist es wichtig, dass sich alle Veröffentlichungen des Unternehmens den Erfordernissen des IPO unterordnen. Auch Meldungen zu Produkten oder Mitarbeitern können Einfluss auf die Wahrnehmung des Unternehmens durch Investoren haben.

Um die Kommunikation im Sinne des Börsengangs zu bündeln, ist der Einsatz einer auf IPO-Kommunikation und Investor Relations spezialisierten Agentur empfehlenswert. Sie sollte die Presseaktivitäten des Unternehmens steuern, im Zweifel während des IPO-Prozesses alleiniger Ansprechpartner für die Medien sein. So wird gewährleistet, dass nur abgestimmte Informationen herausgegeben werden, und vor allem in der heißen Phase des IPO-Prozesses kann die Agentur somit das Management entlasten.

Die IPO-Kommunikation beginnt in der Regel ca. 6 bis 8 Wochen vor dem IPO. Ziel ist es, möglichst viele positive Artikel über das Unternehmen als attraktiven Börsenkandidaten zu generieren. Im Mittelpunkt stehen dabei die Equity Story und das Management. Durch eine Dramaturgie wird ein Spannungsbogen erzeugt, der die höchste Aufmerksamkeit zum Zeitpunkt des Listings gewährleisten soll. Deshalb werden im Laufe des Prozesses immer mehr und detailliertere Informationen über das Unternehmen und die Einzelheiten zum Börsengang (z. B. Zeitpunkt, Preisspanne, Anzahl der emittierten Aktien) bekanntgegeben.

Abbildung 15: Dramaturgie für optimale Coverage

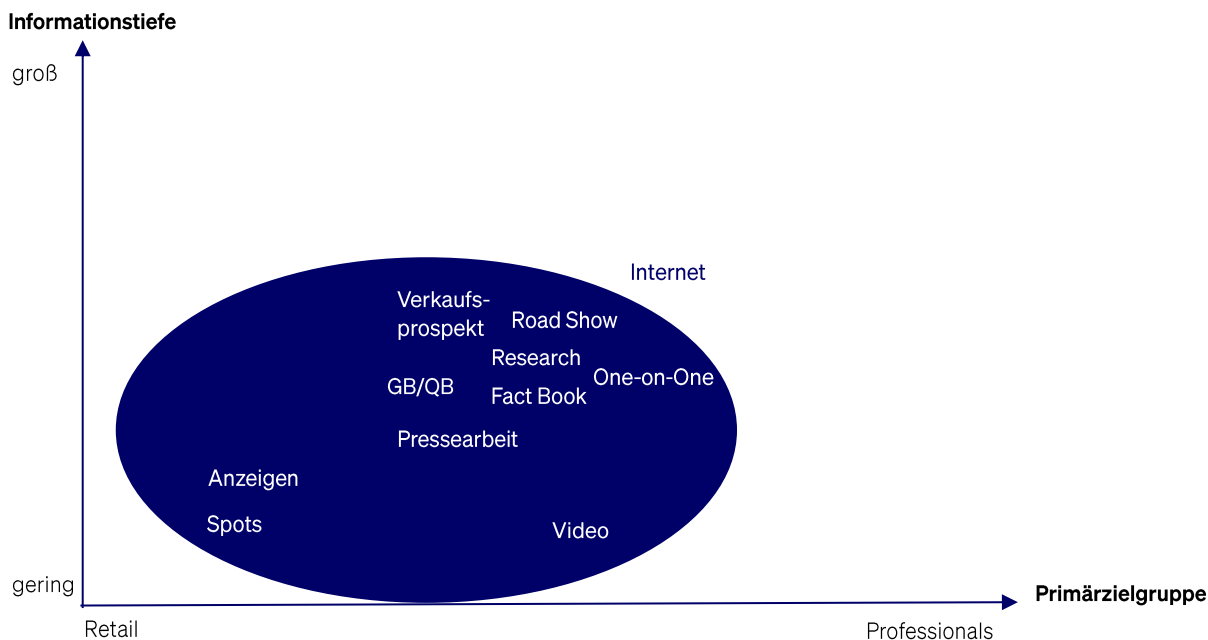


Quelle: Deutsche Börse AG

In den Wochen der IPO-Kommunikation hat das Unternehmen die Möglichkeit, sich ein Netzwerk an Journalist*innen aufzubauen, mit dem es dann als börsennotiertes Unternehmen einen regelmäßigen Austausch pflegen kann.

Für die IPO-Kommunikation stehen verschiedene Kommunikationsinstrumente und -kanäle zur Verfügung. Zentrale Bedeutung hat dabei die Medienarbeit. Eine positive Berichterstattung schafft eine hohe Aufmerksamkeit, die vor allem dann wichtig ist, wenn der Emittent an der Gewinnung von Privatanlegern interessiert ist. Aber auch institutionelle Investoren beobachten die Medien aufmerksam, und eine intensive und positive Medienresonanz unterstützt die direkte Ansprache seitens der Banken im Rahmen der Vermarktung. Eine hohe Handelbarkeit (Liquidität) der Aktie ist eine wichtige Voraussetzung für Investoren bei der Anlageentscheidung.

Abbildung 16: Kommunikationsinstrumente beim Börsengang



Quelle: Deutsche Börse AG

5.8. Platzierung der Wertpapiere durch Banken und Deutsche Börse DirectPlace

Bei der klassischen Emission neuer Wertpapiere am Kapitalmarkt beauftragt der Emittent eine Bank oder ein Bankenconsortium mit der Platzierung der Wertpapiere bei vorwiegend institutionellen Investoren. Zu diesen zählen beispielsweise Kreditinstitute, Versicherungen und Investmentfonds. Mit der Zeichnungsfunktionalität DirectPlace der Deutschen Börse können Unternehmen diesen Investorenkreis erweitern und gezielt Privatanleger, Family Offices und Vermögensverwalter einbinden. Der Anleger kann bereits während der Zeichnungsphase Kaufaufträge bei seiner depotführenden Bank aufgeben. Die Order wird automatisch in ein zentrales Orderbuch weitergeleitet, welches der Emittent jederzeit zusammen mit der begleitenden Bank einsehen kann. Der Emittent entscheidet, welche Orders zugeteilt werden. So erweitert sich der Investorenkreis und es kommt zu einer verbesserten Liquidität des Wertpapiers im Handel. DirectPlace können sowohl gelistete als auch nicht gelistete Unternehmen nutzen. Die Funktionalität steht bei öffentlichen Angeboten von Aktien aus Kapitalerhöhungen sowie Anleihen, Genussscheinen oder auch Fonds zur Verfügung.

Zusätzlich bietet die Deutsche Börse während der Zeichnungsphase Informationsmaßnahmen an, durch die die jeweilige Emission die volle Aufmerksamkeit der Finanzbranche erhält. So wird die Emission auf Börse Frankfurt, dem Portal für Privatanleger der Deutschen Börse, angezeigt und ein Erklärvideo informiert über den technischen Ablauf der Zeichnung. Die Newsletter von Börse Frankfurt und Capital Markets können als Kommunikationskanal zu Investoren genutzt werden. Zusätzlich steht die Anleger-Hotline von Börse Frankfurt für technische Fragen während der Zeichnungsphase jederzeit zur Verfügung.



5.9. Listing Event - Notierungsaufnahme

Für viele Emittenten ist die Notierungsaufnahme ein unvergesslicher Höhepunkt der Unternehmensgeschichte. Die erste Preisermittlung der Aktie kann an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB®) für die breite Öffentlichkeit über ein Visualisierungstool und entsprechende Livestreams digital mitverfolgt werden.

