

Der Gang an die Börse: Rechtsformen, Unternehmensentwicklung und die Entscheidung zum Going Public — vom Einzelunternehmen über GmbH und AG zum IPO in Österreich, Deutschland und der Schweiz

Roland Rupprechter¹

Abstract

Dieses Papier untersucht die Frage, ab wann es für ein Unternehmen sinnvoll ist, börsennotiert zu werden. Es entwickelt dazu den vollständigen Entwicklungspfad: von der Wahl der Rechtsform — Personengesellschaften, GmbH und FlexCo, AG, KGaA und SE in Österreich und Deutschland sowie GmbH und AG nach Schweizer Obligationenrecht — über die Finanzierungsstufen des Unternehmenslebenszyklus einschließlich Mezzanine-Kapital und Management-Buy-outs bis zum Formwechsel von der GmbH zur AG und schließlich zum Initial Public Offering (IPO). Die Arbeit stützt sich auf die kapitalmarktökonomische Literatur von Modigliani und Miller (1958) über Jensen und Meckling (1976), Rock (1986) und Pagano, Panetta und Zingales (1998) bis zu Doidge, Karolyi und Stulz (2017) und verbindet sie mit den institutionellen Regeln der Börsenplätze Wien, Frankfurt und Zürich.

Drei durchgerechnete Anwendungsfälle quantifizieren die Entscheidung: ein Management-Buy-out mit Mezzanine-Tranche (Einstieg zum 6,25-Fachen des EBITDA, Eigenkapitalmultiplikator 2,9 über fünf Jahre), ein IPO über 160 Millionen Euro mit Kapitalerhöhung und Umplatzierung (Streubesitz 32 Prozent, direkte Kosten 5 Prozent, Underpricing 15 Prozent) sowie die Vermögensbilanz der Altgesellschafter. Der Befund: Der Börsengang lohnt sich, wenn der Kapitalbedarf die Kraft von Innenfinanzierung, Bankkredit, Mezzanine und Private Equity übersteigt, die Organisation Transparenz- und Publizitätspflichten tragen kann und die Eigentümer bereit sind, Kontrolle mit dem Kapitalmarkt zu teilen — und er misslingt, wo eine dieser drei Bedingungen fehlt.

¹R&B Wealth Management Research; Member Austrian Association for Financial Analysis and Asset Management

Für Unternehmensführungen liefert die Arbeit einen Entscheidungsrahmen: welche Rechtsform zu welcher Geschäftsidee und Unternehmensgröße passt, welche Vor- und Nachteile die Notierung bringt — Kapitalaufbringung, Akquisitionswährung und Reputationsgewinn gegen Ad-hoc-Publizität, Quartalsdruck, Kursenttäuschungen und Übernahmerisiko — und anhand welcher Schwellen sich der richtige Zeitpunkt erkennen lässt. Das Papier versteht sich als didaktische Synthese, nicht als Empfehlung im Einzelfall.

Keywords: Going Public · IPO · Rechtsformwahl · GmbH · Aktiengesellschaft · Underpricing · Streubesitz · Management-Buy-out · Mezzanine-Kapital · Unternehmenskontrolle.

JEL codes: G24, G32, G34, K22, L26.

Nicht-technische Zusammenfassung

Jedes Unternehmen beginnt klein: als Einzelunternehmen oder Personengesellschaft, in der die Gründer mit ihrem Privatvermögen haften. Wächst das Geschäft, folgt meist die GmbH — Haftung begrenzt, Anteile fest in der Hand weniger Gesellschafter. Für die meisten Unternehmen ist hier Endstation, und das ist vernünftig so. Ein kleiner Teil aber wächst weiter, braucht mehr Kapital, als Banken und Eigentümer geben können, und steht dann vor der Frage, die diese Arbeit beantwortet: Wann lohnt der Schritt zur Aktiengesellschaft und weiter an die Börse?²

Die Arbeit zeichnet diesen Weg vollständig nach. Sie erklärt die Rechtsformen in Österreich und Deutschland und welche Form zu welcher Geschäftsidee und Mitarbeiterzahl passt. Sie beschreibt die Finanzierungsleiter dazwischen: Bankkredit, Wagniskapital, Beteiligungskapital — und Mezzanine-Kapital, die Zwischenform aus Eigen- und Fremdkapital, mit der sich Wachstum und Eigentümerwechsel finanzieren lassen, ohne sofort Stimmrechte abzugeben. Ein eigenes Kapitel behandelt den Management-Buy-out: den Kauf des Unternehmens durch das eigene Management, oft die Alternative oder die Vorstufe zum Börsengang.

Der Börsengang selbst wird nüchtern bilanziert. Auf der Habenseite stehen frisches Eigenkapital in nahezu beliebiger Größenordnung, eine Währung für Zukäufe und Mitarbeiterbeteiligung, Sichtbarkeit und die Möglichkeit der Eigentümer, ihr Lebenswerk zu Geld zu machen, ohne es zu verkaufen. Auf der Sollseite stehen erhebliche Kosten — im durchgerechneten Beispiel fünf Prozent des Emissionsvolumens direkt, dazu das Underpricing, also der bewusst niedrig gesetzte Ausgabepreis —, ferner Transparenzpflichten bis zur sofortigen Ad-hoc-Veröffentlichung schlechter Nachrichten, die Ungeduld des Kapitalmarkts bei Enttäuschungen und das Risiko, selbst zum Übernahmeziel zu werden, sobald viele Aktien frei handelbar sind.

Die zentrale Botschaft an Unternehmensführungen: Der Börsengang ist kein Ritterschlag, sondern ein Tausch. Das Unternehmen erhält Zugang zum tiefsten Kapitalbecken der Welt und bezahlt mit Transparenz, geteilter Kontrolle und dauerhafter Rechenschaft. Dieser Tausch lohnt ab einer bestimmten Größe, Reife und Kapitalintensität — und er lohnt nicht für Geschäftsmodelle, die sich aus eigener Kraft oder mit privatem Kapital finanzieren lassen und deren Stärke gerade in der Ruhe des Privaten liegt.

Der Schritt ist von langer Hand vorzubereiten: Rechtsform, Rechnungswesen, Führungsorganisation und Kommunikation müssen börsenreif sein, bevor die erste Bank mandatiert wird. Die teuersten Fehler der Börsengeschichte sind nicht misslungene Börsengänge, sondern gelungene Börsengänge unvorbereiteter Unternehmen.

² Der Börsengang ist keine einmalige Transaktion, sondern ein dauerhafter Zustandswechsel des Unternehmens; die Entscheidung sollte deshalb nie allein aus dem Kapitalbedarf eines einzelnen Jahres begründet werden.

Inhalt

Nicht-technische Zusammenfassung.....	3
1 Einleitung	7
2 Rechtsformen in Deutschland, Österreich und der Schweiz: eine Systematik.....	8
2.1 Personengesellschaften: Einfachheit gegen Haftung	8
2.2 GmbH, UG und FlexCo: der Standard des Mittelstands	9
2.3 AG, KGaA und SE: die Kapitalsammelbecken	9
2.4 Welche Form für welche Geschäftsidee und Größe	10
2.5 Sonderwege: Genossenschaft, Stiftung und GmbH & Co. KG	11
2.6 Steuern als Weichensteller der Rechtsformwahl.....	12
2.7 Größenschwellen des Rechts: Publizität wächst mit	12
2.8 Die Schweiz: Rechtsformen nach Obligationenrecht	13
3 Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus.....	14
3.1 Die Finanzierungsleiter.....	14
3.2 Die Hackordnung der Finanzierung und der Hebel	15
3.3 Eigenkapital von außen: Business Angels, Venture Capital, Private Equity.....	16
3.4 Das Fundament: Innenfinanzierung, Hausbank und Schuldschein	17
3.5 Neue Quellen: Crowdfunding und Venture Debt	17
3.6 Wieviel Eigenkapital braucht ein Unternehmen?	18
4 Mezzanine-Kapital: die Zwischentage der Finanzierung.....	18
4.1 Begriff und Instrumente	18
4.2 Kosten, Nutzen und typische Einsatzlagen	19
4.3 Marktpraxis und die Lehren der Programm-Mezzanine	20
4.4 Mezzanine durch die Bilanzbrille: Rating und Kreditspielraum.....	21
5 Management-Buy-outs: der Kauf von innen	21
5.1 Begriff, Spielarten und ökonomische Logik	21
5.2 Rechenbeispiel: MBO mit Mezzanine-Tranche.....	22
5.3 Ergebnis, Anreize und die Brücke zur Börse.....	23
5.4 Nachfolgepraxis: Owner-Buy-out, Verkäuferdarlehen und Earn-out	24
5.5 Der Buy-out aus Konzernsicht: Carve-outs.....	25
6 Von der GmbH zur AG: der Formwechsel als Weichenstellung	25
6.1 Warum die AG: Kapitalverfassung und verkehrsfähige Anteile.....	25
6.2 Der Governance-Sprung: Weisungsrecht, Satzungsstrenge, Mitbestimmung.....	26
6.3 Der Formwechsel in der Praxis und die Wahl des Vehikels.....	27
6.4 Der Beirat als Vorschule des Aufsichtsrats	28
6.5 Gesellschaftervereinbarungen: wie Verträge den Börsenweg vorzeichnen	28
7 Der Weg an die Börse: Prozess, Akteure und Marktsegmente.....	29

7.1	Voraussetzungen und Bankenauswahl.....	29
7.2	Prospekt, Bookbuilding und Preisfindung.....	29
7.3	Marktsegmente in Wien und Frankfurt	30
7.4	Alternative Wege aufs Parkett: Direct Listing, SPAC, Dual Listing.....	31
7.5	Die Banken im Detail: Konsortium, Research und Interessenkonflikte.....	32
7.6	Ein Blick in den Prospekt: Risikofaktoren und Mittelverwendung	33
7.7	Der Börsenplatz Zürich: SIX Swiss Exchange und Sparks	33
8	Die Ökonomie des Börsengangs I: Motive und Nutzen.....	34
8.1	Was die Forschung über die Motive weiß	34
8.2	Rechenbeispiel: ein IPO über 160 Millionen Euro	35
8.3	Die Folgevorteile: Währung, Folgeemissionen, Sichtbarkeit.....	37
8.4	Bewertungsniveaus: privat gegen notiert	37
8.5	Mitarbeiterbeteiligung: die Aktie als Personalinstrument	38
9	Die Ökonomie des Börsengangs II: Kosten und Fallstricke	38
9.1	Die direkten Kosten	38
9.2	Underpricing: der teuerste Rabatt der Unternehmensfinanzierung	39
9.3	Die Gesamtkostenrechnung.....	40
9.4	Transparenz, Ad-hoc-Publizität und der Takt des Kapitalmarkts.....	41
9.5	Kursenttäuschungen und die lange Frist.....	42
9.6	Haftung und Organpflichten: das persönliche Risiko der Führung	43
9.7	Das Risiko des Vergessenwerdens: Analystenabdeckung und Liquidität.....	43
10	Kontrolle und Kapitalmarkt: Streubesitz, Übernahmen und Abwehr.....	44
10.1	Besitzverhältnisse unter Beobachtung.....	44
10.2	Streubesitz: Liquidität gegen Kontrolle	44
10.3	Der Markt für Unternehmenskontrolle und die feindliche Übernahme.....	45
10.4	Kontrollsicherung: Ankeranteile, KGaA, Mehrstimmrechte.....	46
10.5	Aktionärsaktivismus und die neue Hauptversammlung.....	46
10.6	Die Aktionärsstruktur gestalten: Anker, Cornerstones, Publikum	47
11	Die Entscheidung: ab wann lohnt der Börsengang	47
11.1	Der Entscheidungsrahmen.....	47
11.2	Die Gegenthese: warum weniger Unternehmen an die Börse gehen	48
11.3	Timing: Fenster, Wellen und der aktuelle Markt	49
11.4	Drei Archetypen der Going-Public-Entscheidung.....	49
11.5	Der Zeitplan: 36 Monate bis zur Erstnotiz	50
11.6	Was die Emissionshäuser prüfen: IPO-Readiness aus Bankensicht	51
12	Nach dem IPO: das Leben als börsennotierte Gesellschaft	51
12.1	Investor Relations und die Pflege der Erwartungen	51
12.2	Kapitalmaßnahmen: die Börse als wiederholbare Quelle	52
12.3	Der Rückweg: Delisting und Going Private	52

12.4	Wenn der Kurs fällt: Krisenkommunikation am Kapitalmarkt	52
12.5	Die ersten 180 Tage: Lock-up-Ende und erste Bilanzsaison	53
13	Fazit und Ausblick.....	54
	Literaturverzeichnis	56

1 Einleitung

Kaum eine unternehmerische Entscheidung verändert ein Unternehmen so grundlegend wie der Gang an die Börse. Aus einer Gesellschaft, deren Anteile in wenigen Händen liegen und deren Zahlen die Öffentlichkeit nur in verdichteter Form aus offiziellen Registern erfährt, wird ein öffentliches Unternehmen: täglich bewertet, quartalsweise befragt, zur sofortigen Veröffentlichung kursrelevanter Tatsachen verpflichtet — und im Gegenzug mit einem Zugang zu Eigenkapital ausgestattet, den keine andere Finanzierungsform bietet. Die Frage, ab wann sich dieser Schritt lohnt, gehört zu den ältesten der Unternehmensfinanzierung, und sie stellt sich jeder Unternehmergegeneration neu: Ihre Antwort hängt von Rechtsform, Größe, Kapitalbedarf und Eigentümerzielen ebenso ab wie vom Zustand der Kapitalmärkte.³

Die Forschung hat die einzelnen Elemente dieser Antwort systematisch ausgeleuchtet. Die Irrelevanzthese von Modigliani und Miller (1958) setzte den Referenzpunkt, von dem aus Finanzierungsentscheidungen überhaupt erklärungsbedürftig werden; Jensen und Meckling (1976) begründeten die Agency-Kosten der Trennung von Eigentum und Führung, Myers und Majluf (1984) die Hackordnung der Finanzierung. Die IPO-Forschung lieferte die empirischen Eckwerte: das systematische Underpricing (Ibbotson, 1975; Rock, 1986), die langfristige Underperformance neuer Emissionen (Ritter, 1991; Loughran und Ritter, 1995), die Motive des Börsengangs (Zingales, 1995; Pagano, Panetta und Zingales, 1998; Brau und Fawcett, 2006) und zuletzt die Gegenbewegung — den Rückzug vom öffentlichen Kapitalmarkt (Gao, Ritter und Zhu, 2013; Doidge, Karolyi und Stulz, 2017; Ewens und Farre-Mensa, 2020). Die Buy-out-Literatur von Jensen (1986, 1989) über Kaplan (1989) bis Kaplan und Strömberg (2009) beschreibt die private Alternative.

