Aufsätze

Rechtsanwalt Dr. Stephan Schulz, Hamburg*

Going Public – Ablauf und typische Rechtsfragen eines Börsenganges

In diesem Beitrag werden die einzelnen Schritte eines Börsenganges als dem zentralen kapitalmarktrechtlichen Transaktionstyp dargestellt. Im Mittelpunkt stehen die Rechtsstellung der Beteiligten (Emittentin, Aktionäre, Konsortialbanken, BaFin) sowie der Inhalt der typischerweise abzuschließenden Vereinbarungen und der sonstigen zu erstellenden Dokumente (Mandatsbrief der Konsortialführerin, Wertpapierprospekt, Übernahmevertrag, Legal Opinions). Der Beitrag versteht sich zugleich als Einführung in das Kapitalmarktrecht, weshalb zentrale kapitalmarktrechtliche Begriffe erläutert und das Zusammenspiel der einzelnen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften (vor allem in BörsG, WpHG, WpPG) im Kontext des Börsengangs dargestellt werden.

I. Einleitung

Mit der allgemeinen Kurserholung seit dem Tiefstand im Jahre 2002 hat die Anzahl der Börsengänge in den letzten Jahren wieder zugenommen.[1] Mit dieser Entwicklung geht auch eine erhöhte Nachfrage nach kapitalmarktrechtlicher Beratung einher. In der Ausbildung spiegelt sich die darin erkennbare gestiegene Bedeutung von Kapitalmarkttransaktionen jedoch noch nicht wieder, insbesondere findet sich kaum einführende Literatur.[2] Verstärkt wird die beschriebene Ferne des Kapitalmarktrechts vom Ausbildungsbetrieb auch dadurch, dass es einen besonders großen Praxisbezug aufweist, wodurch sich viele Probleme nicht in Form von abstrakten Rechtsfragen stellen, sondern stets im Transaktionskontext, also mit Blick auf die internationale Vertragspraxis im Kapitalmarktumfeld, betrachtet werden müssen.

Für Studentinnen und Studenten, die sich für kapitalmarktrechtliche Fragen interessieren, soll der folgende Beitrag einen Einstieg in dieses faszinierende Rechtsgebiet geben, indem der Börsengang als der zentrale Transaktionstyp, durch den das Leben eines Unternehmens am Kapitalmarkt überhaupt beginnt, im Einzelnen vorgestellt und juristisch analysiert wird. Die Darstellung orientiert sich dabei am zeitlichen Ablauf der Transaktion.

II. Begriff des Börsenganges

Mit dem Begriff „Börsengang" wird die erstmalige öffentliche Platzierung von Aktien in Verbindung mit der Einführung zum Handel an einer Wertpapierbörse bezeichnet.[3] Im Mittelpunkt dieser Transaktion steht die Veräußerung von Aktien der Gesellschaft, die zuvor einen überschaubaren Gesellschafter- bzw. Aktionärskreis hatte, an eine Vielzahl von unbekannten Investoren und die Zulassung des gesamten Grundkapitals der Gesellschaft zum Handel an einem organisierten Markt bzw. seine Einbeziehung in den Handel im Freiverkehr. Im Regelfall werden die Aktien der Gesellschaft im Rahmen des Börsenganges öffentlich angeboten.[4]

III. Ablauf eines Börsenganges

Der Ablauf eines Börsenganges ist gesetzlich nicht umfassend geregelt,[5] vielmehr haben nur einzelne Aspekte eine Regelung gefunden [z. B. das Börsenzulassungsverfahren im Börsengesetz (BörsG) und das Prospektbilligungsverfahren im Wertpapierprospektgesetz (WpPG)]. Im wesentlichen sind die Abläufe und die gebräuchlichen Vertragswerke aber durch die internationale Geschäftspraxis der Banken geprägt.

1. Festlegung der Transaktionsstruktur

Zu Beginn der Transaktion, unmittelbar nach der Entscheidung für den Börsengang, steht die Entscheidung der Gesellschaft und ihrer Gesellschafter für eine bestimmte Transaktionsstruktur.[6] Oftmals zieht die Gesellschaft für diese Entscheidung bereits externe Berater hinzu, die das Ergebnis dann in Form einer umfassenden Unternehmens- und Projektpräsentation zusammenfassen (sog. *Information Memorandum*). In diesem Zusam-

* Der Autor ist im Hamburger Büro der internationalen Wirtschaftssozietät *Freshfields Bruckhaus Deringer* im Bereich des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts tätig. 2005 promovierte er an der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Greifswald mit einer Arbeit über Abstimmungsprozesse in den Organen der Aktiengesellschaft.

1 Die Anzahl der Börsengänge stieg seit der Neuordnung der Marktsegmente im März 2003 von einem im Jahr 2003 über 17 im Jahr 2004 und 64 im Jahr 2005 auf 210 im Jahr 2006, vgl. Pressemitteilung der Deutschen Börse AG vom 05.01.2007.

2 Eine Ausnahme hiervon bilden: *Hanno Merkt/Jens-Hinrich Binder*, Kapitalmarktrecht als Gegenstand des Studiums im Schwerpunktbereich Grundlagen, Inhalte, Perspektiven, Jura 2006, 683 ff.; *Hanno Merkt/Oliver Rossbach*, zur Einführung: Kapitalmarktrecht, JuS 2003, 217 ff.; *Herbert Harrer/Dieter Heidemann*, Going Public – Einführung in die Thematik, DStR 1999, 254.

3 Der Begriff „Börsengang" ist gesetzlich nicht definiert. Zu dieser Definition vgl. *Hendrik Haag*, Übernahmevertrag bei Aktienemissionen, in: Mathias Habersack et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 17 Rn. 4.

4 Ein öffentliches Angebot ist keine zwingende Voraussetzung eines Börsenganges, aber im Normalfall Teil der Transaktion. Aufgrund dieser Praxis wird der Börsengang im Englischen als *Initial Public Offering* (IPO) bezeichnet.

5 So auch in Bezug auf Wertpapieremissionen im Allgemeinen: *Jens Ekkenga/Heyo Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, 2006, § 1 Rn. 15.

6 Dazu eingehend: *Kay-Michael Schanz*, Börseneinführung, 3. Aufl. 2007, § 6 Rn. 35 ff.

menhang müssen – neben vielen anderen Fragen, deren Darstellung den Umfang dieses Beitrags sprengen würden – vor allem die folgenden geklärt werden:

a) Gesellschaftsrechtliche Struktur

Sehr häufig ist es erforderlich, dass die gesellschaftsrechtliche Struktur der zukünftigen Emittentin[7] zunächst so verändert werden muss, dass sie den Anforderungen der Kapitalmärkte entspricht.

