



Thomas Zinnöcker, Alfred Bührdel, Prof. Dr. Alexander Götz, Christoph Schmidt-Wolf, Dr. Axel Rebien (v.l.n.r.)

Fazit einer Veranstaltung am 7. Oktober 2010 in München

Mit der Erholung an den Aktienmärkten ist es nach einer langen Phase des Stillstands auch in Deutschland wieder zu einigen Börsengängen gekommen. Vor allem die Portfoliounternehmen von Private Equity Fonds haben die Gunst der Stunde genutzt und vieles spricht dafür, dass sich solche Chancen – als Alternative zum Trade Sale – in den kommenden Monaten wieder bieten werden. Allen voran die Vorstände der betroffenen Unternehmen sind dann gefordert, mit ihrer Kompetenz und ihrem Einsatz zum Gelingen des Börsengangs beizutragen. Eine gründliche interne Vorbereitung ist dabei ebenso wichtig wie ein hohes Maß an Flexibilität und die Fähigkeit, im passenden Moment die richtigen Entscheidungen zu treffen. Welche Herausforderungen konkret zu bewältigen sind, diskutierte anlässlich der diesjährigen Veranstaltung „Manager für Manager“ eine hochkarätige Runde auf Basis eigener Erfahrungen. Auf dem Podium vertreten waren Alfred Bührdel, CFO der Ströer Out-of-Home Media AG, Dr. Axel Rebien, CFO der TOM TAILOR Holding AG, Christoph Schmidt-Wolf, CFO der Elster Group SE und Thomas Zinnöcker, CEO der GSW Immobilien AG.

Während die Zahl der Börsengänge in Asien rasant steigt, ist der europäische Emissionsmarkt immer noch weit von seiner früheren Bedeutung entfernt. Die Zahl der Newcomer erreichte in den ersten neun Monaten dieses Jahres mit 151 Unternehmen nicht einmal die Hälfte der in China erfolgreich absolvierten IPOs.

Ein Gutteil des Volumens im alten Kontinent entfiel zudem allein auf die 62 Börsenneulinge in Warschau. Auch in Deutschland nahmen nach einer langen Flaute immerhin wieder einige Unternehmen einen Anlauf und bis Ende September hatten neun dieser Kandidaten den Sprung an die Börse geschafft. Es waren vor allem Gesellschaften aus den Portfolios von Finanzinvestoren, die neues Leben in die IPO-Wüste Deutschland brachten. Ist aber der Exit via Börse tatsächlich der Königsweg für Private Equity? Und welche Hürden sind dabei aus Sicht der Unternehmen zu meistern? Die Expertenrunde bei „Manager für Manager“ gab Antworten und zeigte darüber hinaus, wie kontrovers einzelne Aspekte in der Praxis diskutiert werden. „Der Börsengang ist ein hochkomplexes Thema, das von der Preisfindung und dem Timing bis zum richtigen Umgang mit bestehenden Finanzierungsverträgen und der Auswahl der passenden Investoren reicht“, machte Podiumsleder Professor Dr. Alexander Götz, Partner bei BLÄTTCHEN & PARTNER das breite Spektrum der Themen gleich zu Beginn deutlich.

IPO ODER TRADE SALE?

Aus Sicht von Private Equity ist eigentlich der Trade Sale häufig die attraktivere Alternative zum Börsengang, weil die Transaktion regelmäßig zu einem Abverkauf von 100% der Anteile zu einem fixen Preis führt. Sinn allerdings macht der Verkauf an einen Investor nur dann, wenn auf diesem Weg der angestrebte Preis realisiert werden kann und wenn das Unternehmen zu einem strategischen Käufer oder einem weiteren Finanzinvestor passt. Trade Sales scheiterten zudem in den letzten Monaten, in denen Fremdkapital für größere Tickets schwer erhältlich war, nicht selten an den Finanzierungsschwierig-

keiten potenzieller Käufer. Dennoch: Finanzinvestoren wollen die Alternative des Trade Sale auch bei einem ins Auge gefassten Börsengang allein schon mit Blick auf die Preisoptimierung ausloten. Allzu stark ausreizen, so die Erfahrung der Podiumsteilnehmer, sollte man die Karte des Dual Track jedoch nicht. Denn die potenziellen Investoren für den Börsengang könnten sich in diesem Fall schnell abwenden. „Irgendwann muss man sich entscheiden, sonst funktioniert am Ende weder die eine noch die andere Alternative“, warnt Christoph Schmidt-Wolf, CFO des Messtechnik-Unternehmens Elster.

