

Elmar Jakob

Initial Public Offerings

**Aktuelle Entwicklungen des
Aktienemissionsgeschäfts**

**Mit einem Geleitwort von
Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner**

Technische Universität Darmstadt
Fachbereich 1
Betriebswirtschaftliche Bibliothek
Inventar-Nr.: 51.153
Abstell-Nr.: A6/564
.....
.....
00286053
.....

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Abbildungsverzeichnis	XXVII
Tabellenverzeichnis	XXIX
Verzeichnis des Anhangs	XXXI
1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Begriffsdefinitionen	7
1.3 Literaturüberblick	10
1.4 Gang der Untersuchung	12
2. Grundlagen eines Initial Public Offerings	15
2.1 Entwicklung des Initial Public Offering-Marktes in Deutschland	15
2.2 Kurzdarstellung der Gründe für ein Initial Public Offering	22
2.3 Mögliche Nachteile eines Initial Public Offerings	44
2.4 Ablauf eines konventionellen Initial Public Offerings unter Anwendung des Festpreisemissionsverfahrens	52
2.5 Problempotential bei Börsenersteinführungen	92
2.6 Notwendiges Verständnis des Konsortialführers als Prozeßpromotor	96
2.7 International gebräuchliche Plazierungs-Verfahren	97
3. Aktienemissionen unter Anwendung des Bookbuilding- Verfahrens	104
3.1 Entwicklung und Bedeutung des Bookbuilding- Verfahrens	104
3.2 Theoretische Begründung des Bookbuilding-Verfahrens	110
3.3 Tenderverfahren als Impulsgeber für das Bookbuilding- Verfahren	143

3.4	Umsetzung des Bookbuilding-Ansatzes in der Praxis	146
3.5	Besondere Bedeutung von Investor Relations	240
3.6	Anwendung des Bookbuilding-Verfahrens bei Kapitalerhöhungen	267
3.7	Weiterentwicklungsmöglichkeiten des Bookbuilding-Verfahrens	280
4.	Bewertung des Bookbuilding-Verfahrens unter Würdigung der Ziele der Verfahrensbeteiligten	290
4.1	Einschätzung der Verfahrensbeteiligten im Zeitablauf	291
4.2	Bewertung anhand der Ziele der Verfahrensbeteiligten	295
4.3	Problemfelder des Bookbuildings	310
4.4	Beispielsrechnung Bookbuilding- vs. Festpreisverfahren	314
4.5	Handlungsempfehlungen - Fazit der Bewertung	318
5.	Ausblick und Marktstrukturauswirkungen für das Aktienemissionsgeschäft	323
5.1	Konsequenzen des Bookbuildings für die Konsortialbanken	323
5.2	Tendenzen des Initial Public Offering-Marktes und produktinnovative Beantwortung	329
5.3	Strategische Positionierung der deutschen Geschäftsbanken im nationalen und internationalen Initial Public Offering-Geschäft	344
6.	Zusammenfassung und Zukunftsaussichten	359
	Anhang	363
	Literaturverzeichnis	374
	Verzeichnis der juristischen Quellen	431
	Verzeichnis der Internet-Adressen	434
	Stichwortverzeichnis	438

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XXI
Abbildungsverzeichnis	XXVII
Tabellenverzeichnis	XXIX
Verzeichnis des Anhangs	XXXI
1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Begriffsdefinitionen	7
1.2.1 Initial Public Offering	7
1.2.2 Bookbuilding	8
1.2.3 Corporate Finance	8
1.2.4 Underpricing	9
1.3 Literaturüberblick	10
1.4 Gang der Untersuchung	12
2. Grundlagen eines Initial Public Offerings	15
2.1 Entwicklung des Initial Public Offering-Marktes in Deutschland	15
2.1.1 Volkswirtschaftliche Bedeutung von Initial Public Offerings	15
2.1.2 Börsenersteinführungen in Deutschland seit 1983 und die Entwicklung der Aktienkurse	17
2.1.3 Determinanten der Kursbildung	19
2.2 Kurzdarstellung der Gründe für ein Initial Public Offering	22
2.2.1 Verbesserung der Eigenkapitalbasis	22
2.2.2 Lösung der Nachfolgeproblematik	23
2.2.3 Weitere Gründe und Vorteile eines Börsengangs	24