Die häufigste Maßnahme, die in diesem Zusammenhang vorgenommen wird, ist der Formwechsel einer Gesellschaft anderer Rechtsform in eine Aktiengesellschaft [§§ 190 ff. des Umwandlungsgesetzes (UmwG)]. Hintergrund ist, dass nur *Wertpapiere* im Sinne des Börsengesetzes zum Handel an der Börse zugelassen bzw. darin einbezogen werden können (§§ 35, 57 BörsG). Der Wertpapierbegriff ist im BörsG nicht definiert, wird aber in Anlehnung an die Definition des § 2 Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) abgeleitet.[8] Danach sind Wertpapiere im börsenrechtlichen Sinn vor allem Aktien und mit Aktien vergleichbare Wertpapiere, wenn sie an einem Markt gehandelt werden können.[9] Die Handelbarkeit an einem Markt wird angenommen, wenn die Wertpapiere *fungibel* sind, d. h. austauschbar und zirkulationsfähig.[10] An der erforderlichen Fungibilität fehlt es allerdings bei den Beteiligungen an deutschen Gesellschaften anderer Rechtsform als einer Aktiengesellschaft, einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) oder einer Europäischen Aktiengesellschaft (SE).[11] Nicht zu den Wertpapieren im börsenrechtlichen Sinne zählen also beispielsweise GmbH-Geschäftsanteile, weil die Notwendigkeit der notariellen Beurkundung jeder Übertragung eines Geschäftsanteils (§ 15 Abs. 3 GmbHG) keine hinreichende Fungibilität zulässt. Zukünftige Emittenten in anderer Rechtsform als einer AG, KGaA oder SE müssen also erst formwechselnd umgewandelt werden, so dass die dazu erforderlichen Maßnahmen bei der weiteren Ablaufplanung berücksichtigt werden müssen.[12]

In noch weiterem Umfang sind gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen erforderlich, wenn nicht die Aktien einer bereits etablierten Konzernobergesellschaft an der Börse eingeführt werden sollen, sondern erst im Vorfeld des Börsenganges bestimmte Teile eines Konzerns in eine gesellschaftsrechtliche Struktur gebracht werden, deren Obergesellschaft anschließend die Börsennotierung anstreben soll. Die Entscheidung, einen Konzernteil an die Börse zu bringen, beruht zumeist darauf, dass das Geschäftsmodell eines bestimmten Teils des Gesamtkonzerns für die Vermarktung am Kapitalmarkt besonders geeignet erscheint. In diesem Fall sind neben einer etwaigen Umwandlung auch noch Vermögens- und Anteilsübertragungen innerhalb des Konzerns des neugeschaffenen Börsenvehikels vorzunehmen.

b) Organisatorische Struktur

Neben etwaigen gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen muss die zukünftige Emittentin auch ihre interne Organisation auf den Börsengang vorbereiten. Dazu zählt vor allem der Ausbau des Rechnungswesens, wenn ein bisher nach dem HGB bilanzierendes Unternehmen wegen der Notierungsaufnahme am amtlichen oder geregelten Markt seinen Konzernabschluss in Zukunft nach den internationalen Rechnungslegungsstandards IAS/IFRS[13] aufstellen muss.[14] Ferner ist zu bedenken, dass die Emittentin in der Lage sein muss, auf die Informationsbedürfnisse der zukünftigen Aktionäre zu reagieren, wofür unternehmensintern zu klären ist, wo die Zuständigkeit für den Bereich *Investor Relations* liegt. Schließlich muss ein börsennotiertes Unternehmen damit rechnen, in der Zukunft eine Vielzahl von weitergehenden gesetzlichen Pflichten erfüllen zu müssen [unter anderem die Abhaltung einer Hauptversammlung unter Beteiligung einer Vielzahl von Aktionären[15] oder die Erfüllung der

7 Das allgemeine Verständnis dieses Begriffes wird in § 2 Nr. 9 WpPG wiedergegeben, wonach ein „Emittent" eine Person oder Gesellschaft ist, die Wertpapiere, die an einem Markt gehandelt werden können, begibt oder zu begeben beabsichtigt.

8 *Anna Heidelbach*, in: Eberhard Schwark (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 30 Rn. 8; *Siegfried Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, Rn. 9.

9 Ferner zählen zum Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 1 WpHG auch Zertifikate, die Aktien vertreten, Schuldverschreibungen, Genussscheine, Optionsscheine und andere Wertpapiere, die mit Schuldverschreibungen vergleichbar sind. Diese Wertpapiere sind für den vorliegenden Betrag aber nicht von Relevanz.

10 *Heinz-Dieter Assmann*, in: *Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz, 4. Aufl. 2006, § 2 Rn. 10; *Peter Versteegen*, in: Heribert Hirte/Thomas M. J. Möllers (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, Köln, 2007, § 2 Rn. 32.

11 Die SE ist eine europarechtliche Gesellschaftsform auf Grundlage der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 08.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), vgl. Amtsblatt EU Nr. L 294 vom 10.11.2001, S. 1 ff. (SE-VO) und der Richtlinie 2001/86/EG des Rates vom 08.10.2001 zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Gesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer, vgl. Amtsblatt EG Nr. L 294 vom 10.11.2001, S. 22 ff. Europarechtlich sind Gründung und Organisation der SE allerdings nur in groben Zügen geregelt, in vielen Bereichen verweisen die europarechtlichen Rechtsquellen auf das Recht des Mitgliedstaates, in dem die Gesellschaft ihren Sitz hat, vgl. *Albert Schröder/Mirjam Fuchs*, in: Gerhard Manz et al. (Hrsg.), Europäische Aktiengesellschaft (SE), 2005, Teil A – Vorbemerkungen, Rn. 41.

12 Zum Ablauf des Formwechsels am Beispiel der Umwandlung einer GmbH in eine Aktiengesellschaft: *Kai Greve*, Formwechsel einer GmbH in eine AG, in: Richard L. Engl (Hrsg.), Formularbuch Umwandlungen, 2004, E.2 Rn. 2 ff.

13 Mit IAS werden die *International Accounting Standards* und mit IFRS die *International Financial Reporting Standards*, die die IAS seit dem 01.06.2003 abgelöst haben, abgekürzt. IAS/IFRS enthalten Vorschriften zur Rechnungslegung börsennotierter Unternehmen, die zum Teil erheblich von den deutschen Regelungen nach dem HGB abweichen. Durch die Anwendung dieser Standards soll eine internationale Vergleichbarkeit der Abschlüsse erzielt werden, vgl. *Hanno Merkt*, in: Adolf Baumbach/Klaus J. Hopt, HGB, 32. Aufl. 2006, Einl. vor § 238 Rn. 89 ff.

14 Diese Verpflichtung ergibt sich aus Art. 4 der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.07.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, vgl. Amtsblatt EU Nr. L 243 vom 11.09.2002, S. 1 ff. (IAS-VO).