Der Beitrag dieser Arbeit liegt in der Verbindung dieser Literatur mit dem institutionellen Rahmen des deutschsprachigen Raums zu einem Entscheidungsrahmen für Unternehmensführungen: Sie ordnet die Rechtsformen von der Personengesellschaft bis zur SE nach Geschäftsidee und Unternehmensgröße, entwickelt die Finanzierungsleiter einschließlich Mezzanine-Kapital und Management-Buy-out, zeichnet den logischen Weg von der GmbH über die AG zum IPO nach und bilanziert Nutzen und Fallstricke der Notierung — Kapitalaufbringung, Mitspracherechte, Streubesitz, feindliche Übernahmen, Ad-hoc-Publizität und Kursenttäuschungen — in drei vollständig durchgerechneten Beispielen. Alle Beispiele sind hypothetisch und dienen der Illustration.

Die Arbeit ist wie folgt gegliedert. Abschnitt 1 (der vorliegende Abschnitt) führt in die Fragestellung ein und ordnet die Literatur. Abschnitt 2 systematisiert die Rechtsformen in Deutschland und Österreich und ordnet sie Geschäftsideen und Unternehmensgrößen zu.

³ Alle Rechenbeispiele dieser Arbeit sind hypothetisch, vor Steuern und Transaktionskosten gerechnet und stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar; gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Angaben beziehen sich auf Deutschland und Österreich und geben den Stand von Mitte 2026 vereinfacht wieder.

Abschnitt 3 entwickelt die Finanzierung entlang des Unternehmenslebenszyklus, Abschnitt 4 vertieft das Mezzanine-Kapital und Abschnitt 5 den Management-Buy-out samt Rechenbeispiel. Abschnitt 6 behandelt den Formwechsel von der GmbH zur AG, Abschnitt 7 den Ablauf des Börsengangs und die Börsensegmente in Frankfurt und Wien. Die Abschnitte 8 und 9 bilanzieren Nutzen und Kosten des Going Public an einem durchgerechneten IPO, Abschnitt 10 analysiert Streubesitz, Übernahmemarkt und Kontrollsicherung. Abschnitt 11 verdichtet die Befunde zum Entscheidungsrahmen, Abschnitt 12 beschreibt das Leben nach dem IPO einschließlich des Rückwegs (Delisting), und Abschnitt 13 schließt mit einem Fazit und Ausblick.

2 Rechtsformen in Deutschland, Österreich und der Schweiz: eine Systematik

2.1 Personengesellschaften: Einfachheit gegen Haftung

Am Anfang fast jeder Unternehmensgeschichte steht die einfachste Form: das Einzelunternehmen. Es entsteht formlos, kostet nichts, kennt keine Organe und keine Publizität — und bindet dafür das gesamte Privatvermögen des Inhabers an das Geschäft. Schließen sich mehrere Gründer zusammen, entsteht die Gesellschaft bürgerlichen Rechts beziehungsweise die offene Gesellschaft, bei kaufmännischem Betrieb die OG (in Deutschland OHG): gemeinsame Führung, gemeinsame, unbeschränkte und gesamtschuldnerische Haftung. Die Kommanditgesellschaft mildert dieses Prinzip erstmals: Neben den unbeschränkt haftenden Komplementär treten Kommanditisten, deren Risiko auf die Einlage begrenzt ist — die historisch erste Trennung von Kapitalgeber und Geschäftsführer und damit der Urahn aller späteren Kapitalsammelformen.⁴

Geeignet sind diese Formen für Geschäftsmodelle, deren Risiko überschaubar und deren Kapitalbedarf klein ist: Dienstleistung, Handwerk, Beratung, freie Berufe — Geschäfte, die vom persönlichen Einsatz weniger Personen leben und typischerweise mit einem bis neun Mitarbeitern auskommen. Die unbeschränkte Haftung ist dabei nicht nur Risiko, sondern auch Signal: Das Entstehen mit dem Privatvermögen dokumentiert Vertrauen in das eigene Geschäft, was Kreditgeber honorieren (Leland und Pyle, 1977). Sobald jedoch das Geschäft skaliert — mehr Mitarbeiter, Lagerbestände, Produkthaftung, Fremdkapital — wird die persönliche Haftung zur existenziellen Bedrohung, und der Wechsel in eine Kapitalgesellschaft ist ökonomisch geboten.

⁴ In Österreich entsprechen OG und KG weitgehend der deutschen OHG und KG; die GbR heißt dort GesbR. Die GmbH & Co. KG kombiniert die KG mit einer GmbH als haftender Komplementärin.

2.2 GmbH, UG und FlexCo: der Standard des Mittelstands

Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist die erfolgreichste Rechtsform des deutschsprachigen Raums — weit über einhunderttausend und über eine Million Gesellschaften allein in Österreich und Deutschland — und das aus gutem Grund: Sie begrenzt die Haftung auf das Gesellschaftsvermögen, bleibt aber im Innenverhältnis so flexibel wie eine Personengesellschaft. Die Gesellschafter bestimmen per Gesellschaftsvertrag nahezu frei über Geschäftsführung, Gewinnverteilung und Anteilsübertragung; die Gesellschafterversammlung kann der Geschäftsführung Weisungen erteilen — der entscheidende Unterschied zur Aktiengesellschaft, wie Abschnitt 6 ausführt. Das Mindeststammkapital beträgt in Österreich seit 2024 nur noch 10.000 Euro, in Deutschland 25.000 Euro; für Gründer mit minimalem Kapitalbedarf existieren die deutsche Unternehmergeellschaft ab einem Euro und seit 2024 die österreichische Flexible Kapitalgesellschaft (FlexCo), die zusätzlich stimmrechtslose Unternehmenswert-Anteile für die Mitarbeiterbeteiligung erlaubt.⁵

Die GmbH ist die natürliche Form für das Gros der wachsenden Unternehmen: vom Technologie-Start-up über den Produktionsbetrieb bis zum Familienunternehmen mit Hunderten Beschäftigten. Ihre Grenzen liegen auf der Kapitalseite. GmbH-Anteile sind keine Wertpapiere: Ihre Übertragung verlangt notarielle Beurkundung, es gibt keinen organisierten Markt, und neue Gesellschafter müssen einzeln aufgenommen werden. Eigenkapital von außen fließt deshalb nur über verhandelte Beteiligungen — Business Angels, Wagniskapital, Beteiligungsgesellschaften —, deren jeder Einstieg ein Vertragswerk ist. Genau an dieser Stelle beginnt die Logik des Rechtsformwechsels: Die wiederholte Aufnahme von Eigenkapital oder die Aufnahme von einer Vielzahl von Kapitalgebern setzt einen Anteil voraus, der ohne notarielle Beurkundung übertragbar ist — die Aktie.

2.3 AG, KGaA und SE: die Kapitalsammelbecken

Die Aktiengesellschaft ist als Kapitalsammelbecken konstruiert. Ihr Kapital ist in Aktien zerlegt — standardisierte, frei übertragbare Mitgliedschaftsrechte, die ohne notarielle Form den Eigentümer wechseln und damit börsenfähig sind. Ihre Verfassung ist dreigeteilt: Der Vorstand führt die Geschäfte in eigener Verantwortung und ist — anders als der GmbH-Geschäftsführer — an Weisungen der Eigentümer gerade nicht gebunden; der Aufsichtsrat bestellt, überwacht und entlässt den Vorstand; die Hauptversammlung der Aktionäre entscheidet über Satzung, Kapitalmaßnahmen und Gewinnverwendung. Diese Machtverteilung ist weitgehend zwingend (Satzungsstrenge), denn sie schützt künftige

⁵ Österreich hat mit dem Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2023 das GmbH-Mindeststammkapital zum 1. Jänner 2024 auf 10.000 Euro gesenkt und zugleich die FlexKapG (FlexCo) eingeführt; in Deutschland gilt für die GmbH weiterhin 25.000 Euro, für die Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt) ein Euro.

Aktionäre, die den Gesellschaftsvertrag nicht mitverhandeln: Jeder Erwerber einer Aktie muss sich auf dieselbe Verfassung verlassen können.⁶

Zwei Varianten verdienen Erwähnung, weil sie auf dem Weg an die Börse strategische Rollen spielen. Die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) verbindet börsenfähige Aktien mit einem persönlich haftenden Gesellschafter, der die Geschäfte führt und dessen Stellung von der Hauptversammlung nicht angetastet werden kann — die Unternehmensform der Wahl für Familien, die Kapital aufnehmen und die Kontrolle behalten wollen. In Österreich, wo das Aktienrecht die KGaA nicht vorsieht, wird dasselbe Ziel über mehrstufige Konstruktionen erreicht — etwa bei der Salzburger Biogena-Gruppe, deren an der Wiener Börse gelistete Biogena Group Invest AG das operative Geschäft der Biogena GmbH & Co KG bündelt, während die unternehmerische Kontrolle beim Gründer verbleibt. In Deutschland nutzen prominente Börsengänge der jüngeren Zeit wie Ottobock (2025) unmittelbar die KGaA-Struktur. Die Europäische Gesellschaft (SE) wiederum erlaubt das monistische Board-Modell und friert die unternehmerische Mitbestimmung auf dem Stand der Umwandlung ein, was sie für wachsende Unternehmen vor den Schwellen der Mitbestimmungsgesetze attraktiv macht.

2.4 Welche Form für welche Geschäftsidee und Größe

Aus Haftung, Kapitalzugang und Organisation ergibt sich eine klare Zuordnung von Rechtsform, Geschäftsidee und Unternehmensgröße, die Tabelle 1 zusammenfasst. Die Logik dahinter ist ökonomisch, nicht juristisch: Jede Stufe der Rechtsformleiter kauft zusätzlichen Kapitalzugang und Haftungsschutz und bezahlt mit Gründungsaufwand, Publizität und Formzwang. Ein Beratungsbüro mit drei Köpfen wäre als AG grotesk überorganisiert; ein Maschinenbauer mit 800 Beschäftigten und Exportrisiken wäre als OG und OHG existenzgefährdend unterorganisiert.⁷

⁶ Das Mindestgrundkapital beträgt 50.000 Euro für die deutsche und 70.000 Euro für die österreichische AG sowie 120.000 Euro für die SE; die KGaA verlangt zusätzlich mindestens einen persönlich haftenden Gesellschafter, der seinerseits eine GmbH oder SE sein kann.

⁷ Die Mitarbeiterzahlen sind Richtwerte der Praxis, keine Rechtsgrenzen; rechtlich maßgeblich sind unter anderem die Mitbestimmungsschwellen von 500 (Drittelbeteiligung) und 2.000 Beschäftigten (paritätische Mitbestimmung) in Deutschland.

Tabelle 1: Rechtsformen in Deutschland und Österreich im Überblick

Rechtsform	Mindestkapital	Haftung	Typische Größe	Typische Geschäftsidee
Einzelunternehmen	—	unbeschränkt, persönlich	1–9 Mitarbeiter	Handwerk, Handel, freie Berufe
GbR/GesbR, OHG/OG	—	unbeschränkt, gesamtschuldnerisch	2–20	Sozietäten, kleine Betriebe
KG / GmbH & Co. KG	—	Komplementär unbeschränkt, Kommanditisten begrenzt	10–500	Mittelstand, Familienunternehmen
UG / FlexCo	1 € / 10.000 €	auf Gesellschaftsvermögen begrenzt	1–20	Start-ups, Gründungsphase
GmbH	25.000 € (DE) / 10.000 € (AT)	auf Gesellschaftsvermögen begrenzt	5–2.000	wachstumsstarker Mittelstand aller Branchen
AG (nicht notiert)	50.000 € (DE) / 70.000 € (AT)	auf Gesellschaftsvermögen begrenzt	ab ca. 250	kapitalintensive Expansion, Börsenvorbereitung
KGaA	50.000 €	Komplementär unbeschränkt, Aktionäre begrenzt	ab ca. 500	Familienunternehmen mit Kapitalbedarf und Kontrollwunsch
SE	120.000 €	auf Gesellschaftsvermögen begrenzt	ab ca. 500	international tätige Konzerne

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten von GmbHG, AktG, FlexKapGG und SE-VO; Größenangaben als Praxisrichtwerte.

Tabelle 1 liest sich von oben nach unten als Wachstumsgeschichte — und genau so ist sie gemeint. Die Rechtsform ist kein Bekenntnis, sondern ein Instrument, und sie sollte dem Geschäft folgen, nicht umgekehrt. Zwei Beobachtungen aus der Empirie stützen diese Sicht: Erstens wechseln erfolgreiche Unternehmen ihre Rechtsform im Schnitt mehrfach im Lebenszyklus; zweitens ist die Zahl der Beschäftigten dabei ein besserer Prädiktor als das Alter, weil sie Haftungs-, Organisations- und Mitbestimmungsfragen gleichermaßen treibt. Für die Frage dieser Arbeit genügt die Einsicht: Der Weg an die Börse führt zwingend über die Aktie — und damit über AG, KGaA oder SE als letzte Sprosse der Leiter.

2.5 Sonderwege: Genossenschaft, Stiftung und GmbH & Co. KG

Neben der Hauptstraße der Rechtsformleiter existieren Sonderwege, die für bestimmte Geschäftsideen die bessere Antwort sind. Die Genossenschaft organisiert Unternehmen, deren Zweck die Förderung ihrer Mitglieder ist — Raiffeisen, Volksbanken, Winzer, Molkereien, Wohnungswirtschaft, zunehmend auch Energiegemeinschaften; ihr Kapital wächst mit den Mitgliedern, ein Börsengang ist systemfremd. Die unternehmensverbundene Stiftung löst das umgekehrte Problem: Sie verstetigt ein Lebenswerk jenseits der Erbfolge, indem sie das Eigentum vom Familienzyklus abkoppelt — häufig kombiniert mit einer börsennotierten Tochter, sodass Kapitalmarktzugang und Stiftungszweck nebeneinander

bestehen. Und die GmbH & Co. KG bleibt das Arbeitspferd des gehobenen Mittelstands, weil sie Haftungsbegrenzung mit steuerlicher Transparenz und großer Vertragsfreiheit verbindet.⁸

Für die Frage dieser Arbeit sind die Sonderwege als Kontrollgruppe lehrreich: Sie zeigen, dass Kapitalzugang nicht der einzige Maßstab der Rechtsformwahl ist. Wo Mitgliederförderung, Zweckbindung oder steuerliche Transparenz im Vordergrund stehen, ist die Börsenfähigkeit schlicht kein Kriterium — und der beste Rat an eine Unternehmensführung beginnt mit der Frage, welches Problem die Rechtsform lösen soll, nicht mit der Frage, welche Form die größte ist.