2.2.3.1	Allgemeine Standingvorteile und Spill-over-Effekte	24
2.2.3.2	Höhere Attraktivität für Management und Mitarbeiter	25
2.2.3.3	Möglichkeit der Management- und Mitarbeiterbeteiligung	26
2.2.3.4	Managerdisziplinierung	31
2.2.3.5	Acquisition currency	31
2.2.3.6	Möglichkeit der Vermögensdiversifikation	32
2.2.3.7	„Windows of Opportunity“	32
2.2.3.8	Vorteile im Vergleich zu möglichen Handlungsalternativen	33
2.2.4	Privatisierung von Staatsvermögen	34
2.2.5	Sonderfall Spin-Off	35
2.2.5.1	Konzernfinanzierung mittels Etablierung einer eigenständigen Kapitalmarktadresse	35
2.2.5.2	Wertsteigerungspotential im Vergleich zum Gesamtunternehmen	37
2.2.6	Exit-Möglichkeit für Beteiligungsgesellschaften	40
2.3	Mögliche Nachteile eines Initial Public Offerings	44
2.3.1	Wachsender Fremdeinfluß und Übernahmemöglichkeit	44
2.3.2	Gestiegene Publizitätsanforderungen	44
2.3.3	Kosten eines Initial Public Offerings und laufende Kosten - Pagatorische Kosten vs. Opportunitätskosten	46
2.3.4	Steuerbelastungen	47
2.3.5	Problematik einer Dekotierung	50
2.4	Ablauf eines konventionellen Initial Public Offerings unter Anwendung des Festpreisemissionsverfahrens	52
2.4.1	Voraussetzungen einer erfolgreichen Börseneinführung	53
2.4.1.1	Kriterien der Börsenreife	53
2.4.1.2	Wahl der geeigneten Rechtsform und Rechtsformumwandlung	55
2.4.1.2.1	Aktiengesellschaft (AG)	55

2.4.1.2.2	Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA)	57
2.4.1.2.3	GmbH & Co KGaA	58
2.4.2	Eigentliches Emissionskonzept	59
2.4.2.1	Wahl des Konsortialführers und Zusammenstellung des Konsortiums	59
2.4.2.2	Festlegung des Emissionsvolumens	60
2.4.2.3	Wahl der Aktiengattung und des Nennwerts	61
2.4.2.4	Wahl des Marktsegments	64
2.4.2.5	Wahl des Börsenplatzes	65
2.4.2.6	Durchführung der Due Diligence	67
2.4.2.7	Ermittlung des Emissionspreises	70
2.4.2.7.1	Ermittlung des DVFA/SG- Ergebnisses	70
2.4.2.7.2	Markt-KGV, Branchen- KGV und Relatives KGV	72
2.4.2.7.3	Initial Public Offering- spezifisches KGV	75
2.4.2.7.4	Discounted Cash Flow, EBITDA, Enterprise Value, Real Options	75
2.4.2.7.5	Berücksichtigung von Gewinner- wartungen und weiteren Parametern der Emissionspreisermittlung	81
2.4.2.7.6	Emissionspreisfestlegung	83
2.4.2.8	Timing des Emissionszeitpunkts	85
2.4.2.9	Übernahme und Plazierung der Aktien durch das Konsortium	86
2.4.2.10	Inhalt und Bedeutung der Lock up-Period	87
2.4.3	Aftermarket-Support - Marktausgleich	88
2.4.3.1	Begründung und Vorgehensweise	88
2.4.3.2	Rechtliche Bewertung eines Marktausgleichs	89
2.4.3.3	Marktausgleich und die Interessenlage der Verfahrensbeteiligten	91