15 *Volker Butzke*, in: Walter Obermüller et al., Die Hauptversamm-

Pflicht zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen (§ 15 Abs. 1 WpHG)[16] und der Pflicht zur Offenlegung der Geschäfte von Führungskräften (§ 15a WpHG)[17]], wodurch der Auf- oder Ausbau der Rechtsabteilung erforderlich werden kann.

c) Anzahl und Herkunft der zu platzierenden Aktien

Ferner muss die Entscheidung getroffen werden, welche Aktien im Rahmen des Börsenganges platziert werden sollen. Grundsätzlich können die Platzierungsaktien von zwei Seiten abgegeben werden: Entweder veräußern die bisherigen Aktionäre sog. Altaktionäre) einen Teil ihrer Aktien (sog. Umplatzierung), oder die Gesellschaft führt eine Kapitalerhöhung durch, in deren Rahmen weitere Aktien (sog. junge Aktien) ausgegeben werden. Der Unterschied liegt vor allem darin, dass der Erlös aus der Veräußerung junger Aktien der Gesellschaft selbst zugute kommt, während der Erlös aus einer Umplatzierung den Altaktionären zusteht. Bei den meisten Börsengängen werden sowohl Aktien der Altaktionäre als auch junge Aktien angeboten, wobei es die Attraktivität des Angebotes (und damit regelmäßig den zu erwartenden Emissionserlös) steigert, wenn zum überwiegenden Teil junge Aktien angeboten werden. Die Anleger geben ihr Geld lieber dem Unternehmen für Investitionen in das zukünftige Wachstum als den Altaktionären für das vergangene Wachstum.

d) Festlegung des Marktsegments

Eine weitere Entscheidung, die im Vorfeld des Börsenganges getroffen werden muss, betrifft das Marktsegment, in dem die Aktien der Emittentin gehandelt werden sollen.[18] Das Marktsegment ist maßgeblich für die Zulassungsvoraussetzungen, die für die Aufnahme des börslichen Handels mit den Aktien erfüllt sein müssen, und für die Zulassungsfolgepflichten der Gesellschaft nach erfolgreichem Börsengang.

Das BörsG sieht derzeit vor, dass Wertpapiere an den deutschen Börsen in drei Marktsegmenten gehandelt werden: im amtlichen Markt (§ 30 ff. BörsG), im geregelten Markt (§§ 49 ff. BörsG) und im Freiverkehr (§ 57 BörsG). Die strengsten Anforderungen an die Zulassung und an das Verhalten der Emittenten nach Handelsaufnahme gelten im amtlichen Markt, während der Freiverkehr relativ wenig reglementiert ist und der geregelte Markt eine mittlere (wenngleich dem amtlichen Markt nähere) Stellung einnimmt. Vom 1. November 2007 an wird sich die Anzahl der Marktsegmente aufgrund einer Neufassung des BörsG auf zwei reduzieren, den regulierten Markt (§ 32 ff. BörsG n. F.) und den Freiverkehr (§ 48 BörsG n. F.).[19]

Der amtliche und der geregelte Markt sind ähnlich strukturiert und stehen dem Freiverkehr gewissermaßen gegenüber. Der Handel in den erstgenannten Marktsegmenten ist öffentlich-rechtlich organisiert, und Voraussetzung für die Handelsaufnahme ist in beiden Fällen eine Zulassung durch die Börsenzulassungsstelle (§§ 30 Abs. 2, 49 Abs. 2 BörsG). Im Gegensatz dazu steht der Handel im Freiverkehr, in dem die Rechtsbeziehungen zwischen den Emittenten und den übrigen Marktteilnehmern rein privatrechtlich ausgestaltet sind.[20] Diese Unterscheidung hat auch begrifflich ihren Niederschlag gefunden: Als „Zulassung zum Handel" wird nur der Verwaltungsakt der Börsenzulassungsstelle bezeichnet, im Bereich des Freiverkehrs ist dagegen von der „Einbeziehung in den Handel" die Rede.

Überlagert wird die gesetzliche Marktsegmentierung durch die Regelungen der Börsenordnungen der Wertpapierbörsen. Nach § 42 BörsG können in der jeweiligen Börsenordnung für Teilbereiche des amtlichen Marktes zum Schutze des Publikums oder für einen ordnungsgemäßen Börsenhandel weitere Unterrichtungspflichten der Emittenten vorgesehen werden. § 50 Abs. 3 BörsG sieht vor, dass auch im geregelten Markt unter diesen Voraussetzungen weitere Zulassungsvoraussetzungen in der Börsenordnung vorgesehen werden können. Auf Grundlage dieser Ermächtigungen hat z. B. die Frankfurter Wertpapierbörse in ihrer Börsenordnung (BörsO FWB)[21] sowohl für den amtlichen Markt als auch für den geregelten Markt die Teilbereiche *Prime Standard* und *General Standard* geschaffen. Den dem Teilbereich Prime Standard angehörenden Emittenten werden darin weitere Zulassungsvoraussetzungen und Zulassungsfolgepflichten auferlegt, während die zum General Standard zählenden Emittenten hingegen nur den Vorgaben des BörsG, der BörsZulVO und des WpHG unterliegen.[22] Die gesetzliche Marktsegmentierung wird durch die Einführung

lung der Aktiengesellschaft, 4. Aufl. 2001, S. 11 ff.; *Johannes Semler/Rüdiger Volhard* (Hrsg.), Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung, 2. Aufl. 2003.

16 *Petra Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2006, Rn. 174 ff.

17 *Petra Buck-Heeb* (Fn. 16), Rn. 244.

18 In diesem Zusammenhang ist auch zu entscheiden, ob neben der Zulassung an einer deutschen Börse auch die Zulassung an ausländischen Börsen angestrebt werden soll. Zu den Voraussetzungen der Zulassung in Luxemburg und in den USA: *Mathias Habersack et al.* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 29 und § 30. Zu den Voraussetzungen in Großbritannien: *Ekkenga/Maaß* (Fn. 5), § 2 Rn. 230 ff.

19 Hierzu: *Schanz* (Fn. 6), § 11 Rn. 20 ff.; *Peter Gomber/Holger Hirschberg*, Ende oder Stärkung der konventionellen Börsen? Die Umsetzung der MiFID in Deutschland, AG 2006, 777 (779). Nach § 52 Abs. 6 BörsG n. F. gelten Wertpapiere, die vor dem 01.11.2007 zum amtlichen Markt oder zum geregelten Markt zugelassen waren, vom 01.11.2007 an als zum regulierten Markt zugelassen.

20 *Andreas Meyer*, Das Konzept von Börsennotierung und Aktienplatzierungen, in: Reinhard Marsch-Barner/Frank A. Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, 2005, § 6 Rn. 46.

21 Erhältlich in der Fassung vom 15.08.2007 unter: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/40_regulations/Boersenordnung_FWB1.pdf (zuletzt abgerufen am: 19.08.2007).

22 Zu den aus der Zugehörigkeit zu den Teilbereichen folgenden Unterschieden siehe: *Ekkenga/Maas* (Fn. 5), § 2 Rn. 174 ff.

dieser Teilbereiche in den Hintergrund gedrängt, weil sich die Pflichten in den Teilbereichen Prime Standard im geregelten Markt und im amtlichen Markt gleichen. Schließlich wurde in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse[23] auch für Emittenten, deren Aktien in den Freiverkehr einbezogen sind (oder werden sollen), ein Teilbereich *Entry Standard* geschaffen, in dem strengere Publizitätspflichten gelten als im übrigen Freiverkehr *(Open Market)*.[24]

2. Auswahl der Berater und des Konsortialführers

In der Frühphase des Prozesses (nicht notwendigerweise erst nachdem die grundsätzliche Entscheidung für den Börsengang und die Transaktionsstruktur getroffen worden ist) wird die Gesellschaft die verschiedenen für die Transaktion erforderlichen Berater und die konsortialführende Bank auswählen.