Im Rahmen eines individuell gestalteten Events („IPO Ceremony“) kann der Börsengang zelebriert werden. Darüber hinaus ermöglicht die Live-Übertragung auf dem Parkett im Handelssaal allen Mitarbeitenden den besonderen Moment in der Unternehmensgeschichte in Echtzeit mitzuerleben. Durch die Präsenz zahlreicher nationaler und internationaler Medien im Handelssaal wird zudem die Visibilität und Reichweite des Unternehmens weiter erhöht.

So erreichen Unternehmen am Tag ihrer Börseneinführung international eine breite Öffentlichkeit.⁶

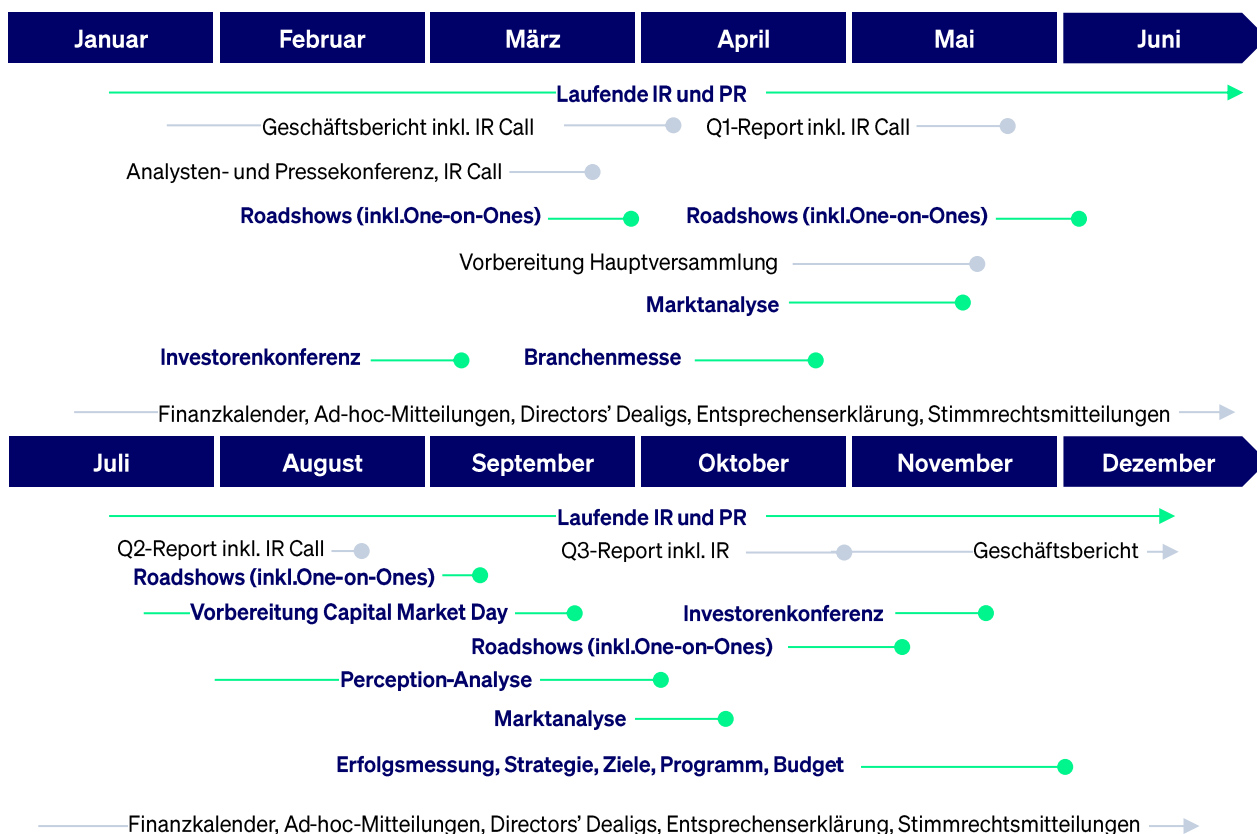
5.10. Being Public

Mit der Notierungsaufnahme beginnt eine für das Unternehmen bisher unbekannte Aufgabe, nämlich Investor Relations. Sie sollen ihre Aktionäre und zukünftige Investoren über die Entwicklungen in und um das Unternehmen offen und vollständig informieren und so Vertrauen in das Management schaffen. Denn Investoren investieren in ein Unternehmen in der Erwartung, dass das Management die Mittel im Sinne der nachhaltigen Wertsteigerung einsetzt. Dafür ist Vertrauen in das Management die wichtigste Voraussetzung. Dabei sind Grundsätze wie z. B. Glaubwürdigkeit, Wesentlichkeit und Aktualität zu beachten. Denn Investoren wollen zeitnah und so effizient wie möglich Informationen erhalten, die sie für ihre Investitionsentscheidung benötigen. Die Investor Relations umfassen verpflichtende Maßnahmen wie das Reporting oder die Ad-hoc-Publizität ebenso wie freiwillige Aktivitäten, also z. B. die Teilnahme an Investorenkonferenzen. Das Schaubild verdeutlicht die Notwendigkeit eines umfangreichen Investor Relations-Managements für das Being Public. Aber auch CEO und CFO des Unternehmens werden intensiv in diese Aufgabe eingebunden, beispielsweise durch Investorengespräche, Analysten-Meetings und Konferenzen.

⁶ Vgl. Deutsche Börse AG, siehe www.cashmarket.deutsche-boerse.com → Get Listed / IPO & Bell Ringing Ceremony



Abbildung 17: Typisches Programm der Investor Relations



Quelle: Deutsche Börse AG

6 Kosten des Börsengangs

Die Kosten eines Börsengangs sind abhängig von der Wahl des Listing-Platzes und -Segments und der vorgesehenen Transaktionsstruktur. Genauer wird in Kapitel 7 und 8 erklärt. Die Gesamtkosten setzen sich im Wesentlichen aus den folgenden Posten zusammen:

- Berater (z. B. die IPO-Berater, begleitende Banken, Wirtschaftsprüfer und Rechtsberater)
- Zulassung bzw. Einbeziehung zum Börsenhandel
- Investor Relations und Kommunikationsmaßnahmen
- Dienstleister und sonstige Kosten
- Eventuelle Umstellung der Rechnungslegung auf internationale Standards oder Rechtsformumwandlung

Des Weiteren können die Aufwendungen für einen Börsengang ebenso in direkte und indirekte Kosten sowie in einmalige und Folgekosten eingeteilt werden.

Abbildung 18: Übersicht Kosten eines Börsengangs



Quelle: Oxera Consulting LLP, in: Primary and secondary equity markets in the EU, November 2020, S. 62, URL: <https://www.oxera.com/wp-uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>, abgerufen am 24.02.2022

6.1. Direkte Kosten

Die direkten Kosten betreffen im Wesentlichen Gebühren und Honorare, welche die am Börsengang beteiligten Partner des Unternehmens erhalten. Diese betragen je nach Emissionsvolumen zwischen 3 und 15 Prozent des Bruttoerlöses aus dem IPO. Dabei ist zu berücksichtigen, dass ein großer Teil dieser Kosten erfolgsabhängig gestaltet werden kann und nur bei einem erfolgreichen Börsengang anfallen. Das gilt allerdings nicht für Gebühren, welche die Marktaufsichtsbehörden, z. B. für die Prüfung und Genehmigung des Zulassungsantrages und des Prospektes, erheben.

Zu den einmaligen direkten Kosten kommen die laufenden direkten Kosten. Dazu gehören in der Regel die laufenden Gebühren, die an den/die Börsenzulassungsort(e), die Beratungsfirma (en) oder den Sponsor sowie den/die Abschlussprüfer gezahlt werden. Für die meisten großen Unternehmen sollten die laufenden Kosten keine große Belastung darstellen. Neben den Gebühren entstehen für Emittenten, die eine Börsennotierung anstreben, eine Reihe von indirekten (nicht monetären) Kosten, die mit einer Börsennotierung verbunden sind.