2.5	Problempotentiale bei Börsenersteinführungen	92
2.5.1	Emissionspreisfindung im Spannungsfeld der Interessen von Emittent und Konsortialbank	92
2.5.2	"Going Public" ohne going "public"	93
2.5.3	Illiquidität der Aktie und Firm Size-Effekte	94
2.6	Notwendiges Verständnis des Konsortialführers als Prozeßpromotor	96
2.7	International gebräuchliche Plazierungs-Verfahren	97
3.	Aktienemissionen unter Anwendung des Bookbuilding-Verfahrens	104
3.1	Entwicklung und Bedeutung des Bookbuilding-Verfahrens	104
3.1.1	Bookbuilding-Emissionen im internationalen Rahmen	104
3.1.2	Bookbuilding-Emissionen in Deutschland	105
3.2	Theoretische Begründung des Bookbuilding-Verfahrens	110
3.2.1	Marktnäheres Pricing	110
3.2.1.1	Bookbuilding als Antwort auf die Kritik am Festpreisemissionsverfahren	110
3.2.1.2	Underpricing	111
3.2.1.2.1	Underpricing-Phänomen in der theoretischen Diskussion	111
3.2.1.2.2	Underpricing als Resultat asymmetrischer Informationsverteilung	116
3.2.1.2.3	Auswahl weiterer Erklärungsansätze zum Underpricing-Phänomen	121
3.2.1.3	Overpricing-Phasen	127
3.2.1.3.1	Empirischer Befund	127
3.2.1.3.2	Gründe für Overpricing-Situationen	127
3.2.1.4	Steigerung der Informationseffizienz	129
3.2.1.4.1	Theorie des informations-effizienten Kapitalmarktes	129

3.2.1.4.2	Stufen der Informationseffizienz und ihre besondere Relevanz für das Bookbuilding-Verfahren	129
3.2.1.4.3	Unzureichende Sekundärmarkt- liquidität als Hindernis informations- effizienter Kurse	131
3.2.2	Lösung der Principal-Agent-Problematik	132
3.2.2.1	Interessengegensatz zwischen Principal und Agent in der Theorie - Delegated Monitor	132
3.2.2.2	Principal und Agent im Dreiecksverhältnis des Aktienemissionsgeschäfts - Emittent vs. Bank vs. Anleger	135
3.2.3	Relevanz der Signalling-Theorie	136
3.2.4	Problematik negativer Long-Run-Performance	137
3.2.5	Zwischenfazit	139
3.3	Tenderverfahren als Impulsgeber für das Bookbuilding- Verfahren	143
3.3.1	Tenderverfahren zur Plazierung von Anleihen und Aktien	143
3.3.2	Ausprägungen des Tenderverfahrens	144
3.4	Umsetzung des Bookbuilding-Ansatzes in der Praxis	146
3.4.1	Zusammenstellung des Konsortiums mittels Beauty Contest	146
3.4.1.1	Konsortialstrukturen	146
3.4.1.2	Risiko- und Provisionsstrukturen des Emissionskonsortiums	151
3.4.1.3	Relevante Leistungskriterien im Beauty Contest	161
3.4.2	Unternehmensbewertung und Analyse-Phase als Grundlage des Bookbuilding-Verfahrens	167
3.4.3	Phasen des Bookbuildings im weiteren Sinne (i.w.S.)	169
3.4.3.1	Pre-Marketing	169

