

Begleitschutz für den Börsengang

Berater ermöglichen höhere Kapitalmarktfähigkeit – Ergänzung der Emissionsbank

Von Pascal Böni

Trotz Kursrückgängen am Nasdaq und gedämpfter Internet-Euphorie boomt die IPO-(Initial-public-offering-)Industrie. Europa hat im ersten Semester 2000 mit Börsengängen im Wert von 116 Mrd. \$ erstmals die USA (97 Mrd.) überholt. Auch in der Schweiz verfügen die Aktionäre und Unternehmer mit dem SWX New Market seit gut einem Jahr über einen effizienten und im internationalen Vergleich erfolgreichen Markt für Wachstumsgesellschaften. Mit einem Anteil von 36% sind auch ausländische Unternehmen am SWX New Market gut vertreten.

Traditionell stützten sich Unternehmen, die einen Börsengang planten, im Vorfeld des IPO auf die Beratung und Betreuung durch eine Emissions- bzw. federführende Bank. Dabei wurde der Auswahl der Bank oft wenig Beachtung geschenkt; persönliche Beziehungen, eine bestehende Kontoverbindung und ähnliche Kriterien entschieden über die Wahl des Emissionshauses. In gleicher Weise unkoordiniert bestimmten die Unternehmen Revisionsstelle, Rechts- oder PR-Berater.

Interessenskonflikte vermeiden

Der härtere Konkurrenzkampf auf dem Kapitalmarkt spricht jedoch für ein systematischeres Vorgehen. Denn eine Publikumsöffnung ist ein komplexes und länger dauerndes Projekt, dessen Erfolg von der richtigen Wahl der Partner und dem guten Zusammenspiel der gewählten Berater abhängt. Es ziehen daher immer mehr IPO-Kandidaten einen unabhängigen Berater oder Koordinator zur Vorbereitung des Börsengangs bei. Aber was ist von einem IPO-Berater zu erwarten? Wann ist er einzusetzen? Steht er in Konkurrenz zur Lead-Bank, oder ersetzt er sie gar?

Wichtig ist es, Interessenskonflikte zu vermeiden und die Entscheidungssicherheit zu erhöhen. Für die meisten Unternehmen bzw. Firmeneigentümer stellt sich die Frage nach einem IPO nur einmal in ihrer Karriere, nicht so für Emissionsbanken. Für sie ist die Börseneinführung ein Tagesgeschäft. Das damit verbundene Honorarvolumen entscheidet in einem immer umkämpfteren Markt massgeblich über Erfolg oder Misserfolg der entsprechenden Abteilungen. Durch diese Situation entsteht ein Interessenskonflikt zwischen Lead-Bank und dem auftraggebenden Unternehmen, aber auch zwischen Lead-Bank und Investoren.

Die federführende Bank untersteht dem Druck, den Börsengang umzusetzen. Zudem ist es für sie von Vorteil, einen tiefen Emissionspreis festzulegen (systematisches Underpricing). Beides steht im Gegensatz zu den Interessen des Unternehmens. Zur Aufgabe des IPO-Koordinators gehört es deshalb, die Kapitalmarktfähigkeit der Gesellschaft zu beurteilen und die Zeitplanung für den Börsengang optimal festzulegen. So kann eine verfrühte Publikumsöffnung vermieden und ihr Erfolg auf lange Sicht gesteigert werden.

Die Neigung zur systematischen Unterbewertung ist aus der Sicht des Emissionshauses verständlich. Erstens möchte es seinen Kunden, den Investoren, einen attraktiven Preis bieten und damit die Beziehung

von Bank und Kunden fördern. Zweitens besteht mit Blick auf die Bewertung des einzuführenden Unternehmens Unsicherheit. Je grösser die Unsicherheit in Bezug auf die Kursentwicklung nach der Platzierung der Papiere, desto grösser ist in der Regel der IPO-Abschlag oder -Discount. Studien in den USA belegen einen Abschlag von durchschnittlich 20%. Das heisst, dass neu emittierte Unternehmen im Durchschnitt kurz nach der Börseneinführung rund 20% höher notieren oder, aus der Sicht der Altaktionäre, dass der IPO-Erlös systematisch zu tief ist.