6.2. Indirekte Kosten

Vor allem bei der Vorbereitung eines Börsengangs kann es zu Opportunitätskosten auf Seiten der Mitarbeiter kommen, welche während des Prozesses in Projekten gebunden sind und daher ihren eigentlichen Aufgaben und Themen nicht nachkommen können. Weitere einmalige indirekte Kosten werden u.a. verursacht durch:



- Die mit dem Börsengang verbundene mögliche Unterbewertung des Unternehmens, z. B. während einer schlechten Marktphase
- Die Kosten, die mit der Offenlegung geschützter Informationen durch den Prospekt verbunden sind
- Der zeitliche Aufwand von Seiten des Managements sowie die regulatorische Belastung für die Durchführung des Börsengangs selbst

Die laufenden indirekten Kosten einer Börsennotierung spielen eine zentrale Rolle und müssen bei der Entscheidung, eine Börsennotierung anzustreben, von Beginn an mitberücksichtigt werden. Im Großen und Ganzen werden diese laufenden Kosten verursacht durch:

- Den Verwaltungsaufwand im Zusammenhang mit der regelmäßigen Berichterstattung und Offenlegung, diese haben im Allgemeinen an Umfang und Häufigkeit zugenommen;
- Kontrollthemen
 - Für den Fall, dass wirtschaftliche Rechte und Stimmrechte in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen, können Unternehmen einen Börsengang nicht durchführen, ohne ein gewisses Maß an Kontrolle abzugeben.
- Die mit dem Status als öffentliches Unternehmen verbundenen Agency-Kosten (Kosten in Form von Zeit, Kapital und Material)
 - Diese entstehen, wenn eine Aufgabe nicht durch den ursprünglichen Auftraggeber (Prinzipal), sondern durch einen Vertreter (Agenten) ausgeführt wird und es dadurch auf Grund von Eigeninteressen zu Abweichungen zwischen den Wünschen des Auftraggebers und dem Verhalten des Agenten kommt.
- Kosten für die laufenden Investor Relations und die Erfüllung der Publizitätsanforderungen
- Rechtliche Risiken durch mögliche Wertpapier-Sammelklagen
 - Insbesondere in den USA stellen diese eine der größten rechtlichen Herausforderungen für Unternehmen, die eine Börsennotierung anstreben, dar. Sammelklagen können sowohl kostspielig als auch rufschädigend für den Emittenten sein.



Exkurs: Die zunehmende Bedeutung von ESG beim Börsengang

Die Europäische Union hat sich das Ziel gesetzt, Europa zur nachhaltigsten Wirtschaftsregion der Welt zu entwickeln. Diesem Ziel dient der „Green Deal“. Damit wollen die 27 EU-Mitgliedsstaaten bis 2050 klimaneutral werden. Ein Instrument zur Unterstützung dieses Transformationsprozesses ist Sustainable Finance. Demnach sollen Investoren Aspekte aus den Bereichen Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung (Environmental, Social, Governance – ESG) bei Investitionsentscheidungen berücksichtigen. Durch diese Maßnahmen sollen die Geldströme in der EU in Richtung nachhaltiger Unternehmen und Projekte geleitet werden.

Die Sustainable Finance-Initiative hat daher bereits Auswirkungen auf Unternehmen bei einem Börsengang. Denn aufgrund der Verpflichtung zur Offenlegung, inwieweit Investment ESG-Kriterien erfüllt sind, verlangen Investoren von den Unternehmen umfassende Informationen zu dessen Nachhaltigkeit. Entsprechende Berichtspflichten der Unternehmen – z. B. die Pflicht zur Abgabe einer nichtfinanziellen Erklärung – dienen diesem Informationsbedürfnis der Investoren. BlackRock als einer der größten privaten Investoren hat Nachhaltigkeit bereits 2020 zum neuen Investmentstandard erklärt (BlackRock Client Letter 2020). Und immer mehr Investoren folgen diesem Beispiel.

Abbildung 19: ESG-Kriterien orientiert an den Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen

1. Umwelt	2. Soziale Angelegenheiten	3. Verantwortliche Führung
– Klimawandel und erforderliche Anpassungen – Schutz der biologischen Vielfalt – Nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser sowie maritimen Ressourcen – Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Abfallvermeidung und Recycling – Vermeidung und Verringerung von Umweltbelastungen – Schutz gesunder Ökosysteme – Nachhaltige Landnutzung	– Einhaltung der anerkannten arbeitsrechtlichen Standards (Ausschluss Moderner Sklaverei) – Einhaltung von Arbeitssicherheit und Gesundheitsschutz – Angemessene Entlohnung, faire Arbeitsbedingungen, Vielfalt sowie Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten – Gewerkschaftsrechte und Versammlungsfreiheit – Gewährleistung einer angemessenen Produktsicherheit, einschließlich des Gesundheitsschutzes – Anwendung der gleichen Anforderungen auf Unternehmen in der Lieferkette – Integrative Projekte oder Berücksichtigung der Interessen von Gemeinden und gesellschaftlichen Minderheiten	– Steuerkonformität – Maßnahmen zur Korruptionsbekämpfung – Nachhaltigkeitsmanagement durch die Geschäftsleitungen – Vorstandsvergütung von AG und SE auf Basis von Nachhaltigkeitskriterien – Erleichterung von „Whistleblowing“ – Garantien für Arbeitnehmerrechte – Datenschutzgarantien

Quelle: Deutsche Börse AG



Unternehmen sind also gut beraten, frühzeitig eine ESG-Strategie zu entwickeln, um bereits vor Ansprache von Investoren im Rahmen eines Börsengangs die vorgegebenen ESG-Kriterien zu erfüllen.

Mit der Erfüllung der ESG-Kriterien und einer professionellen Berichterstattung und Verwaltung der Daten erfüllt das Unternehmen folgende wichtige Anforderungen des Kapitalmarktes:

Capital Attraction

- Investoren fordern von Unternehmen zunehmend mehr Transparenz bei ESG-bezogenen Daten und Risiken.
- Ein hohes Maß an Offenlegung und Berichterstattung ermöglicht Anlegern und Kapitalmärkten, ESG-bezogene Daten und Risiken in ihre Investitionsentscheidungen einzubeziehen und Kapital besser mit nachhaltigen Praktiken in Einklang zu bringen, um eine positive Wirkung zu erzielen.

Regulatory Compliance

- Nationale und internationale Regulierungsbehörden geben zunehmend verbindliche Berichterstattungsrichtlinien vor, um Unternehmen zur Offenlegung von Daten über ihre ESG-Aktivität zu verpflichten (z. B. die EU-Richtlinien NFRD und CSRD).
- Auch wenn der Geltungsbereich dieser Rechtsvorschriften zunächst verbindlich auf große Unternehmen ausgerichtet ist, wird er sich im Laufe der Zeit voraussichtlich ausweiten, so dass Unternehmen bereits heute handeln sollten, um sich darauf vorzubereiten.

Corporate Sustainability Performance

- Steigerung der ESG-Performance und entsprechende Berichte zeigen, wie ein Unternehmen Risiken abbildert und nachhaltig langfristige finanzielle Erträge erzielt.
- Durch die Implementierung eines ESG-Berichtskonzepts in ihre Organisation können Unternehmen ein besseres Verständnis der Risiken und Chancen erlangen, denen sie ausgesetzt sind.

Corporate Reputation

- Die ESG-Berichterstattung ist ein wichtiger Bestandteil der Kommunikation von Nachhaltigkeitsleistungen und -auswirkungen und ermöglicht es, Vertrauen in Unternehmen zu schaffen.
- Offenlegung und effektives Management sind ein aussagekräftiges Signal an die Außenwelt für das Engagement eines Unternehmens im Hinblick auf nachhaltige Geschäftspraktiken.