3.4.3.1.1	Zielsetzung und Aktivitäten des Pre-Marketings	169
3.4.3.1.2	Positive und negative Marketing-Kaskaden	175
3.4.3.1.3	Problematik einer Restricted period	178
3.4.3.1.4	Zeichnungsanreize für Privatanleger	182
3.4.3.2	Road-Shows und Marketing	186
3.4.3.3	Subscription- oder Zeichnungsphase - Bookbuilding im engeren Sinne (i.e.S.)	189
3.4.3.3.1	Ablauf der Zeichnungsphase	189
3.4.3.3.2	Rechtliche Fragen der Zeichnungsphase	195
3.4.3.4	Modifiziertes Underwriting	199
3.4.3.5	Emissionspreisfestlegung	201
3.4.3.6	Zuteilung	202
3.4.3.6.1	Kriterien der Zuteilung	202
3.4.3.6.2	Directed allocation	210
3.4.3.6.3	Free retention	214
3.4.3.7	Aufnahme des Handels und Stabilisierungsphase	214
3.4.4	Greenshoe als Charakteristikum des Bookbuilding- Verfahrens	218
3.4.4.1	Greenshoe-Option	218
3.4.4.2	Mögliche Konstruktionen	225
3.4.4.3	Greenshoe-Rückgriff und die Risikoposition des Konsortiums	229
3.4.4.4	Bewertung der Over-Allotment-Option	231
3.4.4.4.1	Möglichkeiten der Bewertung	231
3.4.4.4.2	Wer trägt die Kosten?	233
3.4.4.5	Alternativen zum Greenshoe	235

3.5	Besondere Bedeutung von Investor Relations	240
3.5.1	Relevanz von Investor Relations für das Aktienemissionsgeschäft	240
3.5.2	Bedeutung von Investor Relations im Ländervergleich	242
3.5.3	Ziele und Zielgruppen von Investor Relations	243
3.5.4	Instrumente und Vorteile einer modernen Investor Relations-Politik	247
3.5.5	Investor Relations aus Bankensicht	252
3.5.5.1	Investor Relations zur Erreichung ausreichender Plazierungskraft	252
3.5.5.2	Investor Relations als Betreuungsdienstleistung post-Initial Public Offering	253
3.5.6	Investor Relations aus Emittentensicht	255
3.5.6.1	Investor Relations als Mittel zur Senkung der Eigenkapitalkosten	255
3.5.6.2	Investor Relations zur Befriedigung gesetzlicher Erfordernisse	256
3.5.6.3	Investor Relations als Marketing-Instrument	256
3.5.7	Eigenkapitalkosten als Maßstab der Investor Relations-Erfolgskontrolle - Grenzen und Chancen der Investor Relations	257
3.5.8	Shareholder Value-Ansatz als Umsetzungsmöglichkeit und als Anliegen der Investor Relations	258
3.5.8.1	Shareholder Value-Diskussion und Investor Relations	258
3.5.8.2	Nutzen von Aktienrückkauf-Programmen	262
3.6	Anwendung des Bookbuilding-Verfahrens bei Kapitalerhöhungen	267
3.6.1	Erweiterter Bezugsrechtsausschluß nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG	267
3.6.1.1	Inhaltliche Bedeutung und Intention	267
3.6.1.2	Impuls für eine regere Emissionstätigkeit	271

3.6.2	Ausgestaltung einer Bookbuilding-Kapitalerhöhung	272
3.6.3	Besonderheiten des Greenshoes bei Kapitalerhöhungen in Zusammenhang mit § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG	274
3.6.4	Vorteile und Nachteile gegenüber einer Bezugsrechts-Kapitalerhöhung	275
3.6.5	Konsequenzen für das Emissionsgeschäft	279
3.7	Weiterentwicklungsmöglichkeiten des Bookbuilding-Verfahrens	280
3.7.1	Kombination Bookbuilding (Institutionelle Anleger) und Festpreisverfahren (Privatanleger) - Quick-Bookbuilding	280
3.7.2	Variation der Tendersausprägungen - Effizienzgewinn durch amerikanische Tenderung?	282
3.7.3	Auktionsverfahren vs. Bookbuilding	286
3.7.3.1	Auktionsverfahren in Theorie und Praxis	286
3.7.3.2	Bewertung aus Sicht der Beteiligten	286
3.7.4	Preisbildungsmodelle und der Einsatz neuronaler Netze im Bookbuilding-Prozeß	287