An einem Börsengang sind auf Seiten der Gesellschaft eine Vielzahl von Beratern beteiligt. An der Vorbereitung der betriebswirtschaftlichen Entscheidung über den Börsengang wirken oft Unternehmensberater (auch als *M&A-Berater* bezeichnet) mit. Im weiteren Verlauf wird die Gesellschaft jedenfalls eine auf das Kapitalmarktrecht spezialisierte Anwaltskanzlei (engl. *Issuer's Counsel*) und eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (in der Regel den Abschlussprüfer der Gesellschaft[25]) beauftragen, deren Mitwirkung bei der Prospekterstellung unverzichtbar ist. Die Mitwirkung weiterer Berater (z. B. Agenturen für Wirtschaftskommunikation) ist nicht unüblich.

Am aufwendigsten gestaltet sich in der Regel das Verfahren zur Auswahl des Führers des die Transaktion begleitenden Bankenkonsortiums. An einem Börsengang wirken wegen des großen Transaktionsvolumens meistens mehrere Banken mit, die ein Konsortium bilden. Die Mitwirkung der Banken ist aus verschiedenen praktischen und rechtlichen Gründen unverzichtbar.[26] Zum einen ist die geschäftliche Expertise der Bank als Mittlerin zwischen Emittentin und Anlegern bei der Vermarktung erforderlich. Zum anderen ist die beim Börsengang erfolgende Übernahme von Aktien zum Zwecke ihrer Platzierung ein erlaubnispflichtiges Bankgeschäft. Jedenfalls bei der Zulassung von Aktien zum geregelten Markt oder zum amtlichen Markt muss der Zulassungsantrag nach § 30 Abs. 2 BörsG a. F. (§ 32 Abs. 2 BörsG n. F.) sowohl vom Emittenten als auch von einer Bank gestellt werden, die als Zulassungsantragstellerin auch den Prospekt nach § 5 Abs. 3 S. 2 WpPG unterzeichnen muss.[27] Der Konsortialführer nimmt im weiteren Prozess eine wichtige Stellung ein, weil er für das Konsortium die Emission im Allgemeinen begleitet und für die *Due Diligence*,[28] die Prospekterstellung, die Führung des Orderbuches und das Betreiben des Zulassungsverfahrens verantwortlich zeichnet.[29] Die anderen Konsortialmitglieder haben dagegen im Verlauf der Transaktion eine eher passive Rolle inne, die sich oftmals auf die Zeichnung der ihnen zugeteilten Aktien und deren Weiterveräußerung an die Anleger beschränkt.

Die Gesellschaft wird im Vorfeld einige Investmentbanken im Hinblick auf die Konsortialführung kontaktieren und diese zu einer Präsentation einladen (sog. *Beauty Contest*). Im Rahmen dieser Präsentation stellt jeder der potentiellen Konsortialführer seine Kompetenz und Erfahrung zur Durchführung der Emission dar (sog. *Pitch*), gibt eine Einschätzung der unternehmens- und kapitalmarktbezogenen Voraussetzungen des Emissionsvorhabens ab und nimmt auf Grundlage des Information Memorandum sowie anderer öffentlich zugänglicher Informationen eine vorläufige Unternehmensbewertung vor.[30] Aus der Einschätzung der jeweiligen Bank zum Unternehmenswert und zur Anzahl der platzierbaren Aktien ergibt sich der von der Bank erwartete Emissionskurs, aus dem sich erste Anhaltspunkte für die Größenordnung des Emissionserlöses ableiten lassen.

Auf Grundlage der Präsentationen wird die Gesellschaft dann einen Konsortialführer auswählen und mit diesem in Verhandlungen über einen Mandatsbrief treten (engl. *Letter of Engagement*), in dem die Aufgabenverteilung zwischen Bank und Gesellschaft sowie die Höhe der an die Bank zu zahlenden Provision, aber auch weitere Details des Emissionsvorhabens festgelegt werden.[31] Nicht selten wird im Hinblick auf die Anmerkungen des Konsortialführers das Emissionskonzept noch verändert.[32] Der Konsortialführer wird anschließend mit anderen Banken das die Emission begleitende Bankenkonsortium bilden.

23 Erhältlich in der Fassung vom 29.06.2007 unter http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/HAMN-52FAGV/$FILE/FWB10_06-05-29.pdf?OpenElement (zuletzt abgerufen am: 19.08.2007).

24 Siehe hierzu: *Michael Schlitt/Susanne Schäfer*, Der neue Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse, AG 2006, 147 ff.; *Jan Sudmeyer et al.*, Entry Standard – Das neue Börsensegment für den Mittelstand BB 2005, 2703 ff.; *Peter Leuering/Stefan Simon*, Der Freiverkehr als Börsensegment für kleine und mittlere Unternehmen, NJW-Spezial 2006, 27 ff.; *Torsten Oelke*, Der neue Entry Standard Index der Deutschen Börse – ein Instrument zur Mittelstandsfinanzierung?, BKR 2006, 7 ff.

25 *Peter Nägele*, Due Diligence, in: Jan Habersack et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 20 Rn. 12.

26 Eingehend dazu: *Meyer* (Fn. 20), § 7 Rn. 2 ff.

27 Wörtlich heißt es in § 30 Abs. 2 KWG: „zusammen mit einem Kreditinstitut, einem Finanzdienstleistungsinstitut oder einem nach § 53 Abs. 1 S. 1 oder 53 b Abs. 1 S. 1 KWG tätigen Unternehmen".

28 Siehe dazu unter 3.

29 Zu den Aufgaben des Konsortialführers im Einzelnen: *Ekkenga/Maas* (Fn. 5), § 2 Rn. 82.

30 *Ekkenga/Maas* (Fn. 5), § 1 Rn. 50; *Schanz* (Fn. 6), § 9 Rn. 15.

31 Zum Inhalt der Mandatsvereinbarung: *Bernd Singhof/Christian Weber*, Börsengang, in: Habersack et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 3 Rn. 94 ff.

32 *Schanz* (Fn. 6), § 9 Rn. 18.

3. Due Diligence und Prospekterstellung

Sobald die Konsortialbanken und die beteiligten Berater feststehen, wird zumeist ein sog. *Kick Off Meeting* abgehalten, bei dem sich alle Beteiligten kennenlernen und die Transaktionsstruktur noch einmal diskutiert und endgültig festgelegt wird.