Ein IPO kann sich gegenüber dem Trade Sale zudem aufgrund der Kapitalstruktur des Unternehmens als bessere Lösung erweisen. „Unser Leverage war nicht mehr zu steigern; mit dem Börsengang aber bot sich neben der Finanzierung des Wachstums die Gelegenheit, das Unternehmen zu entschulden“, erläutert Dr. Axel Rebien, CFO des Modeanbieters TOM TAILOR. Auch Elster wollte nach dem IPO schnell aus dem hohen Leverage herauskommen und im Falle der GSW stieß der geplante Börsengang insbesondere bei den Fremdkapitalgebern auf offene Ohren. „Die Banken haben das begrüßt, weil sie das Unternehmen nicht dauerhaft in einer Private-Equity-Struktur sehen wollten“, berichtet CEO Thomas Zinnöcker. Eine zu hohe Debt-Quote kann allerdings auch den IPO gefährden. Das richtige Debt Level zu finden, ist gerade für PE getriebene Börsengänge ein Erfolgsfaktor. Auch mit Blick auf die weitere Entwicklung des Unternehmens sprechen einige gewichtige Faktoren für den Börsengang. Bei TOM TAILOR etwa wurde der Trade Sale allein schon deshalb nicht ernsthaft erwogen, weil damit das Fortbestehen der Marke zur Disposition gestanden

wäre. Bei Ströer spielte der Aspekt der Unabhängigkeit ebenfalls eine wichtige Rolle. „Der IPO hat uns die Möglichkeit geboten, die unternehmerische Selbständigkeit sicherzustellen“, sagt CFO Alfred Bührdel. Die Kölner Spezialisten für Außenwerbung konnten mit den Mitteln aus der Kapitalerhöhung auch die – aus der Finanzierung einer Akquisition resultierenden – Ansprüche eines Finanzinvestors befriedigen. Wichtig für den Erfolg des IPO war allerdings, dass die Altaktionäre und insbesondere die Vorstände noch einmal in das Unternehmen investierten.

„IT'S ALL ABOUT TIMING“

Das Unternehmen muss börsenreif sein, die Equity Story präsentabel entwickelt haben und die potentiellen Investoren, die Bewertung und das mögliche Platzierungskonzept kennen sowie das Börsenprospekt in wesentlichen Teilen stehen haben, um schnell reagieren zu können, wenn sich die Börsenfenster öffnen. „Wir hatten den Börsengang inklusive der Equity Story intern schon relativ langfristig vorbereitet, ebenso wichtig war die auf Vertrauen basierende Zusammenarbeit mit dem IPO-Berater bei der Abarbeitung der anstehenden Detailaufgaben“ sagt Elster-CFO Schmidt-Wolf. An diffizilen Herausforderungen mangelt es dabei nicht: von Aspekten der Rechnungslegung bis hin zur Vertragsvereinbarung mit dem Konsortialführer. So ist für die Zulassung in regulierten Märkten rückwirkend für drei Jahre die Vorlage vergleichbarer IFRS-Bilanzen erforderlich. Die letzten Quartalszahlen im Prospekt dürfen zum IPO höchstens 135 Tage alt sein. Zinnöcker rät allerdings dazu, lieber mit einer Frist von 100 Tagen zu planen. So nämlich könne man sich ein Zeitpolster schaffen, falls der geplante Termin verschoben werden muss. GSW etwa musste den ursprünglich für Mai