Die Deutsche Börse unterstützt Emittenten proaktiv mit dem neu geschaffenen Deutsche Börse ESG Visibility Hub, wobei Unternehmen auf ihrem Weg begleitet werden und somit die Transformation zu einer nachhaltigen Wirtschaft unterstützt wird. Die Deutsche Börse greift damit den Megatrend der Kapitalmärkte auf und gibt Emittenten die Möglichkeit, ihre ESG-Anstrengungen im ESG Visibility Hub transparent und gebündelt zu vermarkten. Damit können Unternehmen, die bereits eine Nachhaltigkeitsberichterstattung etabliert haben, ihre Reichweite bei Investoren vergrößern und damit eine Entscheidungsgrundlage für alle Stakeholder anbieten.



7 Der Handelsplatz Frankfurt

Die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB®) als Synonym für den Listingplatz Frankfurt, ist mit ihren Marktplätzen der wichtigste Handelsplatz in Deutschland und einer der weltweit größten Handelsplätze für Wertpapiere. Die Deutsche Börse AG ist Träger der öffentlich-rechtlichen Börse. In dieser Eigenschaft stellt sie den Ablauf des Börsenhandels sicher. Die Trägerschaft der FWB ging im Jahre 1990 von der IHK Frankfurt am Main auf die neu gegründete Frankfurter Wertpapierbörse AG über, aus der kurze Zeit später die Deutsche Börse AG entstand. Die FWB bildet somit den historischen Nukleus der heutigen Gruppe Deutsche Börse. Als einer der größten Börsenbetreiber der Welt umfasst das Angebot der Deutschen Börse am Handelsplatz Frankfurt die vollständige Dienstleistungskette rund um den Handel mit Aktien, Derivaten und anderen Finanzierungsinstrumenten. Neben der überwachten Ausführung von Handelsaufträgen gehört dazu die Verrechnung, Abwicklung und Verwahrung von Wertpapieren.

Dass die FWB ein international aufgestellter Handelsplatz ist, spiegelt sich auch in der Teilnehmerstruktur wider. Von den rund 200 Marktteilnehmenden der FWB stammen rund die Hälfte aus dem Ausland.⁷ An der größten deutschen Börse werden 1,5 Millionen Wertpapiere deutscher und internationaler Anbieter gehandelt. Zwei Handelsplattformen stellt die Börse ihren Anlegern dafür bereit: Xetra® und Deutsche Börse Frankfurt, den Spezialistenhandel.

7.1. Deutsche Börse Xetra

Xetra ist der vollelektronische Handelsplatz der Deutschen Börse. 90 Prozent des Aktienhandels in Deutschland entfallen auf diesen Marktplatz. Hier werden Angebot und Nachfrage automatisch zusammengeführt. Bei Übereinstimmung, einem Matching, kommt es automatisch zu einem Geschäft.

Xetra stellt somit den idealen Handelsplatz für Wertpapiere dar, die sehr oft gehandelt werden, also über eine hohe Liquidität verfügen, wie z. B. die 40 Aktien im DAX®. Auf Xetra profitieren Unternehmen von hoher Transparenz, niedrigen Handelskosten, schneller Ausführung und fairen Kursen, da Angebot und Nachfrage enorm hoch sind. Das System dient als weltweiter Referenzmarkt für den Handel von deutschen Bluechip-Werten und ist zum wichtigsten Markt für ETFs in Europa geworden.

7.2. Deutsche Börse Frankfurt

Bei ausländischen, weniger stark gehandelten Aktien mit einem Heimatmarkt außerhalb Deutschlands, Anleihen und klassischen Fonds, funktioniert das Prinzip der vollelektronischen Ausführung nicht. Solchen Wertpapieren kann es an nötiger Liquidität fehlen, wenn Angebot und Nachfrage gering sind. Die Order würde ggf. nicht bearbeitet werden und im Orderbuch liegen bleiben bzw. Anleger müssten zu einem schlechten Kurs verkaufen oder kaufen.

Hierfür bietet die Deutsche Börse als Lösung den Spezialistenhandel über den Handelsplatz Deutsche Börse Frankfurt an. Auch hier verläuft der Handel heute elektronisch. Der wesentliche Unterschied zu Xetra ist aber, dass zusätzlich Spezialisten in den Handel involviert sind. Diese sorgen dafür, dass die Order auch in einem nicht liquiden Wertpapier zu einem marktgerechten, fairen Preis ausgeführt werden kann. Die

⁷) Deutsche Börse AG, URL: <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/unternehmen/frankfurter-wertpapierboerse>, abgerufen am 08.03.2022



Methode der Preisfeststellung ist klar in den Regelwerken der Börse festgehalten, ihre Ausführung wird überwacht. Spezialisten sind verpflichtet, die Differenz zwischen Kauf- und Verkaufspreisen, die Handelsspanne, möglichst gering zu halten. Das senkt die Kosten für Käufer und Verkäufer.

Der wichtigste Service der Spezialisten ist aber, dass sie fortlaufend Kauf- und Verkaufsangebote zur Verfügung stellen, mit den Mengen, für die diese Preise gelten. Dadurch überbrücken sie Situationen, in denen kein passender Auftrag eines anderen Anlegers für ihre Order im Markt vorhanden ist und ihre Order im Orderbuch bleiben und nicht bearbeitet werden würde.⁸

7.3. Die Vorteile des Handelsplatzes Frankfurt

Neben den genannten Faktoren gibt es eine Reihe weiterer wichtiger Aspekte, die bei der Wahl des Börsenplatzes von Bedeutung sind und die für ein Listing am Handelsplatz Frankfurt sprechen:

Globaler Marktbetreiber: Als bedeutendstes Finanzzentrum im Herzen Europas sind in Frankfurt zahlreiche internationale Finanzinstitute und Investoren ebenso ansässig wie verschiedene Aufsichtsbehörden und die EZB. Mit ihrer Konzernzentrale ist die Deutsche Börse hier optimal positioniert, um Unternehmen den Weg auf die globale Bühne zu ebnen.

Internationale Investoren: Ein Börsengang in Frankfurt bietet Zugang zu internationalen Handelsteilnehmern. Mit Xetra und Börse Frankfurt betreibt die Deutsche Börse zwei national wie international renommierte Handelsplätze. Der Anteil ausländischer Titel auf Xetra macht ca. 68 Prozent des gesamten Handelsvolumens aus.

Stabiles Umfeld: In Zeiten globaler Unsicherheiten ist die Deutsche Börse ein verlässlicher Partner im deutschen Finanzsystem und internationalen Kapitalmarkt.

Sichtbarkeit neben globalen Marktführern: Durch ein Listing an der Seite von globalen Marken und Marktführern kann die internationale Reputation des eigenen Unternehmens gesteigert werden. Starke Peergroups erstrecken sich über sämtliche Branchen und Unternehmensgrößen, von Startups über kleine und mittlere Unternehmen bis hin zu großen Blue-Chips.

Maßgeschneiderte, verlässliche Listing-Segmente: Unternehmen, die Zugang zum Kapitalmarkt suchen, profitieren von einem zeit- und kosteneffizienten Börsengang mit einem unkomplizierten Zulassungsverfahren sowie maßgeschneiderten Primärmarktsegmenten mit klaren Transparenzstandards und einer hohen Glaubwürdigkeit im Markt.