2.6 Steuern als Weichensteller der Rechtsformwahl

Quer zu Haftung und Kapitalzugang liegt die Steuer. Personengesellschaften werden transparent besteuert: Der Gewinn wird den Gesellschaftern direkt zugerechnet und unterliegt deren Einkommensteuer — attraktiv bei Entnahmebedarf und in Verlustphasen, belastend bei hohen thesaurierten Gewinnen. Kapitalgesellschaften folgen dem Trennungsprinzip: Die Gesellschaft zahlt Körperschaft- und in Deutschland Gewerbesteuer (zusammen typischerweise um die 30 Prozent, in Österreich 23 Prozent Körperschaftsteuer), und erst die Ausschüttung löst die Besteuerung beim Anteilseigner aus. Für wachstumsorientierte Unternehmen, die Gewinne einbehalten und reinvestieren, ist das Trennungsprinzip regelmäßig günstiger — ein steuerlicher Vorteil auf dem Weg zur Kapitalgesellschaft, der die gesellschaftsrechtliche Logik dieser Arbeit verstärkt.⁹

Am Börsenweg selbst verdient ein Punkt besondere Aufmerksamkeit: die stillen Reserven der Altgesellschafter. Der Verkauf von Anteilen — ob an einen Investor, im Buy-out des Abschnitts 5 oder in der Umplatzierung des Abschnitts 8 — realisiert Wertzuwächse, die je nach Haltedauer, Beteiligungshöhe und Rechtsform unterschiedlich besteuert werden. Die Strukturierung des Eigentums vor dem Börsengang (Holdingstrukturen, Familiengesellschaften) ist deshalb ein eigenes Beratungsfeld mit langen Vorlaufzeiten — ein weiterer Grund, den Weg an die Börse in Jahren statt Monaten zu denken.

2.7 Größenschwellen des Rechts: Publizität wächst mit

Unabhängig von der gewählten Form wächst mit dem Unternehmen die Publizität. Das Bilanzrecht staffelt die Pflichten nach Größenklassen aus Bilanzsumme, Umsatz und Beschäftigten: Kleinstgesellschaften hinterlegen verkürzte Bilanzen, kleine legen ohne

⁸ Auch Mischformen sind verbreitet: Die Stiftung hält die Mehrheit einer börsennotierten AG, womit Kapitalmarktzugang und Verselbständigung des Unternehmenszwecks kombiniert werden.

⁹ Die Angaben sind bewusst grob; Gewerbesteuerhebesätze, Freibeträge, Thesaurierungsbegünstigungen und die Besteuerung der Anteilseigner verschieben das Bild im Einzelfall erheblich — die Rechtsformwahl gehört in die Hand steuerlicher Beratung.

Anhangdetails offen, mittelgroße und große Gesellschaften veröffentlichen geprüfte Abschlüsse samt Lagebericht. Mit dem Überschreiten der Schwellen erhöht sich die Transparenzpflicht unabhängig vom Willen der Gesellschaft. Diese Treppe relativiert ein verbreitetes Argument gegen den Börsengang: Die vollständige Diskretion, die mancher Eigentümer zu verteidigen glaubt, existiert oberhalb des Kleinbetriebs ohnehin nicht mehr; der Schritt an die Börse vergrößert die Publizität erheblich, aber er beginnt nicht bei null.¹⁰

Für die Rechtsformplanung ergibt sich daraus eine praktische Empfehlung: Die Berichtsfähigkeit sollte den gesetzlichen Schwellenwerten vorauslaufen. Ein Unternehmen, das sein Rechnungswesen erst unter dem Druck der erreichten Größenklasse ordnet, erfährt jede Schwelle als Zäsur; ein Unternehmen, das frühzeitig konzernfähig berichtet, erfährt sie als Formsache — und hat damit zugleich einen wesentlichen Teil der in Abschnitt 9.7 beschriebenen Börsenreife erworben, bevor erstmals eine Investmentbank mandatiert wurde.

2.8 Die Schweiz: Rechtsformen nach Obligationenrecht

Die Schweiz ordnet ihre Rechtsformen im Obligationenrecht (OR) und kennt dieselbe Grundlogik wie Österreich und Deutschland — vom Einzelunternehmen über die Personengesellschaften (Kollektiv- und Kommanditgesellschaft) zur GmbH und zur Aktiengesellschaft. Die GmbH verlangt ein Stammkapital von 20 000 Franken, das voll einbezahlt sein muss; die AG ein Aktienkapital von mindestens 100 000 Franken, von dem bei der Gründung mindestens 20 Prozent je Aktie, insgesamt aber wenigstens 50 000 Franken liberiert (einbezahlt) sein müssen. Anders als im dualistischen System mit Vorstand und Aufsichtsrat führt in der Schweiz ein einstufiger Verwaltungsrat die Gesellschaft; eine der deutschen Mitbestimmung vergleichbare Arbeitnehmervertretung im Organ kennt das Schweizer Recht nicht.

Die Aktienrechtsrevision, in Kraft seit dem 1. Januar 2023, hat die Kapitalverfassung deutlich flexibilisiert: Das Kapitalband erlaubt dem Verwaltungsrat, das Aktienkapital während bis zu fünf Jahren innerhalb einer Bandbreite von plus/minus 50 Prozent zu erhöhen oder herabzusetzen, das Aktienkapital kann in ausländischer Währung geführt werden, und Generalversammlungen sind virtuell möglich. Für den Weg an die Börse ist damit — wie in Deutschland und Österreich — die Aktiengesellschaft die gegebene Form; der Wechsel von der GmbH zur AG folgt derselben Logik wie in Abschnitt 6 beschrieben.

Für die Rechtsformwahl wirken zusätzlich der kantonale Steuerwettbewerb und die Nähe zum Finanzplatz Zürich. Die Größenschwellen der Publizität folgen dem Revisionsrecht: Zur ordentlichen Revision verpflichtet sind Gesellschaften, die in zwei aufeinanderfolgenden

¹⁰ Mit der EU-Nachhaltigkeitsberichtspflicht (CSRD) wächst eine weitere größenabhängige Berichtsdimension heran, deren Anwendungsbereich und Zeitplan zuletzt mehrfach angepasst wurden.

Geschäftsjahren zwei der drei Schwellen überschreiten — 20 Millionen Franken Bilanzsumme, 40 Millionen Franken Umsatz, 250 Vollzeitstellen.

3 Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus

3.1 Die Finanzierungsleiter

Rechtsform und Finanzierung stellen zwei Seiten derselben Entwicklung dar. In der Gründungsphase finanziert sich das Unternehmen aus Eigenmitteln der Gründer, aus dem familiären Umfeld und aus Förderprogrammen — nicht aus Präferenz, sondern weil externe Kapitalgeber das junge Geschäftsmodell noch nicht beurteilen können: Es fehlen eine Unternehmenshistorie, testierte Abschlüsse und besicherungsfähige Vermögenswerte. Mit jeder Wachstumsstufe sinkt diese Informationsasymmetrie, und neue Kapitalquellen werden erreichbar: erst Bankkredit gegen Sicherheiten, dann Wagniskapital gegen Anteile, dann Beteiligungskapital und Mezzanine, zuletzt der organisierte Kapitalmarkt. Abbildung 1 ordnet diese Finanzierungsleiter den Unternehmensphasen und Rechtsformen zu.¹¹

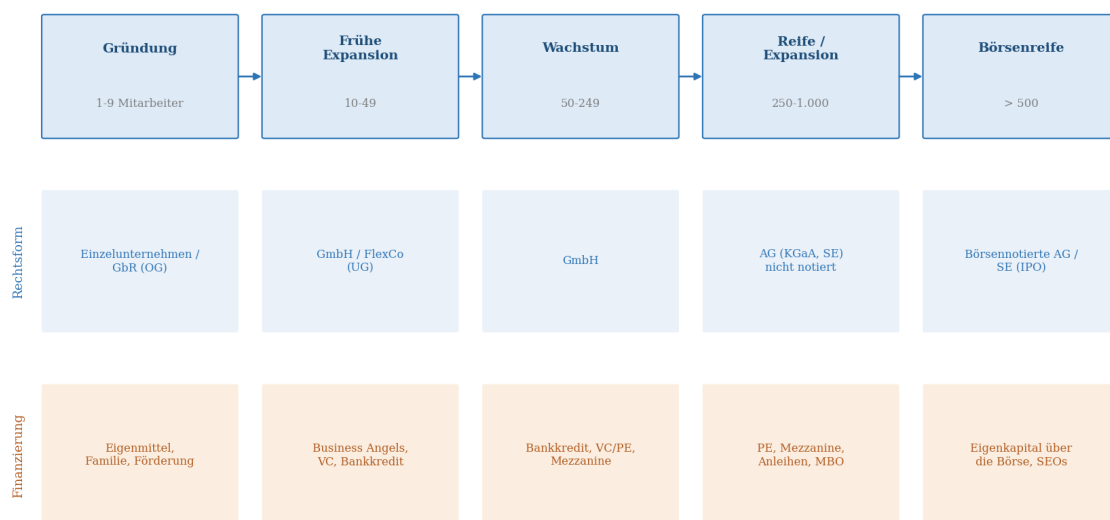


Abbildung 1: Unternehmensphasen, typische Rechtsformen und Finanzierungsquellen im Lebenszyklus (schematisch; Größenangaben als Richtwerte).
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Berger und Udell (1998).

Die Leiter der Abbildung 1 ist kein Automatismus — die meisten Unternehmen bleiben aus guten Gründen auf einer mittleren Sprosse stehen —, aber sie ist eine Reihenfolge: Stufen lassen sich selten überspringen. Ein Unternehmen ohne Wagniskapital- oder Beteiligungskapital-Historie kann den Kapitalmarkt technisch erreichen, doch fehlt ihm dann meist, was Investoren am IPO-Kandidaten sehen wollen: professionalisierte Berichts-

¹¹ Berger und Udell (1998) haben diesen Zusammenhang als Financial Growth Cycle formalisiert: Informationsverfügbarkeit, Unternehmensgröße und Finanzierungsquelle entwickeln sich gemeinsam.

und Führungsstrukturen, erprobte Governance und Eigentümer, die Rechenschaft gewohnt sind. Megginson und Weiss (1991) zeigen empirisch, dass wagniskapitalfinanzierte Börsengänge geringeres Underpricing aufweisen — die Zertifizierung durch professionelle Vorinvestoren senkt die Kapitalkosten des Börsengangs.

3.2 Die Hackordnung der Finanzierung und der Hebel

Warum Eigenkapital von außen die letzte und nicht die erste Quelle ist, erklärt die Finanzierungstheorie. In der Welt ohne Friktionen von Modigliani und Miller (1958) wäre die Finanzierungsstruktur belanglos; real existieren Steuern, Insolvenzkosten und vor allem Informationsasymmetrien. Myers und Majluf (1984) zeigen: Weil das Management mehr weiß als externe Kapitalgeber, werten diese jede Aktienaussage als Signal möglicher Überbewertung und verlangen einen Abschlag — weshalb Unternehmen zuerst einbehaltene Gewinne, dann Fremdkapital und erst zuletzt externes Eigenkapital nutzen. Fremdkapital hat zudem eine Eigenschaft, die Wachstum beschleunigt und gefährdet zugleich: den Hebel. Gleichung (1) fasst den Leverage-Effekt zusammen:¹²

$$r_{EK} = r_{GK} + (r_{GK} - i) \cdot FK/EK \quad (1)$$

Gleichung (1): Die Eigenkapitalrendite r_{EK} steigt mit dem Verschuldungsgrad FK/EK , solange die Gesamtkapitalrendite r_{GK} über dem Fremdkapitalzins i liegt — und fällt spiegelbildlich, wenn sie darunter rutscht. Ein Beispiel mit den Größen des Buy-out-Kapitels: Bei 10 Prozent Gesamtkapitalrendite, 6 Prozent Fremdkapitalzins und einem Verschuldungsgrad von 1,5 ergibt sich eine Eigenkapitalrendite von 16 Prozent. Der Hebel erklärt, warum Wachstum mit Fremdkapital attraktiv ist — und warum Abschnitt 5 ihn im Buy-out systematisch einsetzt.

Für die Frage dieser Arbeit hat die Rangordnung eine wichtige Konsequenz: Der Börsengang steht nicht am Anfang, sondern am Ende der Finanzierungsalternativen — er wird relevant, wenn Innenfinanzierung und Fremdkapital ausgereizt sind und der verbleibende Eigenkapitalbedarf die Kraft privater Investoren übersteigt. Ein Börsengang, obwohl Bankkredit oder private Beteiligung ausreichen würden, bedeutet die Inanspruchnahme der teuersten Kapitalquelle für ein Bedürfnis, das billigere Quellen gelöst hätten.

¹² Die Präferenzfolge Innenfinanzierung — Fremdkapital — externes Eigenkapital wird als Pecking-Order-Theorie bezeichnet (Myers, 1984; Myers und Majluf, 1984).

3.3 Eigenkapital von außen: Business Angels, Venture Capital, Private Equity

Zwischen Bankkredit und Börse liegt das private Beteiligungskapital, gestaffelt nach Reifegrad. Business Angels investieren in der Gründungsphase eigenes Geld und Erfahrung; Venture-Capital-Fonds finanzieren skalierende Geschäftsmodelle in Runden gegen Minderheitsbeteiligungen mit starken Vertragsrechten; Private-Equity-Fonds übernehmen reife Unternehmen mehrheitlich, häufig mit erheblichem Fremdkapitalanteil. Gemeinsam ist allen drei Formen der aktive Eigentümer: Anders als der anonyme Kapitalmarkt sitzen private Kapitalgeber im Beirat, besetzen Schlüsselpositionen mit und planen von Beginn an ihren Ausstieg — über Verkauf, Weiterreichung oder eben den Börsengang. Black und Gilson (1998) sehen gerade in dieser Ausstiegsoption die Verbindung der Kapitalmärkte: Ein lebendiger IPO-Markt ist die Voraussetzung eines lebendigen Wagniskapitalmarkts, weil er den Frühinvestoren den wertvollsten Exit öffnet. Tabelle 2 ordnet die Quellen den Phasen zu.¹³

Tabelle 2: Finanzierungsquellen nach Unternehmensphase

Phase	Typische Quelle	Größenordnung	Gegenleistung	Typischer Horizont
Gründung	Eigenmittel, Familie, Förderung	bis 0,5 Mio. €	—	unbegrenzt
Frühphase	Business Angels, Seed-Fonds	0,1–2 Mio. €	Minderheitsanteile	5–8 Jahre
Expansion	Venture Capital	2–50 Mio. €	Anteile, Kontrollrechte	5–10 Jahre
Wachstum/Reife	Bankkredit, Mezzanine, Private Equity	5–500 Mio. €	Zins, Nachrang, Mehrheit	3–7 Jahre
Börsenreife	IPO und Folgeemissionen	ab ca. 50 Mio. €	Streubesitz, Publizität	dauerhaft

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten von Berger und Udell (1998) sowie Kaplan und Strömberg (2003); Größenordnungen als Praxisrichtwerte.