geplanten Börsengang wegen des infolge der Griechenlandkrise schlechteren Marktumfelds kurzfristig absagen. Grundsätzlich belegen die jüngsten Erfahrungen: Mehr denn je ist es heute wichtig, flexibel und startbereit auf Phasen geöffneter IPO-Fenster zu reagieren. „Wir haben uns gründlich vorbereitet, sind so lange wie möglich in Deckung geblieben und dann schnell losgelaufen“, bringt Rebien einen wesentlichen Faktor des gelungenen IPO von TOM TAILOR auf den Punkt. Zwar gelten die Monate Juni/Juli sowie Oktober/ November historisch gesehen als Zeiträume mit den meisten Neuemissionen. Gerade in 2010 aber wurden diese Erfahrungen wegen der heftig wechselnden Stimmungen an den Märkten bislang nicht bestätigt. Ebenso erfüllt sich die Erwartung in die besonderen Startvorteile des „First Movers“ einer Branche nicht immer. „Möglicherweise lohnt es sich, als „Follower“ auf ein Anspringen des Marktes zu warten und dann vom Effekt der „Lemminge“ zu profitieren“, gibt Zinnöcker zu Bedenken.

DIE BANKEN EINBINDEN UND FORDERN

Eine gute Vorbereitung und die Wahl des richtigen Zeitpunkts zahlt sich in vielfältiger Weise aus. So kommen eine überzeugende Equity Story und so weit wie möglich gesicherte Daten bei potenziellen Konsortialbanken gut an und stärken die eigene Position bei den Verhandlungen mit diesen Instituten. Mindestens ebenso wichtig ist es, auch das wurde in der Podiumsdiskussion deutlich, mit den Banken über bestehende Finanzierungsverträge zu reden und die Kreditinstitute mit Blick auf den Börsengang ins Boot zu holen. „Wer mit uns den IPO machen wollte, musste uns auch auf der Kreditseite entgegenkommen“, sagt Bührdel. Er rät zudem

Ein bedeutender Erfolgsfaktor für den Börsengang ist die professionelle Vorbereitung.

dazu, frühzeitig und aktiv Kontakte zur oberen Ebene der Investmentbanken aufzubauen. „Eine persönliche Kontaktaufnahme halte ich gerade in diesem Bereich für entscheidend“ betont er. Jeweils individuell entscheiden müsse man, ob die Kultur einer Corporate Bank oder eher die einer Investment Bank besser zum eigenen Unternehmen passt. Wenig hilfreich ist es zudem, zwei hinsichtlich ihres Zugangs zu Investorenkreisen ähnliche Institute in das Konsortium aufzunehmen. „Nicht minder wichtig ist es zu prüfen, ob eine Bank auch nach dem IPO noch Interesse am Unternehmen hat – zum Beispiel, weil ihre Geschäftspolitik auf mittelständische Kunden ausgerichtet ist“, betont Rebien.

UNTERNEHMENSWERT UND EMISSIONSKOSTEN

Wichtige Anreize für eine erfolgreiche Emission kann der Börsenkandidat bei der Gestaltung der Konsortialkonditionen setzen. So sollte in die Provisionsstruktur neben der – nach einem Prozentsatz des Emissionsvolumens berechneten – Base Fee auf jeden Fall eine Incentive Fee eingebaut werden. Diese kann sich beispielsweise nach dem Erreichen einer bestimmten Höhe der Bewertung richten. Leistungen und Entgelt der Konsortialbanken werden wie viele andere Details letztlich in einem Letter of Engagement vereinbart. Den Vertrag gilt es möglichst detailliert und mit Blick auf das später abzuschließende Underwriting Agreement festzuzurren, um für klare Verhältnisse nicht zuletzt mit Blick auf die Bewertungsmethoden zu sorgen. Auch hier sind vom Börsenkandidaten klare Argumente geordert. So wird von Seiten der Banken bei der Bewertung in der Regel der wertmindernde Aspekt des IPO-Discounts ins Spiel gebracht, der den Anlegern als Sicherheitspuffer für das besondere Kursrisiko eines Börsenneu-

lings und als Kaufanreiz zugestanden wird. „Als Emittent sollte man konsequent bleiben und die eigenen Wertvorstellungen im Blick behalten“, rät Bührdel.