Attraktive Indizes für passiven Flow: Die Aufnahme in Indizes, in denen repräsentative Werte eines bestimmten Börsensegments zusammengefasst sind, kann weitere Liquidität für den Emittenten schaffen, denn über passive Produkte wie ETFs sind diese für Investoren nutzbar.⁹

⁸ Deutsche Börse AG, siehe www.live.deutsche-boerse.com Einstieg/ Kapital 6

⁹ Deutsche Börse AG, siehe www.cashmarket.deutsche-boerse.com Get Listed / Road to IPO



Höchste Transparenzpflichten: In Form von klar geregelten und überschaubaren Folgepflichten im Prime Standard sorgen Transparenzpflichten für Vertrauen bei internationalen Investoren.

Ein weiteres wichtiges Argument für ein Listing an der FWB ist die Arbeitsweise der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, kurz BaFin, die eine vertrauliche und zuverlässige Prüfung des Wertpapierprospektes in enger Zusammenarbeit (direkte Kommunikation zwischen Antragsteller und Aufsicht) mit dem Emittenten durchführt. Für das Billigungsverfahren ist eine frühzeitige konkrete Absprache des Zeitplans üblich und das Einreichungs- und Kommentierungsverfahren sind sehr verständlich und klar. Zudem werden die Kommentare (Kommentierungsverfahren) in Deutschland im Gegensatz zu den USA nicht veröffentlicht und die Prüfung von Seiten der BaFin ist auf den Prospekt und die sonstigen öffentlichen Informationen beschränkt. Die Anwendung eines einzigen Corporate Governance-Regelwerks (Deutscher Corporate Governance Kodex) sorgt für die nötige Transparenz bei den Investoren.

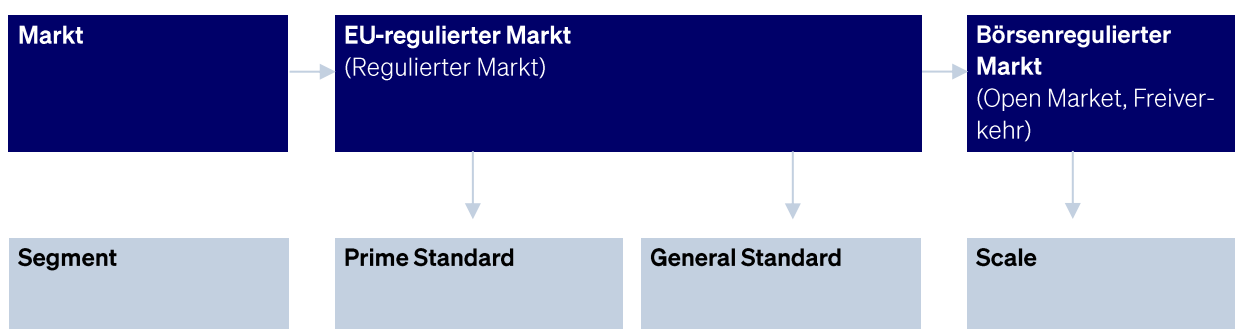
Darüber hinaus hat der Finanzplatz Frankfurt durch das neue International Sustainability Standards Board (ISSB), welches seit November 2021 in Frankfurt angesiedelt ist, das Potential, zum Zentrum für ESG-Standards in Europa zu werden.

In jüngster Zeit hat sich der IPO-Markt in Europa und vor allem auch in Frankfurt sehr positiv entwickelt. Sowohl die Anzahl der Börsengänge als auch das aggregierte Platzierungsvolumen sind gestiegen. An der FWB gilt dies vor allem für das Technologie-Umfeld, das 60 Prozent aller Börsengänge im Jahr 2021 ausmacht.

8 Die Wahl des Marktsegments

In Europa stehen Unternehmen grundsätzlich zwei verschiedene Wege zur Verfügung, um sich an einer Börse listen zu lassen. Dabei können sie sich entweder für einen Börsengang an EU-regulierten Märkten oder Märkten, die von der Börse selbst reguliert werden, entscheiden. Der grundsätzliche Unterschied besteht in den jeweiligen Zulassungsbedingungen sowie in den Vorschriften, die die Publizität in Bezug auf die entsprechenden Wertpapiere betreffen.

Abbildung 20: Übersicht EU-regulierter Markt und Börsenregulierter Markt



Quelle: Deutsche Börse AG

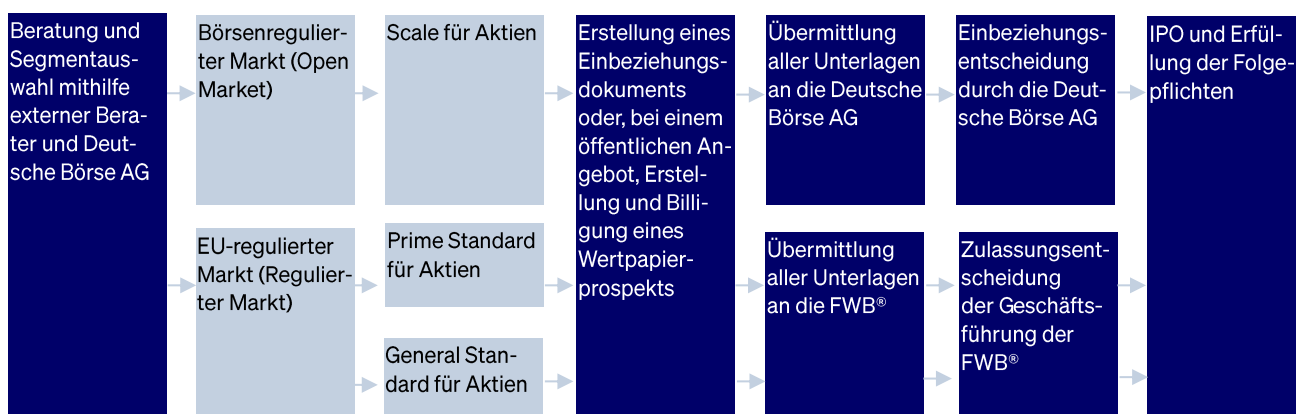
Emittenten im Regulierten Markt erfüllen hohe, EU-weit einheitliche Anforderungen. Dadurch richtet sich der Regulierte Markt vor allem an große und mittelgroße Unternehmen, die bereit und in der Lage sind, diesen

Anforderungen Rechnung zu tragen und nationale und internationale Investoren anzusprechen. Im Vergleich zum Freiverkehr sind die Zulassungsvoraussetzungen daher restriktiver.

Im regulierten Markt führt ein Börsengang an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB®) die Emittenten entweder in den General Standard oder in den Prime Standard, einen Teilbereich des Regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten und erhöhten Transparenzanforderungen. Im Vergleich hierzu gilt der Open Market (Freiverkehr) als börsenregulierter Markt und damit nicht als organisierter Markt im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Anders als der öffentlich-rechtlich ausgestaltete Regulierte Markt ist der Open Market ein privatrechtlich organisierter Markt.

Im Folgenden sollen die unterschiedlichen Transparenzanforderungen (Zulassungs- bzw. Einbeziehungsfolgepflichten) für die jeweiligen Segmente des Regulierten Marktes, Prime Standard und General Standard, sowie Scale für den Open Market (Freiverkehr) näher betrachtet werden.

Abbildung 21: Die wichtigsten Schritte zur Börsennotierung



Quelle: Deutsche Börse AG, in: EU-regulierter Markt: General Standard für Aktien und Prime Standard für Aktien Open Market: Scale für Aktien Wesentliche Zulassungs- bzw. Einbeziehungs-voraussetzungen und Folgepflichten, S. 1, Februar 2026, siehe Factsheet Segmentübersicht auf www.cashmarket.deutsche-boerse.com → Informieren / Veröffentlichungen / Publikationen / Primary Market

Abhängig von den Zielen, die das Unternehmen mit der Börsennotierung anstrebt, den Investoren, die es vorrangig adressieren möchte und dem Maß an Transparenz, welches das Unternehmen gewährleisten möchte, kann es im Regulierten Markt an der FWB zwischen dem General Standard und dem Prime Standard wählen – letzterer als Teilbereich mit den höchsten europäischen Transparenzanforderungen.