Unabhängige IPO-Berater unterliegen weniger solchen Interessenskonflikten und sind deshalb in der Bewertung eines Unternehmens neutraler. Zudem schafft eine grössere Anzahl potenzieller Emissionshäuser eine breitere Entscheidungsgrundlage und die Möglichkeit, die Bewertungen zu vergleichen. Im Fall eines Emissionsvolumens von 100 Mio. Fr. können solche Teilleistungen bereits einen beachtlichen Wert kreieren.

Vorbei sind die Zeiten, in denen jedes neu kotierte Unternehmen am Markt freundlich aufgenommen wird. Bereits bekunden Dotcom-Gesellschaften an den Wachstumsbörsen in den USA (Nasdaq) und in Deutschland (Nemax) grosse Mühe, eine Kotierung erfolgreich umzusetzen. Investoren möchten wissen, weshalb sie für einen Nasdaq-Titel ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von durchschnittlich 140 bezahlen müssen – im Vergleich zu einem S&P-Titel mit einem durchschnittlichen KGV von 30. Die Anleger werden sich in Zukunft zunehmend kritisch zeigen. Der Vorbereitung einer Finanzierungstransaktion kommt damit höhere Bedeutung zu.

Vorbereitung ist die halbe Miete

Ausser der Publikumsöffnung sollte der IPO-Koordinator auch Alternativen – Privatplatzierung oder strategische Investoren – zum Börsengang abklären und die Kapitalmarktfähigkeit rund zwölf bis achtzehn Monate vor dem IPO zusammen mit dem Unternehmen erhöhen. Diese langfristigen Überlegungen wirken sich später auf das IPO aus. Es müssen Accounting- und Reporting-Systeme angepasst, die Unternehmenskommunikation nach innen und aussen verbessert, Entscheidungs- und Führungsstrukturen überdacht, Beteiligungsprogramme evaluiert werden. Das heisst: Es müssen Strukturen und Systeme für die Bewältigung des angestrebten Wachstums geschaffen werden.

Der IPO-Berater übernimmt zwei Funktionen. Erstens unterstützt er das Unternehmen in der Auswahl der geeigneten Rechts- und PR-Berater und führt allenfalls einen Kriterienwettbewerb durch. Zweitens begleitet und unterstützt er die in die Wege geleiteten Massnahmen im Sinn der Aktionäre und der Gesellschaft. Dadurch werden den Unternehmern und Führungsteams zeitintensive und spezifische Aufgaben abgenommen. Sie können sich auf das Kerngeschäft und das Unternehmen konzentrieren.

Konkurrent zur Lead-Bank?

Auf den ersten Blick mag der IPO-Berater als Konkurrent der Emissionsbank erscheinen. Doch die beiden Parteien ergänzen sich bestens: Auf der zeitlichen Achse setzt der IPO-Berater wesentlich früher an und übernimmt die beschriebenen Funktionen mit Blick auf das IPO. Das erleichtert die Vorbereitung des Börsengangs und die Arbeit der später dazustossenden Investment-Bank. Das erhöht die Erfolgchancen des Going public.

Die Veränderung, die eine Publikumsöffnung für ein Unternehmen mit sich bringt, ist nicht zu unterschätzen. Ad-hoc-Publikität und Transparenz stellen hohe Anforderungen an die Informations- und Kommunikationspolitik. Die von diesen Veränderungen tangierten Personengruppen, besonders das Management und die Anteilseigner, müssen auf die neue Situation vorbereitet werden.

Will man der noch nicht öffentlichen Gesellschaft die Basis für ein gutes Bestehen am Kapitalmarkt mit auf den Weg geben, bedarf es einer Vorbereitungszeit von über einem Jahr. Für den Erfolg der Kotierung ist es ebenso wichtig, dass die Veränderungen in den Köpfen der Schlüsselpersonen und im Unternehmen insgesamt stattfinden können, genauso wie es wichtig ist, verschiedene kurz vor Börseneinführung umzusetzende organisatorische und strukturelle Anpassungen vorzunehmen (Kapital- und Organisationsstruktur etc.).

IPO-Berater und Emissionsbank profitieren voneinander: die Bank von einer professionellen Vorbereitung, der Berater von einer erfolgreichen Börseneinführung. Es macht daher Sinn, dass sich die involvierten Parteien auf ihre Kernkompetenz konzentrieren. Im Ausland ist man uns in dieser Hinsicht einen Schritt voraus: Die sich ergänzende Unterstützung durch IPO-Berater und Investmentbanken hat sich dort bereits etabliert.