Parallel dazu wird zumeist mit der Unternehmensprüfung (engl. *Due Diligence*) bei der Emittentin begonnen. Im Rahmen dieser Prüfung verschaffen sich der Konsortialführer und seine Berater ein genaues Bild von der Gesellschaft, indem die wirtschaftlichen, finanziellen und rechtlichen Verhältnisse analysiert werden.[33] Dies ist zum einen erforderlich, damit die Konsortialbanken das mit der Transaktion verbundene Risiko (auch im Hinblick der von ihnen mitübernommenen Prospekthaftung) abschätzen können, und zum anderen zur Informationsgewinnung für die Prospekterstellung. Praktisch verläuft eine *Due Diligence* vor allem durch Sichtung von Dokumenten, die von der Gesellschaft in einem Datenraum[34] bereitgestellt werden.

Die wirtschaftliche *Due Diligence* dient der Informationsbeschaffung über die Geschäftstätigkeit des Unternehmens, insbesondere Chancen und Risiken, Strategie, Wettbewerbssituation und etwaige Abhängigkeiten auf Beschaffungs- und Kundenseite. Wichtige Informationsquellen sind insoweit nicht nur der Datenraum, sondern auch Angaben des Managements der Emittentin in Interviews, die Mitarbeiter des Konsortialführers führen (sog. *Management Due Diligence*). Bei der rechtlichen Prüfung stehen die gesellschaftsrechtlichen und die vertraglichen Verhältnisse der Emittentin im Mittelpunkt. Die finanzielle *Due Diligence* bezieht sich vor allem auf die historischen Finanzinformationen der letzten drei Geschäftsjahre[35], insbesondere Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen, Anhangsangaben, Lageberichte der Gesellschaft und ihrer Konzernunternehmen, und auf die Finanzplanung für die Zukunft.

Wiederum zeitgleich zur *Due Diligence* beginnen die Gesellschaft und ihre Berater mit der Erstellung des Wertpapierprospektes, der für ein öffentliches Angebot von Wertpapieren im Inland (§ 3 Abs. 1 WpPG) sowie für die Zulassung von Aktien am geregelten oder am amtlichen Markt (§ 3 Abs. 3 WpPG) erforderlich ist. Nach § 5 Abs. 1 WpPG muss der Prospekt sämtliche Angaben enthalten, die im Hinblick auf den Emittenten und die anzubietenden bzw. zuzulassenden Wertpapiere notwendig sind, um dem Publikum ein zutreffendes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten sowie über die mit diesen Wertpapieren verbundenen Rechte zu ermöglichen. Die Mindestangaben, die der Prospekt enthalten muss, sind detailliert durch die EU-Prospektverordnung[36] vorgegeben.

Die Federführung bei der Prospekterstellung liegt in der Regel bei den Rechtsberatern der Emittentin, die die verschiedenen Entwürfe in Prospektsitzungen mit den übrigen Beteiligten diskutieren und bis zur Fertigstellung weiterentwickeln. Praktisch ist die Prospekterstellung ein sehr aufwendiger Prozess, weil im Prospekt sehr detaillierte Angaben gemacht werden müssen, und der Wortlaut des Prospektes im Zusammenspiel der beteiligten Rechtsanwälte mit der Emittentin und dem Konsortialführer abgestimmt werden muss. Wegen der im Fall einer wesentlichen Unrichtigkeit des Prospektes drohenden Haftung der Emittentin und des Konsortialführers gegenüber den Anlegern gem. §§ 44, 45 BörsG (sog. Prospekthaftung) ist extrem auf die inhaltliche Richtigkeit der Angaben zu achten.[37]

4. Prospektbilligungsverfahren

Nach seiner Fertigstellung wird der Prospekt bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur Billigung eingereicht. Im Rahmen des Billigungsverfahrens prüft die BaFin den Prospekt gem. § 13 Abs. 1 WpPG auf seine Vollständigkeit, einschließlich der Kohärenz und der Verständlichkeit der vorgelegten Information. Die Prüfungskompetenz der BaFin ist also klar begrenzt und bezieht sich insbesondere nicht auf die inhaltliche Richtigkeit der im Prospekt enthaltenen Informationen.[38] Wenn das öffentliche Angebot Wertpapiere betrifft, die noch nicht zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen worden sind, und Emittentin zuvor keine Wertpapiere öffentlich angeboten hat (wie bei den meisten Börsengängen), teilt die BaFin dem Emittentin oder dem Zulassungsantragssteller innerhalb von 20 Werktagen nach Eingang des Prospektes ihre Entscheidung mit (§ 13 Abs. 2 S. 2 WpPG). Allerdings beginnt diese Frist nach § 13 Abs. 3 WpPG gegebenenfalls erst nach Eingang ergänzender Informationen zu laufen, wenn die BaFin nach der ersten Durchsicht des Prospektes Anhaltspunkte für eine Unvollständigkeit hat. Die Billigungsentscheidung selbst ergeht schließlich durch Verwaltungsakt der BaFin.[39]

33 Hierzu eingehend: *Nägele* (Fn. 25), § 20 Rn. 1 ff.; *Schanz* (Fn. 6), § 8 Rn. 1 ff.

34 Dies muss nicht zwingend ein physischer Datenraum sein, in dem die Unterlagen in Ordnern zur Einsichtnahme bereit stehen. In jüngerer Zeit erfolgt die Sichtung der Dokumente zunehmend in virtuellen Datenräumen, d. h. über eine Internetseite, auf der die Berater eingeschränkten Lesezugriff auf die gescannten Dokumente erhalten.

35 Üblicherweise werden die letzten drei Geschäftsjahre untersucht, weil sich die Darstellungen im Prospekt auf diesen Zeitraume erstrecken (vgl. Anhang I Ziffer 20 der EU-Prospektverordnung).

36 Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.04.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, vgl. Amtsblatt EU Nr. L 149 vom 30.04.2004, S. 1; Nr. L 215 vom 16.06.2004, S. 3.

37 Zur Prospekthaftung: *Buck-Heeb* (Fn. 16), Rn. 740.

38 *Ulrich Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, 2005, Rn. 287.

39 *Ulrich Keunecke* (Fn. 38), Rn. 287.

Mit Einleitung des Prospektbilligungsverfahrens erlangt die BaFin einen erheblichen Einfluss auf den weiteren Ablauf des Börsenganges. Vor seiner Billigung darf der Prospekt nicht veröffentlicht werden (§ 13 Abs. 1 S. 1 WpPG), und ein öffentliches Angebot darf erst einen Werktag nach Veröffentlichung des Prospektes beginnen (§ 14 Abs. 1 S. 1 WpPG). Eine Verzögerung der Billigungsentscheidung kann daher den gesamten Prozess verzögern oder sogar – wenn der Zeitpunkt der Notierungsaufnahme dann in einen für Emittentin und Konsortialbanken nicht akzeptablen Zeitpunkt fiele – zum Scheitern bringen. Auch die theoretisch bestehenden Rechtsschutzmöglichkeiten ändern nichts an dieser Abhängigkeit, weil rechtliche Schritte gegen Entscheidungen der BaFin ebenfalls zu Verzögerungen führen würden. Praktisch wird dieses Dilemma durch eine enge Abstimmung zwischen den Rechtsberatern der Emittentin und der BaFin gelöst, wodurch geklärt werden kann, ob von der BaFin gerügte Mängel des Prospektes durch Überarbeitung behoben werden können, ohne dass die Frist nach § 13 Abs. 2 S. 2 WpPG erst mit Verspätung in Lauf gesetzt wird.