8.1. Prime Standard und General Standard

Der Prime Standard stellt an der FWB und europaweit das Segment mit den höchsten Anforderungen dar. Die geltenden Folgepflichten gehen über die des General Standard hinaus und müssen zusätzlich erfüllt werden. Die erweiterten Zulassungsfolgepflichten des Prime Standard zeichnen sich durch ein höheres Maß an Transparenzanforderungen aus. Hierzu zählt z. B. die Vorgabe, diese auch in englischer Sprache zu erfüllen. Der Prime Standard ist somit die richtige Wahl für Emittenten, die sich insbesondere einem internationalen Investorenpublikum präsentieren möchten.



Die Zugangsvoraussetzungen für den Prime Standard sowie die einzelnen Folgepflichten sind in der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse geregelt. Auf Antrag entscheidet die Geschäftsführung der FWB über die Zulassung zum Prime Standard. Dieser Antrag kann zusammen mit jenem auf Zulassung zum Regulierten Markt (General Standard) gestellt werden. Im General Standard gelten die gesetzlichen Anforderungen für den Regulierten Markt. Die entsprechenden Zugangsvoraussetzungen sowie die Folgepflichten sind im Börsengesetz, in der Börsenzulassungs-Verordnung sowie in der Börsenordnung für die FWB geregelt. Auf Antrag entscheidet die Geschäftsführung der FWB über die Zulassung zum Regulierten Markt (General Standard).

Emittenten im General Standard erfüllen die hohen Transparenzanforderungen des Regulierten Marktes. Der General Standard ist damit primär für mittlere und große Unternehmen geeignet, die nationale Investoren ansprechen und sich für ein kostengünstiges Listing entscheiden möchten.¹⁰ Eine detaillierte Übersicht der wesentlichen Transparenzanforderungen (Zulassungs- bzw. Einbeziehungsvoraussetzungen) vor und nach dem Börsengang und jeweils geltend für den Regulierten Markt (Prime Standard und General Standard) sowie für den Freiverkehr (Scale) erfolgt zum Ende des folgenden Abschnitts.

8.2. Freiverkehr Scale

Scale ist ein von der FWB zugelassenes Segment des Open Market (Freiverkehr). Die Voraussetzungen und Folgepflichten sind in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse geregelt.

Scale für Aktien, das Segment für Wachstumswerte sowie kleine und mittlere Unternehmen (KMU) der Deutschen Börse, bietet eine effiziente Möglichkeit der Eigenkapitalfinanzierung über einen gesetzlich registrierten KMU-Wachstumsmarkt nach EU-einheitlichen Standards.

Mit seinen auf KMU zugeschnittenen Einbeziehungsvoraussetzungen und den damit verbundenen Folgepflichten erleichtert es Unternehmen die Kapitalbeschaffung und öffnet den Zugang zu nationalen und internationalen Investoren.

Abbildung 22: Wesentliche Zulassungs- bzw. Einbeziehungsvoraussetzungen

	Regulierter Markt (General / Prime Standard)	Open Market (Freiverkehr) Scale
Antragsteller	General Standard, Neuzulassung: Antrag durch den Emittenten Prime Standard, Neuzulassung: Antrag durch den Emittenten gemeinsam mit einem Mit Antragsteller, der Handelsteilnehmer an einer inländischen Wertpapierbörse ist Einführung von Wertpapieren zum Handel: Mitteilung durch den Emittenten Bei Aktien vertretenden Zertifikaten sind die zusätzlichen Anforderungen an den Emittenten der vertretenen Aktien zu berücksichtigen.	Emittent zusammen mit einem antragstellenden Deutsche Börse Capital Market Partner (Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut)

¹⁰ Deutsche Börse AG, siehe www.cashmarket.deutsche-boerse.com → Get Listed → List Products → Unsere Märkte



	Regulierter Markt (General / Prime Standard)	Open Market (Freiverkehr) Scale
Wertpapierprospekt/ Einbeziehungsdokument	Gültiger, gebilligter und veröffentlichter Wertpapierprospekt	Einbeziehungsdokument oder bei öffentlichem Angebot gültiger, gebilligter und veröffentlichter Wertpapierprospekt
Rechnungslegungsstandards	Konzernabschluss: International Financial Reporting Standards (IFRS) oder von der EU als gleichwertig anerkannte Rechnungslegungsstandards Einzelabschluss: nationale Rechnungslegung oder IFRS	Nationale Rechnungslegung (für Emittenten mit Sitz innerhalb der EU oder EWR-Staaten) oder International Financial Reporting Standards (IFRS)
Berichts- bzw. Unternehmenshistorie	Nicht erforderlich	Mindestens 2 Jahre
Marktkapitalisierung	Mindestens 10 Mio. €	Keine Beschränkung
Mindeststückzahl	Mindestens 10.000 Aktien	Keine Mindeststückzahl
Nennbetrag	Keine Beschränkung	Keine Beschränkung
Streubesitz	Mindestens 10 Prozent	Mindestens 10 Prozent
Clearing und Abwicklung	Wertpapiere müssen über Clearstream lieferbar sein	Wertpapiere müssen über Clearstream lieferbar sein
Erfüllung von mindestens drei der nachfolgenden Kriterien / Kennzahlen	Nicht erforderlich	– Umsatz von mindestens 10 Mio. € – Jahresüberschuss von mindestens 0 € – Bilanzielles Eigenkapital größer als 0 € – Mitarbeiterzahl von mindestens 20 Personen – Kumuliertes Eigenkapital vor dem Börsengang von mindestens 5 Mio. €
Finanzanalysen (Aktienresearch)	Nicht erforderlich	Der Emittent muss die vollständig ausgefüllte und unterzeichnete Bestätigung hinsichtlich Finanzanalysen vorlegen. Darin benennt er den Capital Market Partner zur Erstellung der Finanzanalysen und bestätigt, dass er die Finanzanalysen auf seiner Internetseite veröffentlichen wird.
Einzureichende Unterlage	– Wertpapierprospekt und Billigungsbescheinigung – Handelsregistrauszug – Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag – Beschlüsse des Vorstands und Aufsichtsrats – Kopie der Globalurkunde – Legal Opinion (bei Emittenten mit Sitz im Ausland) – Bestätigung des Emittenten über die hinreichende öffentliche Streuung seiner Wertpapiere	– Wertpapierprospekt und Billigungsbescheinigung, gegebenenfalls Notifizierungsnachweis, oder Einbeziehungsdokument – Handelsregistrauszug – Satzung beziehungsweise Gesellschaftsvertrag – Vertrag mit einem betreuenden Deutsche Börse Capital Market Partner – Bestätigung des Emittenten über die Streuung der Wertpapiere im Publikum – Unternehmenskurzporträt – Unternehmenskalender – Bestätigung des antragstellenden Capital Market Partner über die Eignung des Emittenten für Scale – Jahresabschlüsse der letzten zwei Jahre, davon der letzte geprüft – gegebenenfalls Halbjahresabschluss – Bestätigung hinsichtlich Finanzanalysen

Prime Standard und General Standard sowie Freiverkehr (Scale)
Quelle: Deutsche Börse AG, Stand September 2026



8.3. Unterstützung durch die Deutsche Börse

Die Services der Deutschen Börse unterstützen beim Börsengang, erhöhen die Platzierungsreichweite und bieten Vorteile für einen erfolgreichen Börsenalltag post-IPO: Die Deutsche Börse Capital Market Partner helfen Unternehmen, den bedeutenden Schritt an den Kapitalmarkt vorzubereiten und bieten eine kompetente fortlaufende Betreuung.¹¹ Für Transparenz und Vergleichbarkeit sorgt ein entsprechendes Aktienresearch und über die Zeichnungsfunktionalität DirectPlace erreichen Emittenten Family Offices, Vermögensverwalter und Privatanleger. Nach dem Börsengang bzw. der Handelsaufnahme steht das Unternehmen viel stärker als zuvor im Licht der Öffentlichkeit: Anleger, Analysten, Geschäftspartner, Wettbewerber und Medien verfolgen die Unternehmensentwicklung sehr aufmerksam. Das eröffnet Chancen, verpflichtet Unternehmen jedoch andererseits dazu, bestimmte Pflichten zu erfüllen, vor allem gegenüber ihren Investoren.