Dass bei der Bewertung auch die Wahl des Börsenplatzes eine wichtige Rolle spielen kann, belegt das Beispiel der in den USA notierten Messtechnikgesellschaft Elster. „Wir haben als globales Unternehmen nicht nur einen großen Markt in den Vereinigten Staaten, sondern können uns dort auch mit zwei relativ hoch bewerteten Peer-Unternehmen vergleichen lassen“, begründet CFO Schmidt-Wolf den Schritt an die New York Stock Exchange. Er verweist allerdings auf die relativ hohen Haftungsrisiken für das Management börsennotierter Gesellschaften in den USA. Die seien „hoch genug, um im schlimmsten Fall Haus und Hof zu verlieren“. Doch auch in Deutschland ist das ein nicht zu unterschätzendes Thema. Allein schon die Fülle von Bring Down-Calls zu Details der aktuellen Geschäftsentwicklung bergen für einen – gerade zu Zeiten des Börsengangs ohnehin mehr als genug ausgelasteten – CEO oder CFO Haftungsrisiken. Es ist deshalb ratsam, so ein weiteres Ergebnis der Podiumsdiskussion, die Organisation so aufzustellen, dass die unteren Führungsebenen eigene Gewährleistungen jederzeit und kurzfristig nach oben abgeben können.

KEY-INVESTOREN ÜBERZEUGEN

Von der Unternehmensbewertung bis zur abschließenden Preisfindung führt ein weiter Weg. Bis es so weit ist, muss der Vorstand des Börsenkandidaten auch im Rahmen von Roadshows Überzeugungsarbeit leisten. „In dieser Phase liegt eine besondere Betonung auf dem Wort „Show“ und das wiederum bedeutet, dass auch die Zusammenarbeit

Wichtige Anreize für eine erfolgreiche Emission kann der Börsenkandidat bei der Gestaltung der Konsortialkonditionen setzen.

Das Management muss den geeigneten Zeitpunkt für den IPO ins Visier nehmen und im passenden Moment dann auch bereit sein, zu springen.

mit dem Road-Team bis hin zu den Technikern funktionieren muss“, sagt Rebien. Das Management selbst ist in dieser Phase am meisten gefordert. Schließlich werden meist CEO und CFO von den Konsortialbanken im Stundentakt von einem Investor zum anderen gereicht. In diesen Gesprächen fällt meist die Kaufentscheidung. Das Management kann meist nur im Auto zwischen den Terminen kurz etwas essen oder operative Mails und Anrufe bearbeiten. Im Übrigen ist man als Manager in der Regel zwei Wochen lang nicht mehr Herr seines Lebens. Dem Management selbst wiederum geben die Gespräche während der Roadshows einen Einblick in die Sichtweise Dritter auf das eigene Business. Insgesamt aber kommt es vor allem darauf an, bei den richtigen Adressaten auf Zuspruch zu stoßen. „Nur wenn es gelingt, die auf das Geschäft des IPO-Kandidaten spezialisierten Investoren zu überzeugen, können auch andere Anlegerkreise gewonnen werden“, sagt Zinnöcker. Dass sich die Überzeugungsarbeit am Ende auf einen kleinen Kreis zuspitzt, bestätigt Rebien. „Letztendlich sitzt das Management mit einer Handvoll Key-Investoren am Tisch und dann fällt die Entscheidung“, sagt der CFO von TOM TAILOR. Er verweist zudem darauf, dass bei der abschließenden Zuteilung noch einmal wichtige Weichen zu stellen sind. Liegt die von der Konsortialbank erstellte Zeichnungsliste vor, kann das Unternehmen noch einmal eigene Wünsche bei der Auswahl einbringen. Welche Investoren sollten auf jeden Fall dabei sein? Wer wird zu einem späteren Zeitpunkt möglicherweise weitere Anteile nachkaufen und wen sollte man lieber von der Liste streichen? „Auch für diese dann über Nacht kurzfristig zu treffende Auswahl sollten im Unternehmen frühzeitig Entscheidungsgrundlagen vorbereitet werden, ansonsten kann man von den

Konsortialbanken auch schnell überannt werden“, mahnt Bührdel.