Nach Billigung ist der Prospekt gem. § 14 Abs. 1 S. 1 WpPG bei der BaFin zu hinterlegen und unverzüglich auf eine der in § 14 Abs. 2 WpPG genannten Weisen zu veröffentlichen (zumeist wird der Prospekt nach § 14 Abs. 2 Nr. 3 WpPG auf der Internetseite der Emittentin bereitgestellt).

5. Legal Opinion, Disclosure Opinion und Comfort Letter

Da der Billigung des Prospektes keine materielle Prüfung zugrunde liegt, verbleibt die Verantwortlichkeit für die inhaltliche Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospektes in Form der Prospekthaftung gem. §§ 44, 45 BörsG bei der Emittentin und der emissionsbegleitenden Bank. Dies gilt jedenfalls im Außenverhältnis gegenüber den Anlegern. Denn im Verhältnis zu ihren Beratern sichern sich die Emittentin und der Konsortialführer ab, indem sie sich bestimmte Sachverhalte von den beteiligten Rechtsberatern und Wirtschaftsprüfern bestätigen lassen. Die folgenden Beschreibungen der Inhalte dieser Bestätigungen ist beispielhaft zu verstehen, weil der konkrete Umfang der Stellungnahmen zwischen der Emittentin und dem Konsortialführer im einzelnen ausgehandelt wird und bei jeder Transaktion unterschiedlich ist.

a) Legal Opinion

Im Zeitpunkt der Prospektbilligung werden die Rechtsanwälte der Emittentin (und zumeist auch die Anwälte der Bank) ein an die beteiligten Banken adressiertes Gutachten über verschiedene für die Transaktion wesentliche Rechtsfragen erstellen (sog. *Legal Opinion*).[40] Bestätigt werden darin regelmäßig die wirksame Errichtung der Emittentin, die wirksame Ausgabe der im Rahmen der Transaktion zu veräußernden Aktien, die ordnungsgemäße Vertretung der Emittentin (insbesondere beim Abschluss des Übernahmevertrages, dazu unter 6.), die Wirksamkeit von wesentlichen im Rahmen des Börsenganges abgeschlossenen Verträgen, das Vorliegen der erforderlichen behördlichen Genehmigungen, die vollständige Erfüllung der gesetzlichen Prospektpflichten und die Richtigkeit einzelner Passagen des Prospektes (insbesondere die Beschreibung der anzubietenden Aktien, der gesellschaftsrechtlichen Struktur der Emittentin, des regulatorischen Umfeldes der Geschäftstätigkeit der Emittentin und der Besteuerung in Deutschland).

Der Legal Opinion liegen bestimmte Annahmen (engl. *Assumptions*) zugrunde, die ausdrücklich in den Gutachten angegeben werden, z. B. bei der Bestätigung der Wirksamkeit eines Vertrages die ordnungsgemäße Vertretung der anderen Seite und die Geschäftsfähigkeit der handelnden Personen bei Abschluss. Ferner wird der Richtigkeitsanspruch der Stellungnahme durch im Text ausdrücklich genannte Einschränkungen (engl. *Qualifications*) begrenzt. Hierunter fallen einerseits generelle Aussagen, wie der Hinweis, dass buchhalterische Fragen grundsätzlich nicht von der Stellungnahme erfasst sind, andererseits aber auch spezielle Einschränkungen, wie der Hinweis, dass die Durchsetzbarkeit von Forderungen durch das Prinzip von Treu und Glauben (§ 242 BGB) und im Anwendungsbereich von insolvenzrechtlichen Vorschriften eingeschränkt wird.

b) Disclosure Opinion und Comfort Letter

Die beratenden Anwälte geben darüber hinaus regelmäßig auch eine sog. *Disclosure Opinion* ab, in der bestätigt wird, dass ihnen keine Informationen bekannt geworden sind, die sie zu der Einschätzung gelangen lassen, dass der Prospekt unrichtig, unvollständig ist oder irreführende Angaben enthält.[41] Die Disclosure Opinion beschränkt sich auf eine rein negative Aussage; die Aussage, dass der Prospekt insgesamt richtig und vollständig sei, wird damit nicht getroffen. Grundlage der Disclosure Opinion bilden die Erkenntnisse der Due Diligence, wobei die Anwälte häufig verlangen, dass die Gesellschaft ihnen gegenüber eine sog. *Vollständigkeitserklärung* abgibt, in der vom Vorstand bestätigt wird, dass alle Angaben im Rahmen der Due Diligence nach bestem Wissen und Gewissen gemacht wurden und der Prospekt auch aus Sicht der Gesellschaft keine unrichtigen Angaben zu einer wesentlichen Tatsache enthält und keine Angabe einer wesentlichen Tatsache unterlässt.

In der Disclosure Opinion werden keine Aussagen zu den im Prospekt enthaltenen Finanzangaben getroffen. Eine der Disclosure Opinion entsprechende Bestätigung ertei-

40 Im einzelnen zum typischen Inhalt der Legal Opinion: *Oliver Seiler*, Legal Opinion und Disclosure Opinion, in: Habersack et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 22 Rn. 20 ff.

41 *Schanz* (Fn. 6), § 8 Rn. 67.

len die an der Transaktion beteiligten Wirtschaftsprüfer in Form des sog. *Comfort Letters*.[42]

6. Übernahmevertrag

Schon vor dem Beginn des öffentlichen Angebots haben die Banken, die Emittentin und die abgebenden Altaktionäre gemeinsam mit ihren Rechtsberatern das zentrale Dokument des Börsenganges verhandelt, den Übernahmevertrag (engl. *Underwriting Agreement*).

Im Übernahmevertrag verpflichten sich die Konsortialbanken gegenüber der Emittentin zur Zeichnung der jungen Aktien, die im Rahmen der Kapitalerhöhung ausgegeben werden sollen. Im Hinblick auf Aktien, die aus dem Bestand der Altaktionäre stammen (sog. Umplatzierungsaktien), verpflichten sich die Konsortialbanken zum Kauf der Aktien. Mit diesen Aktienerwerben sollen die Konsortialbanken jedoch nur zwischenzeitlich Aktionäre der Emittentin werden; Ziel der Erwerbs ist ausschließlich die Weiterplatzierung an die Anleger. Der von den Konsortialbanken an die Emittentin und an die Aktaktionäre zu zahlende Preis entspricht dem im Rahmen des Bookbuildings ermittelten Angebotspreis (abzüglich der Provision für die Konsortialbanken).