Tabelle 2 macht den Platz des Börsengangs in der Finanzierungslandschaft sichtbar: Das IPO ist die einzige Quelle ohne Ablaufdatum. Jeder private Kapitalgeber will nach fünf bis zehn Jahren hinaus; die Börse dagegen stellt dauerhaft Eigenkapital bereit und erneuert die Investorenbasis täglich im Handel. Diese Dauerhaftigkeit ist der strukturelle Vorteil der Notierung — und zugleich ihre Verpflichtung, denn auch die Rechenschaft kennt dann kein Ablaufdatum mehr.

¹³ Kaplan und Strömberg (2003) dokumentieren die Vertragstechnik des Wagniskapitals: Liquidationspräferenzen, Verwässerungsschutz, Meilenstein-Finanzierung und Kontrollrechte, die sich mit der Unternehmensentwicklung verschieben.

3.4 Das Fundament: Innenfinanzierung, Hausbank und Schuldschein

Ungeachtet der Aufmerksamkeit, die Wagniskapital und Börsengang auf sich ziehen, bleibt das Fundament der Unternehmensfinanzierung unspektakulär: einbehaltene Gewinne und Bankkredit. Die Innenfinanzierung ist die kostengünstigste und diskreteste aller Finanzierungsquellen — sie verwässert die Beteiligungsverhältnisse nicht, unterliegt keinen Publizitätspflichten und entfaltet eine inhärente Disziplinierungswirkung, da nur erwirtschaftete Mittel verwendet werden können; ihr Preis liegt im Tempo, da sie nur im Gleichschritt mit dem operativen Geschäft wächst. Der Bankkredit erweitert dieses Fundament um einen Hebel: Im Hausbankmodell des deutschsprachigen Raums begleitet ein Kreditinstitut das Unternehmen über Jahrzehnte, kennt dessen Zyklen und trägt Schwächephasen mit, die ein anonymer Kapitalmarkt sanktionieren würde. Für größere mittelständische Unternehmen tritt der Schuldschein hinzu — ein formarmes Fremdkapitalinstrument zwischen Kredit und Anleihe, mit dem sich ohne Prospekt und Rating zweistellige Millionenbeträge bei institutionellen Anlegern platzieren lassen.

Die Grenzen dieses Fundaments bestimmen die weiteren Stufen der Finanzierungsleiter. Der Kredit setzt Sicherheiten und Kapaldienstfähigkeit voraus — er finanziert Bestehendes gut, Ungewisses hingegen schlecht; für Forschung, Markterschließung und immaterielle Vermögenswerte ist er strukturell ungeeignet. An eben dieser Grenze setzt der Bedarf an Eigenkapital und seinen hybriden Zwischenformen ein — und damit die Abschnitte 9.4 und folgende. Ein Unternehmen, das diese Grenze zu spät erkennt und Wachstum kreditfinanziert, obwohl es Eigenkapital erfordert hätte, riskiert in der ersten Krise seine Existenz.

3.5 Neue Quellen: Crowdfunding und Venture Debt

Die Digitalisierung hat der Finanzierungsleiter zwei neue Sprossen eingezogen. Crowdfunding sammelt viele kleine Beträge über Plattformen ein — rechtlich meist als Nachrangdarlehen oder über die Unternehmenswert-Anteile der FlexCo — und eignet sich für konsumnahe Geschäftsmodelle, deren Kunden zugleich Kapitalgeber und Botschafter werden; die Beträge bleiben klein, der Kommunikationsaufwand ist erheblich, und die Schwarmfinanzierung ist eher Marketing mit Kapitalwirkung als Kapitalmarkt. Gewichtiger ist Venture Debt: Spezialkreditgeber verlängern die Reichweite wagniskapitalfinanzierter Unternehmen zwischen zwei Eigenkapitalrunden, gegen hohe Zinsen und Optionsrechte — Fremdkapital für Unternehmen, denen keine Bank leiht, möglich nur, weil der Wagniskapitalgeber als Qualitätssignal und faktischer Rückhalt dahintersteht.¹⁴

¹⁴ Venture Debt wird typischerweise zwischen Eigenkapitalrunden vergeben, besichert an Rechten und Forderungen, und mit Optionsrechten (Warrants) auf Anteile vergütet — eine Mezzanine-Variante für wagniskapitalfinanzierte Unternehmen.

Beide Quellen bestätigen das Muster dieser Arbeit im Kleinen: Jede neue Finanzierungsform entsteht dort, wo Informationsasymmetrien eine Lücke zwischen den etablierten Sprossen lassen, und jede bepreist ihre Lücke mit einer Mischung aus Zins, Anteilen und Kontrollrechten. Für die Börsenfrage sind sie Vorboten, keine Alternativen: Die Nutzung von Crowdkapital oder Venture Debt zeigt den Kapitalbedarf an, nicht jedoch die Reife für den öffentlichen Markt.

3.6 Wieviel Eigenkapital braucht ein Unternehmen?

Der Entscheidung über die Quelle des Eigenkapitals hat die Bestimmung seiner Höhe vorauszugehen. Den theoretischen Rahmen spannt die Kapitalstrukturlehre: Nach dem Abwägungsgedanken der Trade-off-Theorie steht dem Steuervorteil des Fremdkapitals das mit der Verschuldung wachsende Insolvenz- und Verhaltensrisiko gegenüber (Myers, 1984); die Pecking-Order-Logik des Abschnitts 3.2 ergänzt die Rangfolge der Finanzierungsquellen. Die Praxis überführt beide Ansätze in Kennzahlen — Verschuldung im Verhältnis zum operativen Ergebnis, Zinsdeckungsgrad, Eigenkapitalquote —, kalibriert an Branche, Zyklizität und Kapitalintensität. Ein Maschinenbauunternehmen mit Projektrisiken benötigt größere Puffer als ein Bestandshalter von Wohnimmobilien mit planbaren Mieterträgen; ein Softwareunternehmen ohne beleihungsfähige Aktiva mehr Eigenkapital als ein Handelsunternehmen mit werthaltigen Lagerbeständen.¹⁵

Die Eigenkapitalfrage ist damit immer eine Risikofrage: Eigenkapital ist der Puffer, der Fehler, Zyklen und Überraschungen absorbiert, ohne dass Dritte kündigen können. Daraus folgt die Brücke zur Börsenfrage dieser Arbeit: Der Bedarf an öffentlichem Eigenkapital entsteht, wo das Geschäftsmodell dauerhaft mehr Puffer verlangt, als einbehaltene Gewinne und private Quellen aufbauen können — typischerweise bei kapitalintensiver Expansion, langen Entwicklungszyklen oder akquisitionsgetriebenem Wachstum. Wo der Puffer auch privat erreichbar ist, ist die Börse Kür; wo nicht, wird sie Pflicht.

4 Mezzanine-Kapital: die Zwischenetage der Finanzierung

4.1 Begriff und Instrumente

Zwischen dem besicherten Bankkredit und dem stimmberechtigten Eigenkapital liegt eine ganze Etage von Finanzierungsformen, die der Sprachgebrauch nach dem italienischen Wort für Zwischengeschoß Mezzanine-Kapital nennt. Gemeinsam ist ihnen die Position in der Rangfolge: Im Insolvenzfall werden sie nach allen vorrangigen Gläubigern, aber vor den Gesellschaftern bedient. Für dieses erhöhte Risiko verlangen Mezzanine-Geber eine

¹⁵ Graham und Harvey (2001) zeigen in ihrer großen Praktikerbefragung, dass Finanzvorstände Zielverschuldungsgrade und Bonitätsurteile als wichtigste Orientierungsgrößen der Kapitalstruktur nennen — näher an der Praxis als an der reinen Theorie.

Verzinsung deutlich über dem Kreditzins — typischerweise im hohen einstelligen bis niedrigen zweistelligen Prozentbereich —, verzichten aber im Regelfall auf Stimmrechte und Sicherheiten. Genau diese Kombination macht die Zwischenetage für Wachstumsunternehmen attraktiv: Sie stärkt die wirtschaftliche Eigenkapitalbasis und erweitert damit den Kreditspielraum, ohne die Besitzverhältnisse anzutasten. Tabelle 3 ordnet die wichtigsten Instrumente.¹⁶

Tabelle 3: Mezzanine-Instrumente im Überblick

Instrument	Charakter	Vergütung	Stimmrechte	Typischer Einsatz
Nachrangdarlehen	fremdkapitalnah	fester Zins, nachrangig	nein	Wachstums- und Akquisitionsfinanzierung
Stille Beteiligung (typisch)	fremdkapitalnah	Gewinnbeteiligung, fix + variabel	nein	Mittelstand, diskrete Kapitalstärkung
Genussrecht / Genussschein	je nach Ausgestaltung	gewinnabhängig, Verlustteilnahme möglich	nein	bilanzielle Eigenkapitalstärkung
Wandelanleihe	hybrid	Kupon + Wandlungsrecht in Aktien	nach Wandlung	börsennahe Unternehmen, Brückenfinanzierung
Optionsanleihe	hybrid	Kupon + Bezugsrecht auf Aktien	nach Ausübung	Emission mit Eigenkapital-Kicker
Verkäuferdarlehen	fremdkapitalnah	fester Zins, nachrangig	nein	Kaufpreisbrücke bei Nachfolge und Buy-out

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten von Berger und Udell (1998).

Die Instrumente der Tabelle 3 unterscheiden sich in einem für die Börsenfrage wichtigen Detail: ihrer Nähe zur Aktie. Nachrangdarlehen und stille Beteiligung bleiben reine Finanzierungsverhältnisse; Wandel- und Optionsanleihen dagegen tragen ein Eigenkapitalversprechen in sich und setzen faktisch voraus, dass es dereinst börsenfähige Aktien gibt, in die gewandelt werden kann. Mit der Begebung solcher Instrumente ist der Weg zur AG und häufig zur Börse implizit bereits eingeschlagen — Mezzanine ist damit nicht nur Zwischenetage der Bilanz, sondern oft auch Zwischenstation des Entwicklungspfads dieser Arbeit.

4.2 Kosten, Nutzen und typische Einsatzlagen

Mezzanine-Konditionen bestehen in der Praxis aus drei Elementen: einem laufend gezahlten Kupon, einem kapitalisierten Zinsanteil (PIK) und häufig einem Equity Kicker — einem Besserungsrecht am Unternehmenswert, etwa über Optionen. Der kapitalisierte Anteil wächst dabei mit Zinseszins nach Gleichung (2):¹⁷

¹⁶ Ob Mezzanine-Kapital bilanziell als Eigen- oder Fremdkapital gilt, hängt von Nachrangigkeit, Laufzeit, Verlustteilnahme und Kündbarkeit ab; die Einordnung nach HGB/UGB, IFRS und Bankenaufsichtsrecht kann auseinanderfallen.

¹⁷ PIK steht für Payment in Kind: Der Zins wird nicht laufend gezahlt, sondern dem Kapital zugeschlagen und erst bei Fälligkeit beglichen — liquiditätsschonend, aber zinseszinstreibend.

$$M_T = M_0 \cdot (1 + k_{PIK})^T \quad (2)$$

Gleichung (2): Ein Mezzanine-Kapital M_0 mit kapitalisiertem Zinssatz k_{PIK} wächst bis zur Fälligkeit T auf M_T an. Im Rechenbeispiel des Abschnitts 5 werden aus 10 Millionen Euro mit 5 Prozent PIK über fünf Jahre 12,76 Millionen Euro Rückzahlungsbetrag — zusätzlich zum laufenden Kupon von 7 Prozent. Die Gesamtverzinsung von rund 12 Prozent liegt damit zwischen Kreditzins und Eigenkapitalrendite, genau wie es die Rangstellung erwarten lässt.

Diese kostenintensive Zwischenform ist in drei typischen Konstellationen zweckmäßig. Erstens im Wachstum ohne Sicherheiten: Das Unternehmen hat tragfähige Erträge, aber keine beleihbaren Aktiva mehr — Mezzanine füllt die Lücke zwischen ausgereiztem Kredit und nicht gewolltem Anteilsverkauf. Zweitens in der Nachfolge und im Buy-out, wo der Kaufpreis die Kreditkapazität übersteigt und die Käufer ihre Anteile nicht verwässern wollen; Abschnitt 5 rechnet diesen Fall durch. Drittens als Brücke zur Börse: Wandel- und Optionsanleihen finanzieren die letzten Wachstumsjahre vor dem IPO und wandeln sich mit der Notierung in Eigenkapital. Die Grenze des Instruments ist seine Bedienungslast: Kupon und PIK müssen aus künftigen Erträgen verdient werden, und wo das Geschäftsmodell diese Erträge nicht hergibt, verschiebt Mezzanine die Eigenkapitalfrage nur — mit Zinseszins.

4.3 Marktpraxis und die Lehren der Programm-Mezzanine

Der Mezzanine-Markt des deutschsprachigen Raums hat eine lehrreiche Geschichte. In den Jahren vor der Finanzkrise wurden standardisierte Programme aufgelegt, die Genussrechte hunderter Mittelständler bündelten, verbrieften und am Kapitalmarkt platzierten — Mezzanine im Industriemaßstab, günstig und schnell, aber ohne die Begleitung, die individuelles Beteiligungskapital auszeichnet. Als die Programme ab 2011 gebündelt fällig wurden, traf die Refinanzierungslast auf die Nachkrisenbilanz vieler Nehmer: Unternehmen, die das günstige Nachrangkapital wie Eigenkapital behandelt, es aber nicht erwirtschaftet hatten, standen vor der Wahl zwischen teurer Ablösung und Restrukturierung. Die Episode illustriert in ihrer Mezzanine-Ausprägung eine Grundregel dieses Kapitels: Kapital besitzt nicht nur einen Preis, sondern auch eine Fälligkeitsstruktur — und Finanzierungen, deren Laufzeit nicht mit dem Reifungsprozess des Geschäftsmodells übereinstimmt, bergen auch dann erhebliche Risiken, wenn ihre Verzinsung vorteilhaft erscheint.¹⁸

Heute wird Mezzanine überwiegend wieder individuell vergeben — von Beteiligungsgesellschaften, Debt-Fonds und den mittelständischen

¹⁸ Zwischen 2004 und 2007 wurden in Deutschland standardisierte Mezzanine-Programme im Volumen mehrerer Milliarden Euro verbrieft und an Kapitalmarktinvestoren platziert; die Refinanzierungswelle ab 2011 überforderte einen Teil der Nehmer.

Beteiligungsgesellschaften der Länder — und gewinnt regelmäßig dort an Bedeutung, wo Banken sich zurückziehen. Für die Unternehmensführung bleibt die Prüffrage stets dieselbe: Trägt der Geschäftsplan die Gesamtlast aus Kupon, kapitalisierten Zinsen nach Gleichung (2) und Rückzahlung — auch in einem schwachen Jahr. Trifft dies zu, ist Mezzanine die geeignetste Verbindung zwischen Kredit und Eigenkapital; andernfalls ist es die teuerste Art, eine Eigenkapitalentscheidung zu vertagen.