RESÜMEE

Der IPO bringt für den Vorstand eines Börsenkandidaten nicht nur enorme Arbeitsbelastungen, sondern auch eine starke emotionale Beanspruchung mit sich. Das Management begibt sich quasi auf eine sechs Monate oder sogar noch länger währende Reise, bei der das Erreichen des Ziels bis zum letzten Moment offen ist. Die Weichen für den Erfolg aber werden bei jeder Etappe aufs Neue gestellt. So müssen die hinter den bisherigen Finanzierungsverträgen stehenden Kreditinstitute frühzeitig ins Boot geholt und Altinvestoren überzeugt werden. Die notwendigen internen Vorarbeiten reichen von der Erstellung der Equity Story über den Aufbau eines professionellen Reporting bis hin zur internationalen Rechnungslegung. Ebenso gehören zu den Voraussetzungen für eine erfolgreiche Emission klare Vereinbarungen mit den Konsortialbanken, die den Börsenkandidaten nicht abhängig von diesen Instituten machen. Das Know-how eines externen IPO-Beraters, der Details Punkt für Punkt abarbeitet und auch als Sparringspartner zur Verfügung steht, ist nahezu unverzichtbar. Einen entscheidenden Part mit Blick auf das Gelingen und die Akzeptanz bei den Investoren aber übernimmt das Management, wobei der CFO nach Bekunden der Diskussionsteilnehmer auch nach dem IPO zu 30 bis 50 Prozent seiner Arbeitszeit mit Fragen rund um die Börsennotierung befasst ist. Die mit einer Emission verbundene Fülle an Herausforderungen und Haftungsrisiken sollte deshalb nicht zuletzt auch in der Vorstandsvergütung ihren Niederschlag finden.

Die Veranstaltungsreihe „**Manager für Manager**“ wurde 2007 von Herrn Patrick Smague, Smague Executive Search AG, Prof. Dr. Alexander Götz, BLÄTTCHEN & PARTNER AG und Dr. Benedikt Hohaus, P+P Pöllath + Partners ins Leben gerufen, um Geschäftsführern/Vorständen – in der Regel mit Bezug zu Private Equity – aus verschiedenen Branchen, die Gelegenheit zu geben über strategische, aber auch operative Themen zu diskutieren sowie ein Netzwerk Gleichgesinnter aufzubauen.



Dr. Alexander Götz

BLÄTTCHEN & PARTNER AG

BLÄTTCHEN & PARTNER AG ist eine auf Kapitalmarkt- und Private Equity Themen spezialisierte Corporate Finance Beratungsgesellschaft und begleitet Unternehmen bei Börsengängen sowie Wachstumsfinanzierungen über Venture oder Private Equity Capital. Dr. Alexander Götz berät die Manager von Unternehmen in Private Equity Transaktionen vor allem hinsichtlich der ökonomischen Fragestellungen in der Transaktionsphase, der Erstellung von Planungs- und Reportingmodellen und insbesondere bei der Verhandlung der Management Equity Programme.



Dr. Benedikt Hohaus



P+P Pöllath + Partners ist eine auf Transaktionsberatung, insbesondere von Private Equity Investoren, spezialisierte Rechtsanwaltskanzlei. Dr. Benedikt Hohaus berät Finanzinvestoren, aber auch Management Teams bei der Ausgestaltung und Verhandlung von sogenannten Management Equity Programmen, also der Beteiligung des Managements an den erworbenen Unternehmen mit Eigenkapital.



Patrick Smague

SMAGUE EXECUTIVE SEARCH

SMAGUE Executive Search AG ist eine auf die Vermittlung von Führungskräften der ersten und zweiten Ebene spezialisierte Personalberatung. Patrick Smague ist Gründer und Vorstand und berät u.a. Finanzinvestoren bei der Suche nach Vorständen und Geschäftsführern in Portfoliounternehmen. SMAGUE Executive Search AG ist darüber hinaus Gründer und Mitgesellschafter des manager-lounge leaders network – Businessclub des manager magazin.