4. Bewertung des Bookbuilding-Verfahrens unter Würdigung der Ziele der Verfahrensbeteiligten **290**

4.1	Einschätzung der Verfahrensbeteiligten im Zeitablauf	291
4.1.1	Befragungsziel und -methodik	291
4.1.2	Darstellung der Ergebnisse	291
4.1.2.1	Emittenten	291
4.1.2.2	Institutionelle Investoren	292
4.1.2.3	Privatanleger	293
4.1.2.4	Konsortialbanken	293
4.2	Bewertung anhand der Ziele der Verfahrensbeteiligten	295
4.2.1	Ziele des Emittenten	296

4.2.1.1	Optimierung des Emissionserlöses und der Risikostruktur	296
4.2.1.2	Feinsteuerung einer ausgewogenen und langfristig-orientierten Aktionärsstruktur - Minimierung eines Flow backs	302
4.2.1.3	Aufbau eines nachhaltigen Kapitalmarktstandings	303
4.2.1.4	Ausreichende Liquidität der Aktie	303
4.2.2	Ziele der Investoren	304
4.2.2.1	Steigerung der Informationseffizienz	304
4.2.2.2	Marktkonformes Pricing?	305
4.2.2.3	Transparenz der Zuteilung und Zuteilungschance	306
4.2.3	Ziele der Konsortialbanken	308
4.3	Problemfelder des Bookbuildings	310
4.3.1	Eignung für Small und Mid Caps?	310
4.3.2	Problematik einer geringeren Sekundärnachfrage durch Tenderung zu marktkonformen Preisen	311
4.3.3	Repartierungsproblem bei "Hot Issues"	312
4.3.3.1	Problematik	312
4.3.3.2	Lösungsansätze und „Retailfalle“	313
4.4	Beispielsrechnung Bookbuilding- vs. Festpreisverfahren	314
4.5	Handlungsempfehlungen - Fazit der Bewertung	318
5.	Ausblick und Marktstrukturauswirkungen für das Aktienemissionsgeschäft	323
5.1	Konsequenzen des Bookbuildings für die Konsortialbanken	323
5.1.1	Strukturelle Anpassungen	323
5.1.2	Geänderte Provisionsstruktur	325
5.1.3	Transparenz und Wettbewerbsposition - Teilnahme kleinerer Konsortialbanken am Bookbuilding?	327

5.2	Tendenzen des Initial Public Offering-Marktes und produktinnovative Beantwortung	329
5.2.1	Internationalisierung der Geschäftstätigkeit	330
5.2.2	Institutionalisierung neuer Marktsegmente	332
5.2.3	Unit-Initial Public Offerings	336
5.2.3.1	Attraktivität für Initial Public Offerings mit hoher Ex ante-Unsicherheit	336
5.2.3.2	Unit-Initial Public Offerings als „Equity-Kicker“	339
5.2.3.3	Verwendung als Underwriter Compensation	339
5.2.4	Disintermediation und die zunehmende Bedeutung der Informationstechnologie und daraus entstehende Handlungsalternativen	341
5.3	Strategische Positionierung der deutschen Geschäftsbanken im nationalen und internationalen Initial Public Offering-Geschäft	344
5.3.1	Bestandsaufnahme des deutschen Marktes	344
5.3.2	Bewertung der Positionierung deutscher Investment-Banken im Hinblick auf die geschilderten Marktanforderungen	345
5.3.3	Eintreten neuer Marktteilnehmer am Beispiel von Wertpapierhandelshäusern	349
5.3.4	Mögliche Szenarien für das deutsche Investment-Banking im Initial Public Offering-Sektor	353
5.3.5	Strategieableitungen - Global Player vs. Niche Player	355
6.	Zusammenfassung und Zukunftsaussichten	359
	Anhang	363
	Literaturverzeichnis	374
	Verzeichnis der juristischen Quellen	431
	Verzeichnis der Internet-Adressen	434
	Stichwortverzeichnis	438