4.4 Mezzanine durch die Bilanzbrille: Rating und Kreditspielraum

Der eigentliche Hebel des Mezzanine-Kapitals liegt häufig nicht im Instrument selbst, sondern in seiner Wirkung auf den übrigen Kreditrahmen. Banken und Ratingverfahren lesen nachrangiges, langlaufendes Kapital mit aufschiebbarer Vergütung ganz oder teilweise als wirtschaftliches Eigenkapital: Es verbessert Eigenkapitalquote und Verschuldungskennzahlen und erweitert damit den Spielraum für vorrangigen, billigen Kredit. Zehn Millionen Euro Mezzanine können so fünfzehn oder zwanzig Millionen zusätzlichen Bankkredit tragen — der Multiplikatoreffekt, der die hohe Verzinsung der Zwischenetage betriebswirtschaftlich rechtfertigt. Maßgeblich ist die Mischkalkulation: Nicht der Mezzanine-Kupon ist die relevante Größe, sondern der gewichtete Kapitalkostensatz des gesamten Finanzierungspakets.¹⁹

Dieselbe Betrachtungsweise erklärt auch die Grenzen des Instruments: Nähert sich die Ausgestaltung zu stark dem Fremdkapital an — kurze Laufzeit, unbedingte Zahlungspflichten, Kündigungsrechte —, versagen die Kreditgeber die Anerkennung als wirtschaftliches Eigenkapital, und das Instrument verursacht Hochzinskosten ohne die angestrebte Hebelwirkung. Die Strukturierung von Mezzanine-Kapital ist daher keine standardisierte Dokumentationsaufgabe, sondern eine Verhandlung auf drei Ebenen zugleich: mit dem Mezzanine-Geber über die Konditionen, mit der Hausbank über die Anerkennung und mit dem eigenen Geschäftsplan über die Tragfähigkeit.

5 Management-Buy-outs: der Kauf von innen

5.1 Begriff, Spielarten und ökonomische Logik

Beim Management-Buy-out erwirbt das vorhandene Management das Unternehmen — ganz oder mehrheitlich — von den bisherigen Eigentümern, fast immer gemeinsam mit einem Finanzinvestor und unter erheblichem Einsatz von Fremd- und Mezzanine-Kapital. Die typischen Anlässe sind Nachfolge ohne familieninterne Lösung, Konzernabsplattungen und der Rückzug von Alteigentümern. Die ökonomische Logik hat Jensen (1986, 1989)

¹⁹ Ratingagenturen und Banken rechnen hybriden Instrumenten je nach Ausgestaltung einen Eigenkapitalanteil (Equity Credit) von typischerweise 0, 50 oder 100 Prozent zu; maßgeblich sind Nachrang, Laufzeit und die Aufschiebbarkeit der Vergütung.

geliefert: Konzentriertes Eigentum beim Management beseitigt den Interessenkonflikt zwischen Eigentümern und Führung, und der Schuldendienst diszipliniert den Umgang mit freien Mitteln — das Gegenmodell zur börsennotierten Publikumsgesellschaft mit ihren Agency-Kosten (Jensen und Meckling, 1976). Kaplan (1989) hat die Werteffekte früh dokumentiert: Buy-outs der 1980er-Jahre steigerten Betriebsergebnisse und Unternehmenswerte signifikant; Kaplan und Strömberg (2009) sowie Guo, Hotchkiss und Song (2011) bestätigen moderatere, aber positive Effekte für spätere Wellen.²⁰

5.2 Rechenbeispiel: MBO mit Mezzanine-Tranche

Ein durchgerechnetes Beispiel macht die Struktur greifbar. Ein Familienunternehmen mit einem operativen Ergebnis (EBITDA) von 8 Millionen Euro soll im Zuge der Nachfolge an das Management übergehen. Der Kaufpreis wird nach Gleichung (3) als Vielfaches des Ergebnisses vereinbart:²¹

$$EV = m \cdot EBITDA \quad (3)$$

Gleichung (3): Der Unternehmenswert EV (Enterprise Value) ergibt sich als Multiplikator m auf das nachhaltige EBITDA — hier $6,25 \cdot 8 = 50$ Millionen Euro, ein für mittelständische Nachfolgen übliches Niveau. Der Multiplikator bündelt Wachstums-, Risiko- und Marktlage in einer Zahl und ist damit das Pendant des Kapitalmarkts zur Bewertung, die der Börsengang später täglich liefert.

$$EK\text{-Wert} = EV - \text{Nettofinanzverbindlichkeiten} \quad (4)$$

Gleichung (4): Der Wert des Eigenkapitals ist der Unternehmenswert abzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten. Sie verbindet Einstieg und Ausstieg des Beispiels: Beim Einstieg wird der Kaufpreis von 50 Millionen Euro mit 20 Millionen vorrangigem Fremdkapital, 10 Millionen Mezzanine und 20 Millionen Eigenkapital finanziert; beim Ausstieg bestimmt Gleichung (4), was nach Bedienung der Kapitalgeber für die Eigentümer bleibt.

Vom Eigenkapital von 20 Millionen Euro steuert der Private-Equity-Fonds 18 Millionen bei, das vierköpfige Management 2 Millionen — für zehn Prozent der Anteile, sein gesamtes verfügbares Privatvermögen: die Anreizbindung, die den Buy-out trägt. Nach fünf Jahren ist das EBITDA auf 10 Millionen Euro gewachsen, Das Familienunternehmen wird zum 7,5-Fachen weiterverkauft (EV 75 Millionen), das vorrangige Fremdkapital ist auf 5 Millionen getilgt, und das Mezzanine ist nach Gleichung (2) auf 12,76 Millionen

²⁰ Der Erwerb durch ein externes Management wird als Management-Buy-in (MBI) bezeichnet; finanziert überwiegend ein Private-Equity-Fonds mit hohem Fremdkapitalanteil, vom Leveraged Buy-out (LBO). Die Übergänge sind fließend.

²¹ Sweet Equity bezeichnet die überproportionale Beteiligung des Managements am Eigenkapital relativ zu seinem Kapitaleinsatz; sie ist der zentrale Anreizmechanismus des Buy-outs.

angewachsen. Nach Gleichung (4) verbleiben 57,2 Millionen Euro Eigenkapitalwert. Die Rendite der Beteiligten misst Gleichung (5):

5.3 Ergebnis, Anreize und die Brücke zur Börse

Gleichung (5) definiert die interne Verzinsung des eingesetzten Kapitals:²²

$$IRR = (V_T / V_0)^{1/T} - 1 \quad (5)$$

Gleichung (5): Die Eigenkapitalrendite des Buy-outs ist die jährliche Verzinsung, mit der der Einsatz V_0 auf den Endwert V_T anwächst. Im Beispiel erzielen Fonds wie Management das 2,86-Fache ihres Einsatzes, also rund 23 Prozent pro Jahr über fünf Jahre — das Management verwandelt 2 Millionen in 5,7 Millionen Euro. Tabelle 4 stellt Einstieg und Ausstieg gegenüber, Abbildung 2 zeigt die Kapitalstruktur.

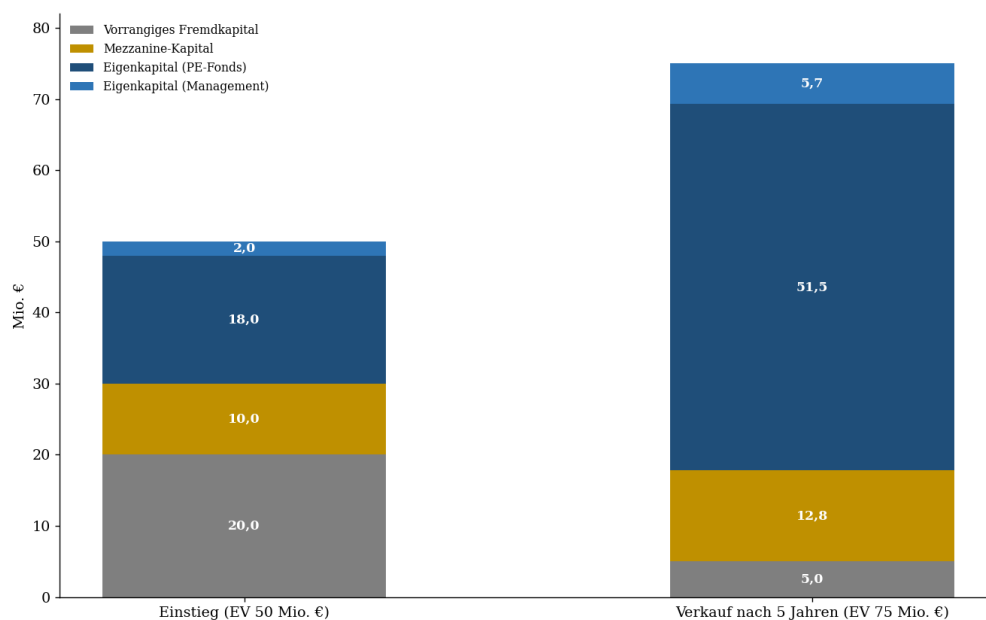


Abbildung 2: Kapitalstruktur des MBO-Rechenbeispiels bei Einstieg und beim Verkauf nach fünf Jahren; der Wertzuwachs fällt nach Bedienung von Fremd- und Mezzanine-Kapital den Eigenkapitalgebern zu.

Quelle: Eigene Berechnung und Darstellung.

²² Der Wiedergang an die Börse nach einem Buy-out wird als Reverse LBO bezeichnet; Muscarella und Vetsuypens (1990) dokumentieren deutliche Effizienzgewinne zwischen Buy-out und erneuter Notierung.

Tabelle 4: MBO-Rechenbeispiel: Kapitalstruktur bei Einstieg und Verkauf nach fünf Jahren (Beträge in Millionen Euro)

Position	Einstieg	Verkauf (Jahr 5)	Multiplikator	Rendite p. a.
Unternehmenswert (EV)	50,0	75,0	—	—
Vorrangiges Fremdkapital	20,0	5,0 (Rest)	—	6 % Zins
Mezzanine (7 % Kupon + 5 % PIK)	10,0	12,8 (Rückzahlung)	—	ca. 12 %
Eigenkapital PE-Fonds	18,0	51,5	2,9x	23,4 %
Eigenkapital Management	2,0	5,7	2,9x	23,4 %

Quelle: Eigene Berechnung nach den Gleichungen (2) bis (5); vereinfachend ohne laufende Ausschüttungen und Transaktionskosten.

Tabelle 4 und Abbildung 2 zeigen die Verteilungslogik des Hebels aus Gleichung (1): Der Unternehmenswert wächst um 50 Prozent, der Eigenkapitalwert um 186 Prozent, weil Fremd- und Mezzanine-Geber nur ihre feste Vergütung erhalten. Für die Frage dieser Arbeit ist der Buy-out doppelt bedeutsam. Er ist erstens die private Alternative zum Börsengang bei Nachfolge und Eigentümerwechsel — schneller, diskreter, ohne Publizität. Und er ist zweitens häufig dessen Vorstufe: Der Finanzinvestor braucht nach fünf bis sieben Jahren einen Ausstieg, und der ergiebigste ist oft der Gang an die Börse — der Reverse LBO, mit dem sich der Kreis zum Thema der folgenden Abschnitte schließt (Kaplan, 1991; Muscarella und Vetsuypens, 1990).

5.4 Nachfolgepraxis: Owner-Buy-out, Verkäuferdarlehen und Earn-out

Die Praxis hat den Buy-out für die Nachfolge verfeinert. Beim Owner-Buy-out verkauft der Alteigentümer nicht alles: Er realisiert den Großteil seines Vermögens, bleibt aber über eine Rückbeteiligung von etwa 20 bis 40 Prozent an Bord — für den Erwerber ein Signal des Vertrauens, für den Verkäufer eine zweite Ernte beim späteren Gesamtverkauf. Das Verkäuferdarlehen aus Tabelle 3 überbrückt Kaufpreislücken und bindet den Verkäufer an den Übergabeerfolg; der Earn-out macht einen Kaufpreisteil von künftigen Ergebnissen abhängig und schließt Bewertungslücken zwischen den Erwartungen beider Seiten. Alle drei Instrumente lösen dasselbe Grundproblem: Der Wert eines mittelständischen Unternehmens hängt an Wissen und Beziehungen des Alteigentümers, und der Übergang braucht deshalb Brücken statt Stichtage.²³

Für die Börsenfrage dieser Arbeit ist die Nachfolgepraxis ein wichtiger Vergleichsfall: Sie zeigt, dass Eigentümerliquidität — eines der vier IPO-Motive des Abschnitts 8 — auch privat herstellbar ist, diskret und maßgeschneidert. Der Unterschied liegt in Preisbildung und Wiederholbarkeit: Der private Verkauf erzielt einen verhandelten Preis mit Illiquiditätsabschlag an einen Käufer; die Börse erzielt einen Wettbewerbspreis und lässt den Verkäufer schrittweise und wiederholt aussteigen. Officer (2007) beziffert den Abschlag

²³ Beim Owner-Buy-out (OBO) verkauft der Eigentümer an eine gemeinsam mit einem Investor gehaltene Erwerbsgesellschaft und bleibt rückbeteiligt — er realisiert Vermögen und behält zugleich unternehmerischen Einfluss.

unnotierter Unternehmen im Verkauf auf 15 bis 30 Prozent gegenüber vergleichbaren notierten Zielen — die Größenordnung dessen, was Verkehrsfähigkeit wert ist.

5.5 Der Buy-out aus Konzernsicht: Carve-outs

Die Gegenseite vieler Buy-outs ist ein Konzern, der sich fokussiert: Beim Carve-out wird eine Sparte herausgeschnitten und an einen Finanzinvestor — oft gemeinsam mit dem Spartenmanagement — verkauft. Für das Management ist das die Chance, aus der Konzernlogik in die unternehmerische Verantwortung zu wechseln; für den Investor die Gelegenheit, ein unter Konzernbedingungen unterbewirtschaftetes Geschäft zu entfesseln. Die Erfolgsstatistik der Buy-out-Forschung speist sich zu erheblichen Teilen aus genau diesen Fällen: Eigenständigkeit setzt Energie frei, die im Konzern durch Umlagen, Gremien und konkurrierende Prioritäten gebunden war (Kaplan und Strömberg, 2009).²⁴

Der Carve-out, eine Transformationsform wie der Spin-off, den Abschnitt 11.4 als Börsen-Archetyp beschreibt — dieselbe unternehmerische Operation mit anderem Käufer: dort der Kapitalmarkt, hier der Fonds. Welche Route der Konzern wählt, entscheiden Marktfenster, Bewertung und Diskretion — und nicht selten laufen beide Routen parallel bis kurz vor den Vollzug (Dual Track). Für das Spartenmanagement lohnt der Blick auf beide Szenarien früh: Seine Rolle, seine Beteiligung und seine Freiheitsgrade unterscheiden sich zwischen Fonds und Streubesitz erheblich.