Neben der Übernahmeverpflichtung im Hinblick auf die zu platzierenden Aktien werden im Übernahmevertrag weitere Pflichten der Konsortialbanken zur Abwicklung des Börsenganges begründet (insoweit ersetzt der Übernahmevertrag die früher geschlossene Mandatsvereinbarung). Dazu zählen beispielsweise die Pflichten zur Platzierung der Aktien und zum Betreiben des Börsenzulassungsverfahrens gemeinsam mit der Emittentin.[43]

Da sowohl der Erwerb der zu platzierenden Aktien als auch ihre Weiterveräußerung zum gleichen Preis erfolgen, „verdienen" die Konsortialbanken an diesen Geschäften nicht unmittelbar. Die Vergütung wird deshalb im Übernahmevertrag in Form einer Provision festgelegt, die sich auf einen bestimmten Prozentsatz vom Emissionsvolumen bezieht. Darüber hinaus erstattet die Emittentin den Konsortialbanken sämtliche oder einen erheblichen Teil der Kosten, die im Zusammenhang mit dem Börsengang entstanden sind (insb. Rechtsberatung, Roadshow).

Weitere wichtige Regelungen des Übernahmevertrages betreffen: (i) Gewährleistungen der Emittentin und der Altaktionäre, (ii) befristete Verpflichtungen der Emittentin und der Altaktionäre in Bezug auf die Ausgabe neuer Aktien durch die Emittentin und die Veräußerung von Aktien durch die Altaktionäre, um ein zu großes Aktienangebot (und den damit einhergehenden Kursrückgang) nach Beendigung des Angebotes zu verhindern (sog. *Lock-Up-Vereinbarung*), (iii) Regelungen über die Bereitstellung von weitere Aktien durch die Gesellschaft oder die Altaktionäre für die Mehrzuteilungsoption (sog. *Greenshoe-Aktien*; dazu eingehend unter 9.) sowie (iv) Haftungsfreistellung der Konsortialbanken bei tatsächlichen oder angeblichen Unrichtigkeiten im Prospekt (soweit nicht die Konsortialbanken ausdrücklich die Haftung für bestimmte Prospektpassagen übernommen haben).

7. Preisermittlung und öffentliches Angebot

Parallel zum Prospektbilligungsverfahren und den Verhandlungen des Übernahmevertrages, die beide überwiegend in den Händen der beteiligten Anwälte liegen, arbeiten die Konsortialbanken und die Emittentin an der Preisermittlung und bereiten das öffentliche Angebot vor. Der Preis wird heutzutage regelmäßig im Wege des sog. *Bookbuilding* ermittelt.[44] Bei diesem Verfahren der Preisermittlung legen die Konsortialbanken und die Emittentin vor Beginn des öffentlichen Angebots eine Maximalanzahl und eine Preisspanne für die anzubietenden Aktien fest, die aufgrund der Unternehmensbewertung der Banken und informellen Ansprachen von externen Analysten und institutionellen Investoren ermittelt wurde (sog. *Pre-Marketing*). Nach Prospektbilligung und Festlegung der Preisspanne beginnt das öffentliche Angebot der Aktien. In dieser Phase werden die Aktien vermarktet (auch *Marketing*), indem sich der Vorstand der Gesellschaft und Vertreter des Konsortialführers zu verschiedenen Treffen mit institutionellen Anlegern begeben (sog. *Roadshow*), entweder in der Form einer Präsentation vor einem größeren Zuhörerkreis oder von Einzelgesprächen (sog. *One-on-Ones*). Die interessierten Anleger haben die Möglichkeit, im Rahmen der Preisspanne gegenüber dem Bankenkonsortium Kaufangebote abzugeben (entweder zum Erwerb einer bestimmten Maximalzahl von Aktien zu einem bestimmten Preis oder unabhängig vom ermittelten Preis), die vom Konsortialführer im sog. Orderbuch gesammelt werden.

Dieses Vorgehen erlaubt dem Konsortialführer eine laufende Analyse des Orderbuches (engl. *orderbook*) schon während des öffentlichen Angebotes. In den im Prospekt dargestellten Angebotsbedingungen behalten sich Emittentin und Konsortialführer regelmäßig vor, die Preisspanne zu ändern. Wenn die eingehenden Angebote zeigen, dass eine vollständige Platzierung der angebotenen Aktien zu einem Preis innerhalb der Preisspanne nicht möglich ist, kann die Preisspanne nachträglich herabgesetzt werden, damit auf diese Weise bei einem niedrigeren Emissionserlös eine vollständige Platzierung möglich wird. Eine Herabsetzung der Preisspanne ist für die Beteiligten jedoch ein höchst unerwünschtes Ereignis. Einerseits macht es deutlich, dass sich die zunächst kommunizierten Preisvorstellungen am Markt nicht erreichen lassen, was ein schlechtes Licht auf die Emittentin und die Konsortialbanken wirft. Zum anderen ist nach § 16 WpPG ein von der BaFin zu billigender Nachtrag zum Prospekt zu veröffentlichen, wodurch nach § 16 Abs. 3

42 Zu Form und Inhalt des Comfort Letters siehe: IDW PS 910.

43 *Singhof/Weber* (Fn. 31), § 3 Rn. 98.

44 Eingehend: *Wolfgang Groß*, Bookbuilding, ZHR 162 (1998), S. 318 ff.; *Ekkenga/Maaß* (Fn. 5), § 2 Rn. 127 ff.

WpPG ein Widerrufsrecht der Anleger, die bereits ein Erwerbsangebot abgegeben haben, entsteht.

8. Weiterer Ablauf bis zur Zuteilung

Mit Beginn des öffentlichen Angebotes, nachdem der Wertpapierprospekt schon veröffentlicht und der Zulassungsantrag bei der Börse gestellt worden ist, erreicht der Börsengang seine „heiße Phase".

Am vorletzten Tag der oftmals nur drei Tage dauernden Angebotsphase wird regelmäßig der Übernahmevertrag abgeschlossen. Am darauf folgenden Tag erfolgen dann – sofern im Rahmen des Börsenganges Aktien aus einer Kapitalerhöhung platziert werden – die Zeichnung der jungen Aktien durch den Konsortialführer (§ 185 AktG), die Einzahlung des geringsten Ausgabebetrages für die jungen Aktien (§§ 188 Abs. 2, 36a AktG), die Anmeldung der Kapitalerhöhung zur Eintragung in das Handelsregister und – aufgrund einer zuvor erfolgten Abstimmung mit dem Registergericht – noch am gleichen Tag die Eintragung der Kapitalerhöhung, wodurch die jungen Aktien zur Entstehung gelangen.

Mit Ablauf der Angebotsfrist wird das Orderbuch geschlossen, und die Emittentin und die Konsortialbanken legen am Abend gemeinsam mit den Altaktionären in einer sog. Preisfestsetzungsvereinbarung (engl. *Pricing Agreement*) fest, zu welchem Preis die Aktien platziert werden sollen.