Je nach Segment gehören dazu unterschiedliche Transparenzanforderungen (Zulassungs- bzw. Einbeziehungsfolgepflichten):

Abbildung 23: Wesentliche Zulassungs- bzw. Einbeziehungsfolgepflichten für den Regulierten Markt

	Regulierter Markt General Standard ¹⁾	Prime Standard ²⁾	Open Market (Freiverkehr) Scale ²⁾
Jahresfinanzbericht/ Jahresabschluss	Veröffentlichung des Jahresfinanzberichts innerhalb von 4 Monaten nach Ende des Berichtszeitraums	Der Jahresfinanzbericht ist grundsätzlich innerhalb von 4 Monaten nach Ende des jeweiligen Geschäftsjahres zu übermitteln. Erfolgt die Erstzulassung zum Prime Standard innerhalb der ersten 4 Monate nach Geschäftsjahresende, kann die Übermittlung ausnahmsweise innerhalb von 5 Monaten erfolgen. Die Übermittlung ist wahlweise als PDF oder in ESEF möglich.	Übermittlung des geprüften Jahresabschlusses samt Lagebericht innerhalb von 6 Monaten nach Ende des Berichtszeitraums
Halbjahresfinanzbericht/ Halbjahresabschluss	Veröffentlichung des Halbjahresfinanzberichts innerhalb von 3 Monaten nach Ende des Berichtszeitraums	Übermittlung des Halbjahresfinanzberichts innerhalb von 3 Monaten nach Ende des Berichtszeitraums	Übermittlung des Halbjahresabschlusses samt Zwischenlagebericht innerhalb von 4 Monaten nach Ende des Berichtszeitraums
Quartalsmitteilung	Nicht erforderlich	Übermittlung der Quartalsmitteilung innerhalb von 2 Monaten nach Ende des Mitteilungszeitraums	Nicht erforderlich
Wesentliche Informationspflichten	Ad-hoc-Mitteilungen, Directors' Dealings, Insiderlisten, Stimmrechtsmitteilungen	Ad-hoc-Mitteilungen (zeitgleich auf Deutsch und Englisch), Directors' Dealings, Insiderlisten, Stimmrechtsmitteilungen	Ad-hoc-Mitteilungen, Directors' Dealings und Insiderlisten gemäß Gesetz sowie Mitteilung wesentlicher Veränderungen in Bezug auf den Emittenten oder die einbezogenen Wertpapiere an die Deutsche Börse AG gemäß Regelwerk

¹¹ Sieht cashmarket.deutsche-boerse.com → Get Listed → Capital Market Partner



	Regulierter Markt General Standard ¹⁾	Prime Standard ²⁾	Open Market (Freiverkehr) Scale²⁾
Unternehmenskalender	Nicht erforderlich	Fortlaufende Aktualisierung und Übermittlung des Unternehmenskalenders	Fortlaufende Aktualisierung und Übermittlung des Unternehmenskalenders
Analysten- und Investorenveranstaltung	Nicht erforderlich	Mindestens einmal im Jahr	Mindestens einmal im Jahr
Finanzanalysen (Aktienresearch)	Nicht erforderlich	Nicht erforderlich	Veröffentlichung des Initial Research spätestens sechs Wochen nach der Einbeziehung in Scale sowie Veröffentlichung von Research Updates spätestens zwei Wochen nach Ablauf der Übermittlungsfrist für den Jahresabschluss beziehungsweise Halbjahresabschluss, jeweils für zwei volle Kalenderjahre
Sprache für Folgepflichten	Deutsch oder Englisch	Deutsch oder Englisch	Deutsch oder Englisch
Vertrag mit einem betreuenden Deutsche Börse Capital Market Partner	Nicht erforderlich	Nicht erforderlich	Vertragsverhältnis zu einem betreuenden Deutsche Börse Capital Market Partner für zwei volle Kalenderjahre

1) Zuständige Behörde für die Überwachung der Folgepflichten ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

2) Sämtliche Berichte und Unterlagen sind über das Exchange Reporting System (ERS®) an die Deutsche Börse AG zu übermitteln. (Prime Standard und General Standard) sowie Freiverkehr (Scale)

Quelle: Deutsche Börse AG, Stand September 2026

8.4. Aufnahme in Aktienindizes

Die Etablierung europäischer Benchmark-Indizes steigert den Bekanntheitsgrad der an der FWB gelisteten Unternehmen unter europäischen und nicht-europäischen Investoren. Außerdem ermöglichen sie es, Aktien innerhalb spezifischer Branchen und Sektoren miteinander zu vergleichen. Bekannte Benchmark-Indizes sind: EURO STOXX®, STOXX® Europe 600 Technology Index, STOXX® All Europe 800, EURO STOXX 50® ESG und STOXX® Global 1800 Technology.

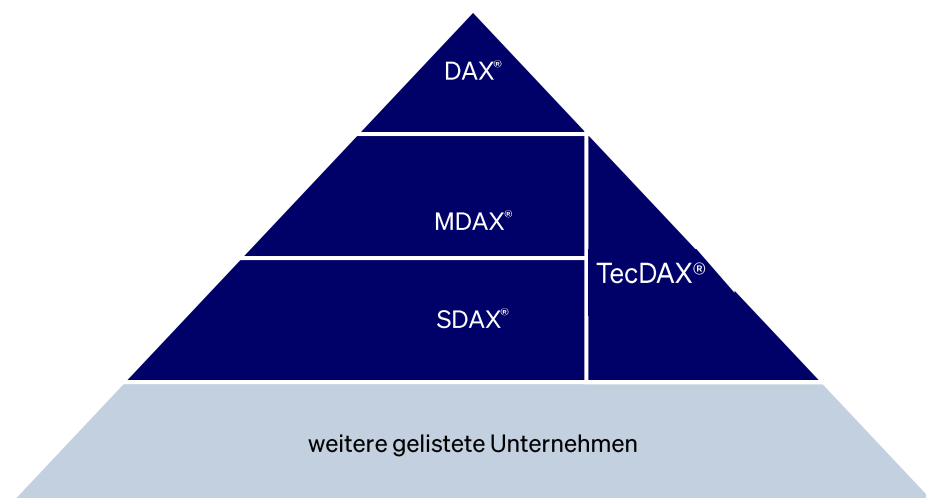
Mithilfe von Aktienindizes wird die Bewertung eines definierten Aktienportfolios zu einem bestimmten Zeitpunkt abgebildet. Die Berechnung der Indizes basieren auf klaren Regeln. Sie bilden einzelne Marktsegmente, Branchen, Aktiengruppen oder bestimmte Themen und Trends ab. Somit eignet sich ein Aktienindex als Indikator für das Börsenklima, die Konjunktur oder die Entwicklung einzelner Branchen. Beispiele für bedeutende Aktienindizes sind DAX® (Deutschland), EURO STOXX (Europa), Dow Jones Industrial Average oder Nasdaq (USA).