6 Von der GmbH zur AG: der Formwechsel als Weichenstellung

6.1 Warum die AG: Kapitalverfassung und verkehrsfähige Anteile

Der Übergang von der GmbH zur AG ist der logische — und rechtlich zwingende — Zwischenschritt auf dem Weg an die Börse, denn börsenfähig sind nur Aktien. Doch der Formwechsel ist mehr als eine Formalie: Er tauscht die Grundordnung des Unternehmens. Die GmbH ist um ihre Gesellschafter gebaut — sie kennen einander, bestimmen die Geschäftsführung per Weisung und kontrollieren jeden Anteilsübergang. Die AG ist um ihr Kapital gebaut: Anteile wandern frei, die Eigentümer sind austauschbar und einander unbekannt, und genau deshalb muss ihre Verfassung standardisiert, zwingend und auf den Schutz des anonymen Kapitalgebers angelegt sein. Der Beschluss über den Formwechsel

²⁴ Beim Carve-out ist die Trennung der verflochtenen Funktionen (IT, Rechnungswesen, Marken, Verträge) häufig aufwendiger als die Finanzierung; Übergangsvereinbarungen mit dem Altkonzern überbrücken die ersten Jahre.

betrifft nicht die Rechtsform als solche, sondern das Verhältnis zwischen Unternehmen und Eigentümern.²⁵

Ökonomisch kauft der Formwechsel vor allem eines: Verkehrsfähigkeit der Anteile. Die Aktie senkt die Transaktionskosten des Eigentümerwechsels von der notariellen Einzelverhandlung auf null und macht damit drei Dinge möglich, die der GmbH verwehrt bleiben: die Aufnahme vieler Eigentümer in einem Schritt (die Emission), die laufende Bewertung des Unternehmens durch den Handel und die Nutzung eigener Anteile als Währung für Zukäufe und Mitarbeiterbeteiligung. Diese Vorteile entfalten sich vollständig erst mit der Notierung — aber sie beginnen schon vorher zu wirken, etwa wenn eine nicht notierte AG Belegschaftsaktien ausgibt oder einen Ankerinvestor über eine Kapitalerhöhung aufnimmt.

6.2 Der Governance-Sprung: Weisungsrecht, Satzungsstrenge, Mitbestimmung

Der tiefste Einschnitt des Formwechsels betrifft die Mitsprache der Eigentümer. In der GmbH ist die Gesellschafterversammlung oberstes Organ: Sie kann der Geschäftsführung jede Einzelweisung erteilen — vom Investitionsstopp bis zur Personalie. In der AG ist dieses Weisungsrecht abgeschafft: Der Vorstand leitet die Gesellschaft in eigener Verantwortung, die Generalversammlung (Österreich) oder Hauptversammlung (Deutschland) entscheidet nur über die im Gesetz genannten Grundlagenfragen, und selbst der Aufsichtsrat darf dem Vorstand keine Weisungen erteilen, sondern nur bestellen, überwachen und abberufen. Für einen Alleingesellschafter, der sein Unternehmen jahrzehntelang direkt gesteuert hat, ist das der eigentliche Kulturbruch des Börsenwegs — und er tritt bereits mit dem Formwechsel ein, nicht erst mit der Notierung. Hinzu kommt die Satzungsstrenge: Während der GmbH-Vertrag fast beliebig gestaltbar ist, darf die AG-Satzung vom Aktiengesetz nur abweichen, wo dieses es ausdrücklich erlaubt.²⁶

Der zweite Einschnitt ist die unternehmerische Mitbestimmung. In Österreich gilt durchgehend die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat; in Deutschland entsenden die Arbeitnehmer ab 500 Beschäftigten ein Drittel, ab 2.000 Beschäftigten die Hälfte der Aufsichtsratsmitglieder. Für wachsende Familienunternehmen sind diese Schwellen oft gewichtiger als alle Kapitalmarktpflichten — und sie erklären einen Teil der Rechtsformwahl: Die SE friert den Mitbestimmungsstatus des Umwandlungszeitpunkts ein, die KGaA beschränkt den Einfluss des mitbestimmten Aufsichtsrats auf die Überwachung,

²⁵ Der Formwechsel nach dem Umwandlungsgesetz wahrt die Identität des Rechtsträgers: Verträge, Genehmigungen und Arbeitsverhältnisse bestehen unverändert fort; es ändert sich das Rechtskleid, nicht das Unternehmen.

²⁶ In Österreich ist der Aufsichtsrat einer GmbH erst ab 300 Beschäftigten verpflichtend, bei der AG stets; die Arbeitnehmer entsenden dort nach dem Drittelprinzip ein Mitglied je zwei Kapitalvertreter.

weil die Geschäftsführung beim Komplementär liegt. Tabelle 5 stellt die Ordnungen von GmbH und AG gegenüber.

Tabelle 5: GmbH und AG im Vergleich: was sich mit dem Formwechsel ändert

Merkmal	GmbH	AG
Oberstes Organ	Gesellschafterversammlung mit Weisungsrecht	Hauptversammlung ohne Weisungsrecht; Vorstand leitet eigenverantwortlich
Gestaltungsfreiheit	weitgehende Vertragsfreiheit	Satzungsstrenge: Abweichung nur, wo gesetzlich erlaubt
Anteilsübertragung	notarielle Beurkundung, oft Vinkulierung	formfrei, börsenfähig
Aufsichtsrat	erst ab Schwellen verpflichtend	stets verpflichtend, mitbestimmt nach Größe
Mindestkapital	25.000 € (DE) / 10.000 € (AT)	50.000 € (DE) / 70.000 € (AT)
Kapitalbeschaffung	verhandelte Einzelbeteiligungen	Kapitalerhöhungen, genehmigtes und bedingtes Kapital, Emission
Publizität	Jahresabschluss nach Größenklasse	erweitert; bei Notierung zusätzlich Kapitalmarktpublizität

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten von GmbHG und AktG (Deutschland und Österreich), vereinfacht.

6.3 Der Formwechsel in der Praxis und die Wahl des Vehikels

Praktisch vollzieht sich der Weg von der GmbH zur AG als identitätswahrender Formwechsel nach dem Umwandlungsgesetz: Umwandlungsbericht, qualifizierter Gesellschafterbeschluss, Bestellung von Aufsichtsrat und Vorstand, Gründungsprüfung, Eintragung. Der Zeitbedarf liegt bei Monaten; der eigentliche Aufwand steckt in dem, was mit dem Rechtskleid mitwachsen muss — Rechnungswesen auf Konzern- und gegebenenfalls IFRS-Niveau, interne Kontrollen, Berichtswege, kapitalmarktfähige Führungsstruktur. Kluge Unternehmen vollziehen den Formwechsel deshalb Jahre vor dem geplanten Börsengang: Die AG wird erst im Alltag börsenreif, nicht im Notartermin.²⁷

Die Wahl des Vehikels — AG, KGaA oder SE — folgt den Prioritäten der Eigentümer. Die reine AG ist der Standard und wird vom Kapitalmarkt am besten verstanden. Die KGaA empfiehlt sich in Deutschland, wo eine Familie dauerhaft die Führung sichern will und dafür einen Bewertungsabschlag in Kauf nimmt; die SE, wo internationale Struktur oder Mitbestimmungsschwellen im Vordergrund stehen. Alle drei sind börsenfähig, und alle drei sind an den Börsenplätzen des deutschsprachigen Raums in namhaften Beispielen vertreten — die Entscheidung ist eine über Kontrolle und Governance, nicht über die Börsenfähigkeit selbst.

²⁷ Bewährte Praxis ist ein Vorlauf von zwei bis drei Jahren zwischen Formwechsel und Erstnotiz, damit testierte Abschlüsse, eingespielte Organe und Kapitalmarktfähigkeit der Berichtsprozesse zum IPO-Zeitpunkt vorliegen.

6.4 Der Beirat als Vorschule des Aufsichtsrats

Zwischen der eigentümergeführten GmbH und der AG mit Pflichtaufsichtsrat liegt ein bewährtes Zwischeninstrument: der freiwillige Beirat. Gut besetzt — mit erfahrenen Unternehmern, Branchenkennern und einem Finanzfachmann — leistet er vieles von dem, was später der Aufsichtsrat leisten muss: Er verpflichtet die Geschäftsführung zur regelmäßigen Rechenschaft in strukturierter Form, professionalisiert Planung und Berichtswesen, entschärft Gesellschafterkonflikte als neutrale Instanz und öffnet Netzwerke zu Kunden, Kapitalgebern und Kandidaten. Externe Kapitalgeber — vom Mezzanine-Geber des Abschnitts 4 bis zum Private-Equity-Investor des Abschnitts 5 — verlangen ein solches Gremium regelmäßig als Bedingung ihres Einstiegs.²⁸

Auf dem Weg an die Börse ist der Beirat die ideale Vorschule: Die Besetzung eines Beirats mit künftigen Aufsichtsratskandidaten drei Jahre vor dem geplanten IPO erprobt den Dreiklang aus Bericht, Sitzung und Beschluss unter mildem Regime, bevor Satzungsstrenge und Haftung des Aktienrechts gelten. Der Übergang vom Beirat zum Aufsichtsrat wird dann zur Formsache — und die Organe der neuen AG kennen das Unternehmen bereits, wenn die Bankenauswahl des Abschnitts 7 beginnt.

6.5 Gesellschaftervereinbarungen: wie Verträge den Börsenweg vorzeichnen

Lange bevor Satzung und Aktienrecht regieren, regeln Gesellschaftervereinbarungen das Zusammenleben der Kapitalgeber — und sie zeichnen den Börsenweg oft Jahre im Voraus vor. Wagnis- und Beteiligungskapitalverträge enthalten regelmäßig Exit-Klauseln: Drag-along- und Tag-along-Rechte ordnen den gemeinsamen Verkauf, Registration Rights sichern den Investoren die Teilnahme an einer künftigen Börsenplatzierung, und IPO-Klauseln definieren, ab welcher Bewertung und welchem Zeitpunkt ein Börsengang verlangt oder Vorzugsrechte in Stammaktien gewandelt werden. Mit der Unterzeichnung solcher Verträge ist über den Börsengang teilweise bereits entschieden — ein Punkt, der Gründern beim Einstieg des ersten Fonds selten in voller Tragweite bewusst ist.²⁹

Vor dem Börsengang müssen diese Geflechte aufgelöst werden: Der Kapitalmarkt verlangt eine Aktie, eine Gesellschafterstellung, ein Regelwerk. Vorzugsstrukturen werden gewandelt, Sonderrechte beendet, Altgesellschaftervereinbarungen durch schlanke Lock-up- und Stimmbindungsabreden ersetzt, die der Prospekt offenlegt. Diese Bereinigung ist juristisches Handwerk mit ökonomischem Kern: Jedes fortbestehende Sonderrecht schlägt

²⁸ Anders als der Aufsichtsrat ist der Beirat gesetzlich kaum geregelt; Zusammensetzung, Kompetenzen und Vergütung bestimmen die Gesellschafter frei im Gesellschaftsvertrag oder in einer Beiratsordnung.

²⁹ Drag-along verpflichtet Minderheiten, einen Mehrheitsverkauf mitzuvollziehen; Tag-along berechtigt sie, zu denselben Konditionen mitzuverkaufen; Registration Rights geben Investoren das Recht, die Aufnahme ihrer Anteile in eine Börsenplatzierung zu verlangen.

sich in einem Bewertungsabschlag nieder, da der anonyme Kapitalmarktinvestor keine Aktie erwirbt, neben der ein besser ausgestattetes Vertragsverhältnis fortbesteht.

7 Der Weg an die Börse: Prozess, Akteure und Marktsegmente

7.1 Voraussetzungen und Bankenauswahl

Der Börsengang beginnt lange vor der ersten Pressemitteilung. Am Anfang steht die Equity Story: die überzeugende Antwort auf die Frage, warum fremde Kapitalgeber genau diesem Unternehmen Eigenkapital anvertrauen sollten — Marktposition, Wachstumspfad, Mittelverwendung. Es folgen die harten Voraussetzungen: geprüfte Abschlüsse der letzten drei Geschäftsjahre, ein Rechnungswesen, das quartalsweise konzernfähig berichtet, eine zweite Führungsebene, die den Vorstand im Tagesgeschäft entlastet, und die in Abschnitt 6 beschriebene Rechtsform. Auf dieser Grundlage werden die Emissionsbanken mandatiert — meist ein Konsortium aus einem oder zwei Konsortialführern und weiteren Instituten, ausgewählt im sogenannten Beauty Contest nach Branchenkenntnis, Platzierungskraft und Research-Abdeckung.³⁰

7.2 Prospekt, Bookbuilding und Preisfindung

Die rechtliche Grundlage bildet der Wertpapierprospekt nach der europäischen Prospektverordnung: die gebilligte, haftungsbewehrte Gesamtdarstellung von Geschäft, Zahlen und Risiken, vorbereitet in einer mehrmonatigen Due Diligence durch Banken, Anwälte und Prüfer. Parallel entsteht die Bewertung: Research-Analysten der Konsortialbanken schulen institutionelle Investoren (Pilot Fishing, Pre-Marketing), und aus deren Rückmeldungen wird die Preisspanne abgeleitet. Die Zuteilung erfolgt heute fast ausnahmslos im Bookbuilding: Investoren geben preislimitierte Zeichnungswünsche ab, und die Banken setzen den Ausgabepreis dort, wo das Buch mehrfach überzeichnet ist. Benveniste und Spindt (1989) haben gezeigt, warum dieses Verfahren dem starren Festpreis überlegen ist: Es entlohnt Investoren über die Zuteilung dafür, ihre wahre Zahlungsbereitschaft zu offenbaren — ein Teil des Underpricings, das Abschnitt 9 beziffert, ist der Preis dieser Informationsgewinnung.³¹

Den Abschluss bilden Roadshow und Erstnotiz: ein bis zwei Wochen Investorentermine, Preisfestsetzung, Zuteilung, erster Handelstag. Der Greenshoe erlaubt den Banken, in den

³⁰ Beim Beauty Contest präsentieren konkurrierende Banken Bewertung, Platzierungskonzept und Konditionen; die vorgelegten Bewertungen sind erfahrungsgemäß eher Werbung als Prognose und sollten entsprechend kritisch gelesen werden.

³¹ Der Greenshoe (benannt nach der Manufaktur, bei deren Börsengang er erstmals eingesetzt wurde) ist eine Mehrzuteilungsoption von üblicherweise bis zu 15 Prozent des Emissionsvolumens zur Kursstabilisierung in den ersten Wochen.

ersten dreißig Tagen Kursausschläge zu glätten; Lock-up-Vereinbarungen von üblicherweise sechs bis zwölf Monaten binden Altaktionäre und Management, damit der junge Markt nicht sofort mit Insiderverkäufen konfrontiert wird. Abbildung 3 ordnet die Schritte auf der Zeitachse.