Im Anschluß an die Preisfestsetzung wird die Entscheidung über die Zuteilung getroffen, wodurch die Emittentin, die Konsortialbanken und die Altaktionäre festlegen, wer Aktionär der Gesellschaft wird.[45] Bei der Zuteilung orientieren sich die Beteiligten nicht ausschließlich am Preis (der ja bereits zuvor im Hinblick auf die vorliegenden Angebote festgesetzt wurde), sondern berücksichtigen insbesondere das Interesse der Gesellschaft an einer bestimmten Aktionärsstruktur. Aufgrund solcher Erwägungen kann es dazu kommen, dass die Beteiligten institutionelle Anleger mit einem längeren Anlagehorizont bevorzugen, damit nicht kurze Zeit nach Abschluß des Börsenganges durch „Mitnahme von Emissionserlösen" der Aktionärskreis wieder umgewälzt wird. Als Reaktion auf die fehlende Beteiligung der Anleger an der Zuteilungsentscheidung und dem Vorwurf der Benachteiligung von Kleinanlegern hat die Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium am 7 Juni 2000 sog. „Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger" veröffentlicht,[46] welche die Emittenten und die konsortialführenden Banken bei der Zuteilung beachten.[47]

9. Notierungsaufnahme und Settlement

Nach Abschluss der Zuteilung (vgl. § 37 Abs. 2 BörsG), zumeist am Morgen des nächsten Handelstages, erfolgt die Notierungsaufnahme der zugelassenen Aktien durch die Börsengeschäftsführung. Mit der Einführung der zugelassenen Wertpapiere zum Handel ist der Weg für den Handel an der Börse frei: Der erste Kurs für die Aktien der Emittentin wird festgestellt.

Am Tag nach der Notierungsaufnahme erfolgt die Abwicklung der Transaktion (engl. *Settlement*) nach Maßgabe des Übernahmevertrages. Die platzierten Aktien werden auf den Depots der Anleger verbucht, und der Konsortialführer zahlt den auf die jungen Aktien entfallenden Platzierungserlös (abzüglich des bereits im Rahmen der Kapitalerhöhung geleisteten geringsten Ausgabebetrages und ihrer Provision) an die Gesellschaft und den auf die Umplatzierungsaktien entfallenden Platzierungserlös (abzüglich der Provision) an die Altaktionäre aus.

10. Stabilisierungsmaßnahmen und Mehrzuteilung

Mit Notierungsaufnahme steht der Konsortialführer in ihrer Eigenschaft als sog. Stabilisierungsmanager bereit, Maßnahmen zur Kursstabilisierung zu ergreifen. Dabei handelt es sich um Aktienkäufe zu einem Preis unterhalb des Emissionspreises mit dem Zweck, den Kurs zu stützen. Solche Maßnahmen sind grundsätzlich problematisch, weil dadurch der an der Börse gebildete Preis „verfälscht" wird und sie verstoßen an sich gegen das Verbot der Kursmanipulation gem. § 20a Abs. 1 S. 1 WpHG. Da aber anerkannt ist, dass es unmittelbar nach Abschluss einer Aktienemission durch Aktionäre, die ihre Aktien sofort nach dem Börsengang wieder veräußern, zu Marktverzerrungen in Form von Kursrückgängen kommen kann, die in keinem Zusammenhang zur Geschäftstätigkeit der Emittentin stehen,[48] ist die Durchführung von Stabilisierungsmaßnahmen gem. § 20a Abs. 3 WpHG i. V. m. der sog. EU-AusnahmeVO[49] innerhalb von 30 Tagen nach Handelsaufnahme unter bestimmten Voraussetzungen ausnahmsweise erlaubt.

Die zivilrechtlichen Voraussetzungen für eine derartige Kursstabilisierung schaffen die Emittentin, der Konsortialführer und die Altaktionäre im Übernahmevertrag. Darin stellen zumeist die Altaktionäre (möglich ist auch

45 Hierzu: *Christina Escher-Weingart*, Die Zuteilung von Aktien beim „Going Public" – Gleiches Recht für alle?, AG 2000, 164 ff.; *Marcus Willamowski*, Die strategische Allokation von Aktien bei Emissionen, WM 2001, 653 ff.

46 Veröffentlicht in: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/11_about_us/BSK_Zuteilung_(44,5KB).pdf (zuletzt abgerufen am: 19.08.2007).

47 *Heidelbach* (Fn. 8), § 37 Rn. 24.

48 Eingehend: *Wolfgang Feuring*, Stabilisierung, in: Habersack et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 27 Rn. 1 ff.; *Andreas Meyer*, Neue Entwicklungen bei der Kursstabilisierung, AG 2004, 289 ff.

49 Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22.12. 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, vgl. Amtsblatt EU Nr. L 336 vom 23.12.2003, S. 33 ff.

die Bereitstellung durch die Emittentin im Wege einer weiteren Kapitalerhöhung[50]) dem Konsortialführer über die an sich zu platzierende Anzahl von Aktien hinaus bis zu 15 % weitere Aktien zur Verfügung (sog. *Greenshoe*),[51] die den Anlegern im Rahmen des Angebots zugeteilt werden. Sie werden dem Konsortialführer üblicherweise im Rahmen eines Wertpapierdarlehens zur Verfügung gestellt, in dem der Bank eine Option eingeräumt wird, die Greenshoe-Aktien am Ende der Stabilisierungsfrist zu erwerben und anstelle der Aktien den Platzierungspreis für jede Aktie (abzüglich der Provision) zu zahlen (sog. *Greenshoe-Option*). Wenn der Konsortialführer Stabilisierungsmaßnahmen ergreifen musste, also Aktien am Markt erworben hat, wird sie den Altaktionären die Greenshoe-Aktien zurückgewähren. Waren dagegen keine Stabilisierungsmaßnahmen erforderlich, wird die Bank von der Greenshoe-Option Gebrauch machen, so dass die Altaktionäre den zusätzlichen Platzierungserlös erhalten.[52]

IV. Schlussbemerkung

Mit Ablauf der Stabilisierungsfrist ist der Börsengang abgeschlossen. Für die Emmitentin beginnt damit ein neuer Abschnitt im Lebenszyklus als Unternehmen. Sie ist einer Vielzahl von Pflichten unterworfen, die nur für börsennotierte Unternehmen gelten (z. B. Ad-hoc-Publizitätspflicht, Pflicht zur Veröffentlichung von Geschäften von Führungspersonen, Pflicht zur Veröffentlichung von Zwischenberichten, sonstige Zulassungsfolgepflichten). Hieraus resultiert ein besonders hoher Beratungsbedarf, der auf Kapitalmarktrecht spezialisierten Anwälten ein spannendes Tätigkeitsfeld eröffnet.

50 Zu Greenshoe-Aktien, die von der Gesellschaft geliefert werden, siehe: *Feuring* (Fn. 48), § 27 Rn. 26 ff.

51 Der Begriff geht zurück auf eine Kapitalmarkttransaktion der *Greenshoe Manufacturing Co. Boston*, bei der 1924 erstmals in der beschriebenen Weise vorgegangen wurde.

52 Zum Verfahren: *Kay-Michael Schanz*, Zur Zulässigkeit des Greenshoe-Verfahrens nach deutschem Aktienrecht, BKR 2002, 439 ff.