Der DAX ist das bekannteste deutsche Börsenbarometer und misst die Wertentwicklung der 40 größten Unternehmen des deutschen Aktienmarktes. DAX ist eine Marke der Qontigo Index GmbH, die zur Gruppe Deutsche Börse gehört. Der Index ist sowohl Barometer für die deutsche Wirtschaft als auch Benchmark für

eine Vielzahl von Finanzprodukten.¹² Der Auswahlindex bildet die größten Unternehmen ab, die an der FWB gelistet sind. Neben dem DAX umfasst die DAX-Indexfamilie weitere Indizes wie MDAX®, der die 50 größten Unternehmen nach dem DAX abbildet, den TecDAX®, der einen Fokus auf Technologieunternehmen legt und den SDAX®, der die 70 größten Unternehmen unterhalb des MDAX umfasst.

Die Zusammensetzung der Indizes wird quartalsweise überprüft. Hierbei bestimmen klare und transparente Regeln über die Aufnahme oder Herausnahme von Unternehmen.¹³

Abbildung 24: Übersicht DAX®-Indexfamilie



Quelle: Deutsche Börse AG, URL: <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/media/deutsche-boerespotlights/spotlight/DAX-Index-Benchmark-und-Barometer-f-r-die-deutscheWirtschaft-148654>, abgerufen am 08.03.2022

Der Prozess des „Going Public“ ist für ein Unternehmen historisch und eröffnet viele Chancen. Mit den Services der Deutschen Börse werden Unternehmen nicht nur bei dem Listing-Prozess unterstützt, sondern auch darüber hinaus.

¹² Vgl. Deutsche Börse AG: Factsheet Equity Index DAX Index, 30. September 2021, URL: https://www.daxindices.com/document/Resources/Guides/Factsheet_DAX%20EUR_GR.pdf, abgerufen am 08.03.2022

¹³ Vgl. Deutsche Börse AG: Guide to the DAX Equity Indices, 25. Februar 2022, URL: https://www.daxindices.com/document/Resources/Guides/DAX_Equity_Indices.pdf, abgerufen am 08.03.2022



9 Fallstudien

9.1. TeamViewer AG

TeamViewer wurde im Jahr 2005 in Göppingen gegründet. Das Unternehmen ermöglicht es Nutzern, sich jederzeit und überall mit allen Arten von Endgeräten zu verbinden. Es bietet sicheren Fernzugriff, Support, Kontrolle und Kollaborationsfunktionen, um Unternehmen jeder Größe dabei zu helfen, ihr digitales Potenzial voll auszuschöpfen. Es wurden bereits mehr als 2 Mrd. Geräte aktiviert und bis zu 45 Mrd. Geräte sind gleichzeitig online.

Das Technologieunternehmen hat 2019 den größten Börsengang in dieser Branche seit dem Neuen Markt in Deutschland vollzogen. Dabei konnte das Unternehmen alle angebotenen Aktien platzieren und einen Emissionspreis in der oberen Hälfte der Preisspanne realisieren. Alle Aktien stammten aus dem Bestand des 100-prozentigen Eigentümers Permira Holdings Ltd., die zur Umplatzierung angeboten wurden. Zum Handelsstart wurde die Aktie zum Emissionspreis gehandelt und stieg in den folgenden Monaten deutlich. Permira Holdings Ltd. reduzierte im Rahmen von vier weiteren Umplatzierungen ihren Anteil am Unternehmen weiter, sodass sich der Streubesitz mittlerweile auf 79,9 Prozent erhöht hat. Damit verbesserte sich die Liquidität der Aktie weiter. Am 23. Dezember 2019 – drei Monate nach dem IPO – wurde TeamViewer in den MDAX® und TecDAX® aufgenommen.

Informationen zum IPO

Erster Handelstag	25. September 2019
Sektor / Subsektor	Software / Software
Segment	Prime Standard
Platzierungsvolumen	1,97 Mrd. €
Emissionsverfahren	Bookbuilding-Verfahren
Preisspanne	23,50 – 27,50 €
Emissionspreis	26,25 €
Erster Preis	26,25 €
Marktkapitalisierung beim Börsengang	5,3 Mrd. €
Joint Global Coordinators	Goldman Sachs, Morgan Stanley
Joint Bookrunners	BofA Securities, Barclays
Streubesitz nach Börsengang	37,5 %



9.2. Vantage Towers AG

Vantage Towers wurde im Jahr 2020 mit Sitz in Düsseldorf als Tochterunternehmen von Vodafone Group Plc gegründet. Das Unternehmen ist mit rund 82.000 Makrostandorten in zehn Ländern ein führender Funkmastbetreiber in Europa, der Menschen, Unternehmen und internetfähige Geräte miteinander verbindet – in Städten wie auf dem Land. Zum Portfolio von Vantage Towers gehören Türme, Masten, Dachstandorte, Distributed Antenna Systems (DAS) sowie Small Cells. Durch den Bau, Betrieb und die Vermietung dieser passiven Infrastruktur an Funknetzbetreiber trägt Vantage Towers maßgeblich zur Konnektivität und nachhaltigen Digitalisierung in Europa bei.

Der IPO von Vantage Towers war mit einem Emissionsvolumen von 2,3 Mrd. € der größte im Jahr 2021. Die Aktien wurden im Rahmen einer Umplatzierung von Vodafone Group Plc angeboten, die zuvor Alleineigentümerin war. Während der neuntägigen Zeichnungsfrist des Carve-outs wurden alle angebotenen Aktien platziert. Vodafone Group Plc blieb mit 81,05 Prozent der Aktien Hauptaktionär. Zum Handelsstart konnte die Aktie 3,3 Prozent gegenüber dem Ausgabepreis hinzugewinnen. Drei Monate später folgte am 21. Juni 2021 die Aufnahme in den SDAX® und am 20. September 2021 der Aufstieg in den MDAX® bei zeitgleicher Aufnahme in den TecDAX®.

Informationen zum IPO

Erster Handelstag	18. März 2021
Sektor / Subsektor	Telekommunikation / Telekommunikationsservices
Segment	Prime Standard
Platzierungsvolumen	2,22 Mrd. €
Emissionsverfahren	Bookbuilding-Verfahren
Preisspanne	22,50 – 29,00 €
Emissionspreis	24,00 €
Erster Preis	24,80 €
Marktkapitalisierung beim Börsengang	12,54 Mrd. €
Joint Global Coordinators	BofA Securities, Morgan Stanley, UBS
Joint Bookrunners	Barclays, Berenberg, BNP PARIBAS, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Jefferies
Streubesitz nach Börsengang	18,95 %

**Herausgeber**

Deutsche Börse AG
60485 Frankfurt am Main
www.deutsche-boerse.com

September 2026

Markenverzeichnis

DAX®, MDAX®, SDAX®, TecDAX® und Scale® sind eingetragene Marken der Deutsche Börse AG.

Die STOXX®-Indizes, die darin enthaltenen Daten und die im Indexnamen verwendeten Marken sind geistiges Eigentum der STOXX Ltd., Zug, Schweiz und/oder ihrer Lizenzgeber.

Haftungsausschluss

Die vorliegende Broschüre ist ein unverbindlicher Ratgeber; für ihre Vollständigkeit und Richtigkeit übernimmt der Herausgeber keine Gewähr. Sämtliche Angaben dienen lediglich der Information; sie besitzen keinerlei rechtsgeschäftliche Bedeutung. Insbesondere entbindet die Broschüre den Leser nicht von einer eigenständigen Prüfung und Einhaltung der rechtlichen Voraussetzungen des Verfahrens zur Börsenzulassung und der Folgepflichten einer Börsennotierung. Die in der vorliegenden Broschüre enthaltenen Marken- und Warenzeichen sowie sonstige gewerbliche Schutzrechte und urheberrechtliche geschützte Inhalte unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer bzw. des jeweiligen Urhebers. Ihre Verwendung innerhalb der Broschüre lässt nicht den Schluss zu, dass einzelne Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.