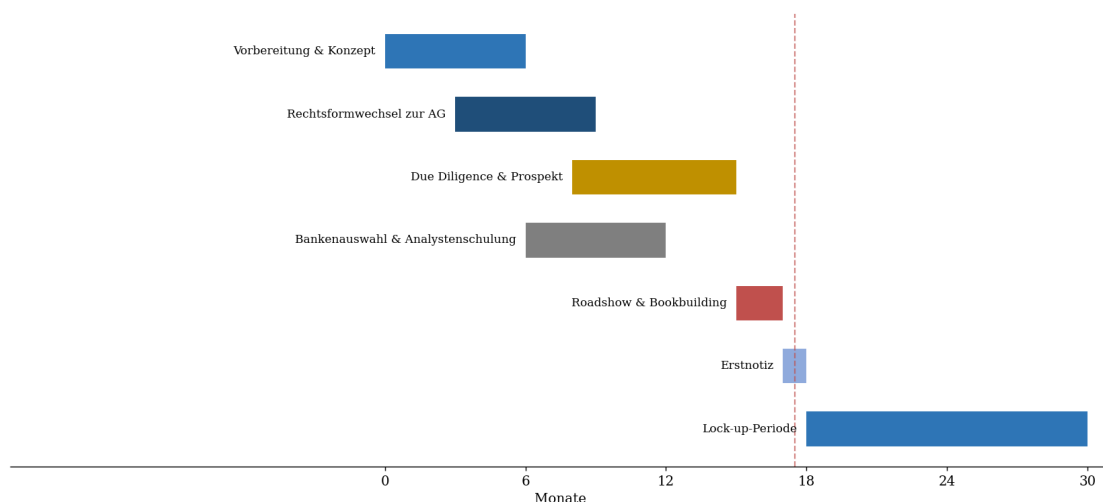


Abbildung 3: Typischer Zeitplan eines Börsengangs von der Vorbereitung bis zum Ende der Lock-up-Periode (schematisch; gestrichelte Linie: Erstnotiz).

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an die Regelwerke der Deutsche Börse AG und der Wiener Börse AG sowie die Emissionspraxis.

Die Zeitachse der Abbildung 3 zeigt, was Unternehmensführungen häufig unterschätzen: Vom ernsthaften Projektstart bis zur Erstnotiz vergehen typischerweise 12 bis 18 Monate, mit den Vorarbeiten des Abschnitts 6 eher zwei bis drei Jahre. Der Prozess bindet Vorstand und Finanzbereich in einem Ausmaß, das mit dem Tagesgeschäft konkurriert — einer der Gründe, warum schlecht getimte Börsengänge doppelt kosten: am Kapitalmarkt und im operativen Ergebnis.

7.3 Marktsegmente in Wien und Frankfurt

Der Emittent wählt nicht nur die Börse, sondern das Segment — und damit sein Pflichtenniveau. An der Wiener Börse stehen der prime market (höchste Transparenzanforderungen), der standard market und das Einstiegssegment direct market plus zur Verfügung. Die Frankfurter Wertpapierbörse kennt dieselbe Stufung mit dem regulierten Markt — dem Prime Standard (IFRS, Quartalsberichterstattung, englischsprachige Publizität, Analystenkonferenzen) und dem General Standard — sowie dem börsenregulierten Segment Scale für kleinere Wachstumsunternehmen. Die Segmentwahl ist Signalpolitik: Nur der prime market beziehungsweise Prime Standard öffnet die Auswahlindizes — ATX in Wien, DAX-Familie in Frankfurt —, deren

Mitgliedschaft Indexfonds als Käufer bringt und die Liquidität strukturell erhöht. Tabelle 79 vergleicht die Anforderungen.³²

Tabelle 6: Börsensegmente in Frankfurt und Wien: zentrale Anforderungen (vereinfacht)

Merkmal	prime market (Wien)	Prime Standard (Frankfurt)	Scale (Frankfurt)
Rechtsgrundlage	regulierter Markt (EU-reguliert)	regulierter Markt (EU-reguliert)	Freiverkehr (börsenreguliert)
Mindeststreubesitz	10 %	25 %	20 % oder 1 Mio. Aktien
Rechnungslegung	IFRS	IFRS	HGB oder IFRS
Zwischenberichte	Quartal	Quartal	Halbjahr
Prospektpflicht	EU-Prospekt	EU-Prospekt	Einbeziehungsdokument / Prospekt
Indexfähigkeit	ATX	DAX, MDAX, SDAX	Scale-All-Share
Typische Emittenten	ab ca. 100 Mio. € Marktkapitalisierung	ab ca. 200 Mio. € Marktkapitalisierung	kleinere Wachstumsunternehmen

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Regelwerke der Wiener Börse AG und Deutsche Börse AG, Stand Mitte 2026, vereinfacht.

Die Segmentwahl der Tabelle 6 sollte vom Zielinvestor her gedacht werden: Für die Ansprache internationaler institutioneller Anleger sind prime market oder Prime Standard samt Indexperspektive erforderlich; für ein regionales Wachstumsunternehmen mit 30 Millionen Euro Emissionsvolumen kann Scale der ehrlichere Ort sein — geringere Pflichten, aber auch geringere Sichtbarkeit und Liquidität. Ein späterer Segmentwechsel nach oben ist möglich und üblich; der umgekehrte Weg wird vom Markt als Warnsignal gelesen.

7.4 Alternative Wege aufs Parkett: Direct Listing, SPAC, Dual Listing

Das Bookbuilding-IPO des Abschnitts 7.2 ist der Standardweg, aber nicht der einzige. Beim Direct Listing werden bestehende Aktien ohne Emission und ohne Platzierungskonsortium zum Handel zugelassen — kein frisches Kapital, kein Underpricing, geringere Kosten; geeignet für bekannte Unternehmen mit breiter Alteigentümerbasis, die nur Handelbarkeit suchen. Beim SPAC (Special Purpose Acquisition Company) fusioniert das Unternehmen mit einer bereits notierten leeren Hülle und erbt deren Notierung — schneller als ein IPO und mit verhandelter statt marktbestimmter Bewertung, aber mit erheblichen strukturellen Kosten: Gahng, Ritter und Zhang (2023) zeigen, dass

³² Mit dem EU Listing Act wurden die Zugangsregeln zuletzt gelockert; unter anderem wurde an der Wiener Börse der Mindeststreubesitz im prime market von 25 auf 10 Prozent gesenkt.

Gründeranteile und Rückgaberechte die effektive Verwässerung weit über die eines klassischen IPO treiben. Die Welle der Jahre 2020/21 ist entsprechend abgeebbt.³³

Das Dual Listing beziehungsweise Zweitlisting schließlich ergänzt eine bestehende Notierung um einen weiteren Platz — heute meist in Gestalt europäischer Unternehmen, die zusätzlich oder ausschließlich in New York notieren, wo Bewertungen und Liquidität für bestimmte Sektoren höher sind. Für den Mittelstand des deutschsprachigen Raums sind diese Alternativen selten die Antwort: Das Direct Listing setzt Bekanntheit voraus, die erst der Kapitalmarkt schafft, der SPAC ist teurer, als er wirkt, und das US-Listing lohnt erst ab einer Größe, die die Kosten doppelter Regulierung trägt. Der klassische Börsengang am Heimatmarkt bleibt für die Zielgruppe dieser Arbeit der Referenzweg — die Alternativen sind als Verhandlungsargument gegenüber den Banken gleichwohl nützlich.

7.5 Die Banken im Detail: Konsortium, Research und Interessenkonflikte

Das Emissionskonsortium ist arbeitsteilig gebaut: Die Konsortialführer (Global Coordinators) steuern Prozess, Bewertung und Orderbuch, die weiteren Banken (Bookrunner, Co-Manager) bringen Platzierungskraft in bestimmten Investorengruppen und Regionen und Research-Abdeckung nach der Notierung. Für den Emittenten ist die Zusammenstellung eine Optimierung unter Zielkonflikten: Mehr Banken bedeuten mehr Vertriebskanäle und mehr künftige Analystenstimmen, aber auch verwässerte Verantwortung und höhere Koordinationskosten. Der Syndikatsvertrag regelt Provisionsverteilung, Haftung und — zunehmend wichtig — die Anreizprovision, mit der der Emittent gute Ausführung nachträglich belohnen kann.³⁴

Die Doppelrolle der Banken verlangt Wachsamkeit. Sie beraten den Emittenten und bedienen zugleich ihre Investorenkunden, die niedrige Preise und großzügige Zuteilungen schätzen; Loughran und Ritter (2002) sehen im Underpricing auch eine Währung, mit der Banken ihre besten Kunden belohnen. Das Research der Konsortialbanken wiederum ist strukturell befangen (Michaely und Womack, 1999) — wertvoll für die Sichtbarkeit, aber kein Ersatz für unabhängige Stimmen. Der professionelle Emittent begegnet diesem Interessenkonflikt mit dreierlei: eigener Bewertungskompetenz, einem unabhängigen, ausschließlich ihm verpflichteten IPO-Berater sowie einem vertraglich gesicherten Einblick in das Orderbuch ; die unmittelbare Einsicht in die Nachfrage erlaubt es, den Ausgabepreis auf Augenhöhe zu verhandeln.

³³ Gahng, Ritter und Zhang (2023) bilanzieren die SPAC-Welle 2020/21: hohe Verwässerung durch Gründeranteile und Rückgaberechte, im Durchschnitt stark negative Renditen der SPAC-Aktionäre nach dem Zusammenschluss.

³⁴ Michaely und Womack (1999) zeigen, dass Kaufempfehlungen von Analysten der Konsortialbanken nach dem IPO systematisch schlechter abschneiden als die unabhängiger Häuser — der Interessenkonflikt ist messbar.

7.6 Ein Blick in den Prospekt: Risikofaktoren und Mittelverwendung

Zwei Prospektkapitel verdienen die besondere Aufmerksamkeit der Unternehmensführung, weil sie über die Emission hinaus wirken. Die Risikofaktoren sind die haftungsrechtliche Panzerung des Emittenten — was dort steht, kann später kein Anleger als verschwiegen rügen — und zugleich seine öffentliche Verwundbarkeitsanalyse: Wettbewerber, Kunden und Journalisten lesen dieses Kapitel als Erste. Die Kunst liegt in der Spezifik: Ehrlich genug für die Haftung, präzise genug, um keine Betriebsgeheimnisse auszuliefern. Die Mittelverwendung (Use of Proceeds) wiederum ist das öffentliche Versprechen, wofür das frische Kapital eingesetzt wird — Wachstum, Zukäufe, Schuldentilgung —, und der Kapitalmarkt erinnert sich daran: Die Ankündigung von Wachstum bei tatsächlicher Schuldentilgung beschädigt die Glaubwürdigkeit bei der nächsten Kapitalmaßnahme.³⁵

Der Prospekt diszipliniert damit schon vor der Notierung genau so, wie es die laufende Publizität später tut: Er verpflichtet das Unternehmen, Strategie, Risiken und Kapitalbedarf in einer Präzision zu formulieren, die interne Papiere selten erreichen. Viele Emittenten berichten im Rückblick, der größte Wert des Prospektprozesses sei nicht das Dokument gewesen, sondern die erzwungene Klarheit — ein Nutzen, der selbst dann bleibt, wenn das Marktfenster sich schließt und der Börsengang verschoben wird.

7.7 Der Börsenplatz Zürich: SIX Swiss Exchange und Sparks

Die SIX Swiss Exchange in Zürich zählt zu den größten Börsen Europas und ergänzt die in Abschnitt 7.3 beschriebenen Segmente Wiens und Frankfurts um den dritten Börsenplatz des deutschsprachigen Raums. Für eine Kotierung im Equity Standard verlangt das Kotierungsreglement einen Track Record von drei Geschäftsjahren, ein ausgewiesenes Eigenkapital von mindestens 2,5 Millionen Franken sowie einen Streubesitz von mindestens 20 Prozent mit einer Streubesitz-Kapitalisierung von mindestens 25 Millionen Franken.

Mit Sparks betreibt die SIX seit Oktober 2021 ein eigenes Segment für kleine und mittlere Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung unter 500 Millionen Franken: Der geforderte Track Record verkürzt sich auf zwei Jahre, der Streubesitz auf über 15 Prozent beziehungsweise mindestens 15 Millionen Franken Streubesitz-Kapitalisierung. Daneben besteht mit der BX Swiss ein zweiter, kleinerer Börsenplatz in Zürich. Für die Wahl zwischen Wien, Frankfurt und Zürich gelten dieselben Kriterien wie beim Dual Listing (Abschnitt 7.4): Sichtbarkeit beim relevanten Investorenkreis, Vergleichsgruppe der Analysten und Liquidität des Handels.

³⁵ Die Prospektverordnung verlangt, Risikofaktoren nach Wesentlichkeit zu ordnen und spezifisch zu fassen; Sammelklauseln ohne Aussagegehalt sind unzulässig geworden.

Die Underpricing-Evidenz der Schweiz bestätigt den internationalen Befund, den Abschnitt 9.2 entwickelt: Kunz und Aggarwal (1994) messen für Schweizer IPOs der Jahre 1983 bis 1989 durchschnittliche Zeichnungsrenditen von rund 36 Prozent, Drobetz, Kammermann und Wälchli (2005) bestätigen für 1983 bis 2000 Erstrenditen von knapp 35 Prozent — der teuerste Rabatt der Unternehmensfinanzierung ist also kein Spezifikum der großen Märkte.

8 Die Ökonomie des Börsengangs I: Motive und Nutzen

8.1 Was die Forschung über die Motive weiß

Die empirischen Motive für einen Börsengang fallen nüchterner aus als die Darstellung in Emissionsprospekten. Pagano, Panetta und Zingales (1998) zeigen für Italien, dass der Börsengang typischerweise nicht am Beginn einer Investitionswelle steht, sondern nach Phasen hohen Wachstums und hoher Bewertungen erfolgt; nach dem IPO sinken Investitionen und Verschuldung, und häufig verkaufen die Altgesellschafter Anteile — das Motiv ist oft Bilanzstärkung und Vermögensdiversifikation der Eigentümer, nicht die Finanzierung des nächsten Werks. Zingales (1995) liefert die dazu passende Theorie: Der Börsengang ist für einen Alteigentümer der Weg, den Wert seines Unternehmens in zwei Schritten zu maximieren — erst Streubesitz schaffen und den Cashflow-Anspruch teuer verkaufen, dann gegebenenfalls die Kontrolle gesondert veräußern. Brau und Fawcett (2006) befragten schließlich 336 US-Finanzvorstände direkt: Als wichtigstes Motiv nannten diese die Schaffung einer Akquisitionswährung, gefolgt von der Etablierung eines Marktpreises; als wichtigstes Hindernis die Publizitäts- und Berichtspflichten.³⁶

Die Motive lassen sich zu vier Nutzenkanälen bündeln, die im Weiteren einzeln geprüft werden: Kapitalzugang (Eigenkapital in großem Umfang, wiederholbar über Folgeemissionen), Währung (Aktien als Zahlungsmittel für Übernahmen und Mitarbeiterbeteiligung), Bewertung und Reputation (täglicher Marktpreis, Analystenabdeckung, Sichtbarkeit bei Kunden und Talenten; Röell, 1996) sowie Eigentümerliquidität (Diversifikation und geordneter Generationenübergang). Dem stehen die Kostenkanäle des Abschnitts 9 gegenüber — die Bilanz beider entscheidet die Frage dieser Arbeit.

Theorie und europäische Empirie runden das Bild ab. Chemmanur und Fulghieri (1999) modellieren die Going-Public-Entscheidung als Abwägung zwischen dem teuren, aber verhandlungsstarken privaten Kapitalgeber und den vielen kleinen Investoren des Kapitalmarkts, die Bewertungsrisiken streuen, aber Informationskosten verlangen — junge, schwer bewertbare Unternehmen bleiben demnach rational privat, reife gehen an die Börse. Rydqvist und Högholm (1995) bestätigen für Europa, was Pagano, Panetta und Zingales

³⁶ Pagano, Panetta und Zingales (1998) konnten dank der Meldedaten der italienischen Zentralbank erstmals Börsengänger mit vergleichbaren privat gebliebenen Unternehmen vergleichen — ein bis heute seltener Datenzugang.

für Italien fanden: Europäische Börsengänger sind älter und reifer als amerikanische, und der Eigentümerwechsel steht häufiger im Vordergrund als die Wachstumsfinanzierung. Mikkelson, Partch und Shah (1997) ergänzen die nüchternste Zahl der Literatur: Die operative Rentabilität sinkt nach dem Börsengang im Durchschnitt — nicht weil die Börse schadet, sondern weil Emittenten den Höhepunkt ihrer Ertragskraft zu Recht als Verkaufszeitpunkt wählen; einen Überblick über die gesamte Evidenz geben Ritter und Welch (2002).

8.2 Rechenbeispiel: ein IPO über 160 Millionen Euro

Ein durchgerechnetes Beispiel verbindet die Elemente. Die Familienunternehmens-AG aus dem Entwicklungspfad der Abschnitte 2 bis 6 — 20 Millionen Aktien, vollständig in Familienhand — geht an die Börse. Die Emission kombiniert eine Kapitalerhöhung um 5 Millionen neue Aktien mit der Umplatzierung von 3 Millionen Familienaktien; das Bookbuilding in der Spanne 18 bis 22 Euro endet beim Ausgabepreis von 20 Euro. Die Gleichungen (6) bis (9) liefern die Eckwerte der Transaktion:³⁷

$$E = n_{neu} \cdot P_0 \quad (6)$$

Gleichung (6): Der Bruttoemissionserlös der Gesellschaft ist die Zahl der neuen Aktien mal Ausgabepreis — hier $5.000.000 \cdot 20 = 100$ Millionen Euro frisches Eigenkapital. Die Umplatzierung bringt zusätzlich 60 Millionen Euro, die nicht der Gesellschaft, sondern den verkaufenden Altaktionären zufließen.

$$MK = N \cdot P_0 \quad (7)$$

Gleichung (7): Die Marktkapitalisierung zum Ausgabepreis ist die Gesamtzahl der Aktien nach Kapitalerhöhung ($N = 25$ Millionen) mal Preis — 500 Millionen Euro. Sie ist die erste öffentliche Gesamtbewertung des Unternehmens und der Referenzpunkt für alles Weitere.

$$f = (n_{neu} + n_{um}) / N \quad (8)$$

Gleichung (8): Der Streubesitz (Free Float) ist der Anteil der frei handelbaren Aktien — hier $(5 + 3) / 25 = 32$ Prozent, komfortabel über den Mindestanforderungen der Tabelle 6 und groß genug für Indexfähigkeit und liquiden Handel.

$$\alpha_{Fam} = (n_{alt} - n_{um}) / N \quad (9)$$

Gleichung (9): Der Anteil der Familie nach dem Börsengang beträgt $(20 - 3) / 25 = 68$ Prozent — die Kontrolle bleibt unangefochten, denn alle Hauptversammlungsbeschlüsse

³⁷ Die Aufteilung in Kapitalerhöhung (Primäranteil, Erlös an die Gesellschaft) und Umplatzierung (Sekundäranteil, Erlös an die verkaufenden Altaktionäre) ist für die Kapitalmarktkommunikation wesentlich: Ein hoher Sekundäranteil wird als Ausstiegssignal gelesen.

bis hin zu Satzungsänderungen lassen sich mit dieser Mehrheit fassen. Abbildung 4 zeigt die Verschiebung, Tabelle 7 die vollständige Rechnung.

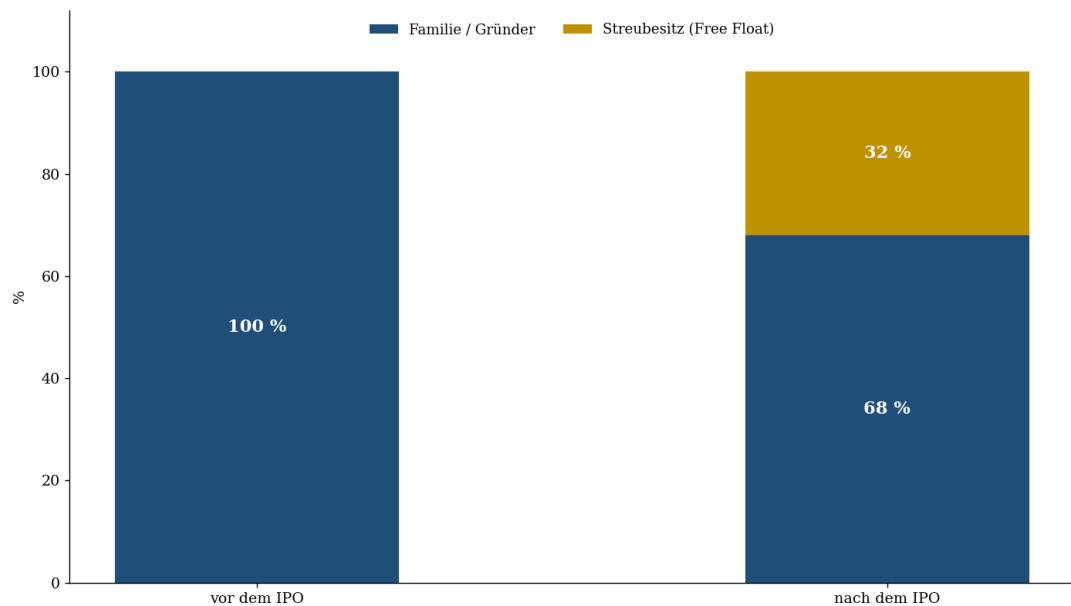


Abbildung 4: Eigentümerstruktur des IPO-Rechenbeispiels vor und nach dem Börsengang: Die Familie behält 68 Prozent, 32 Prozent werden zum Streubesitz.

Quelle: Eigene Berechnung und Darstellung.

Tabelle 7: IPO-Rechenbeispiel: Eckwerte der Transaktion (Ausgabepreis 20 Euro, erster Börsenkurs 23 Euro)

Größe	Wert	Empfänger / Bedeutung
Kapitalerhöhung (Primäranteil)	5,0 Mio. Aktien	Erlös 100 Mio. € an die Gesellschaft
Umplatzierung (Sekundäranteil)	3,0 Mio. Aktien	Erlös 60 Mio. € an die Familie
Platzierungsvolumen gesamt	160 Mio. €	8 Mio. Aktien zu 20 €
Marktkapitalisierung (Ausgabepreis)	500 Mio. €	25 Mio. Aktien zu 20 €
Streubesitz	32 %	indexfähig, liquide handelbar
Familienanteil nach IPO	68 %	Kontrolle gesichert
Direkte Kosten	8,0 Mio. € (5,0 %)	Banken 4,8 Mio. €, Berater/Börse 3,2 Mio. €
Underpricing (Tag 1: +15 %)	24,0 Mio. €	Zeichnungsgewinn der Erstinvestoren

Quelle: Eigene Berechnung nach den Gleichungen (6) bis (12); gerundet.

Die Vermögensbilanz der Familie zeigt den Charakter des Geschäfts. Vor dem IPO hielt sie 100 Prozent eines Unternehmens, das der Markt (zum Ausgabepreis gerechnet) mit 400 Millionen Euro bewertet hätte — illiquide, unteilbar, unbeleihbar. Nach dem IPO hält sie 68 Prozent im Wert von 391 Millionen Euro zum ersten Börsenkurs, dazu 60 Millionen Euro in bar, zusammen mehr als 450 Millionen Euro — und erstmals in einer Form, die teilbar, beleihbar und täglich bewertet ist. Der Zuwachs ist kein Geschenk des Marktes, sondern die Liquiditätsprämie verkehrsfähiger Anteile (Amihud und Mendelson, 1986) — der Kern dessen, was Eigentümer beim Gang an die Börse gewinnen.

8.3 Die Folgevorteile: Währung, Folgeemissionen, Sichtbarkeit

Der Emissionserlös ist nur der erste Nutzen; die dauerhaften Vorteile beginnen nach der Erstnotiz. Die notierte Aktie ist Akquisitionswährung: Übernahmen lassen sich ganz oder teilweise in eigenen Aktien bezahlen, was Kaufkraft von der Kasse entkoppelt — das von den Finanzvorständen bei Brau und Fawcett (2006) meistgenannte Motiv. Der Kapitalmarktzugang ist wiederholbar: Folgeemissionen (SEOs) und Wandelanleihen beschaffen weiteres Eigenkapital zu Grenzkosten, die weit unter denen des Erstgangs liegen. Die tägliche Bewertung diszipliniert und informiert zugleich: Holmström und Tirole (1993) zeigen, dass der Aktienkurs Führungsleistung misst, wie es kein interner Bericht kann — Voraussetzung wirksamer aktienbasierter Vergütung. Und die Sichtbarkeit wirkt über den Kapitalmarkt hinaus: auf Kunden, Lieferanten, Banken und Bewerber, für die die Notierung ein täglich erneuertes Qualitätssiegel ist.³⁸

8.4 Bewertungsniveaus: privat gegen notiert

Der Bewertungsunterschied zwischen privatem und öffentlichem Eigentum lässt sich beziffern, und er ist groß. Officer (2007) vergleicht Übernahmen unnotierter und notierter Unternehmen gleicher Branche und Größe: Private Ziele werden mit Abschlägen von 15 bis 30 Prozent auf vergleichbare Multiplikatoren verkauft — der Preis von Illiquidität, Informationsrisiko und schmaler Käuferbasis. Die Liquiditätsprämie der Notierung (Amihud und Mendelson, 1986) ist das Spiegelbild dieses Abschlags: Verkehrsfähige, täglich bewertete Anteile sind pro Euro Gewinn mehr wert als gebundene. Für die Familie des Rechenbeispiels bedeutet das: Ein Teil des Vermögenszuwachses beim Börsengang ist keine Neubewertung des Geschäfts, sondern die Monetarisierung der Handelbarkeit selbst.³⁹

Zur Wahrheit gehört die Gegenrechnung: Die Bewertungsprämie der Börse ist konditional. Sie setzt Liquidität, Analystenabdeckung und Indexfähigkeit voraus — der vergessene Nebenwert mit zwei Prozent Streubesitzhandel erzielt keine Prämie, sondern notiert mit Konglomeratabschlag und ohne Publikum. Die Prämie ist also kein Geschenk der Notierung, sondern der Lohn eines funktionierenden Kapitalmarktauftritts — ein weiteres Argument, den Börsengang an den Größenschwellen der Tabelle 9 zu messen statt am rechtlich Möglichen.

³⁸ Belegschaftsaktien und Aktienoptionsprogramme sind bei nicht notierten Gesellschaften mangels Marktpreis und Veräußerbarkeit nur eingeschränkt darstellbar; die Notierung macht Beteiligung als Vergütungsbestandteil erst liquide.

³⁹ Kadlec und McConnell (1994) zeigen den Spiegeleffekt bei Börsennotierungen etablierter Unternehmen: Die Aufnahme in einen liquideren Handel erhöht Bewertung und Aktionärsbasis messbar.

8.5 Mitarbeiterbeteiligung: die Aktie als Personalinstrument

Ein Nutzenkanal des Börsengangs verdient eigene Betrachtung, weil er im Fachkräftemangel strategisch geworden ist: die Mitarbeiterbeteiligung. Erst die notierte Aktie macht Belegschaftsaktien und Optionsprogramme voll funktionsfähig — mit täglichem Preis, jederzeitiger Veräußerbarkeit und ohne die Bewertungstreitigkeiten virtueller Programme. Kim und Ouimet (2014) zeigen, dass breit angelegte Belegschaftsprogramme moderater Größe Produktivität und Löhne messbar erhöhen; für Wachstumsunternehmen ist die Aktienvergütung zudem ein Liquiditätsinstrument — sie bezahlt Talente mit Zukunft statt mit Kasse. Die Erfahrung der Technologiebranche zeigt die Größenordnung: Ohne handelbare Aktie konkurriert ein Mittelständler um Spitzenkräfte mit dem Gehalt allein.⁴⁰

Die Kehrseite gehört ins Bild: Aktienprogramme verwässern die Altaktionäre, ihre Kosten sind ergebniswirksam, und schlecht kalibrierte Optionspläne setzen die falschen Anreize — kurzfristige Kurspflege statt langfristiger Wertschaffung. Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater prüfen Vergütungssysteme entsprechend streng. Als Näherungsregel der Praxis gelten jährliche Verwässerungsbudgets von ein bis zwei Prozent des Grundkapitals und Erfolgshürden, die relative statt absolute Kursentwicklung belohnen.

9 Die Ökonomie des Börsengangs II: Kosten und Fallstricke

9.1 Die direkten Kosten

Der Börsengang ist die teuerste Kapitalmaßnahme, die ein Unternehmen vornehmen kann, und seine Kosten haben drei Schichten. Die erste ist sichtbar: die direkten Kosten nach Gleichung (10).⁴¹

$$K_{\text{direkt}} = g \cdot E_{\text{ges}} + F \quad (10)$$

Gleichung (10): Die direkten Kosten setzen sich aus der volumenabhängigen Bankenprovision (Gross Spread g , in Europa üblicherweise 2,5 bis 3,5 Prozent des Platzierungsvolumens E_{ges}) und den fixen Kosten F für Anwälte, Prüfer, Prospekt und Börse zusammen. Im Rechenbeispiel: 3 Prozent von 160 Millionen plus 3,2 Millionen Fixkosten ergibt 8 Millionen Euro oder 5 Prozent des Volumens. Wegen des

⁴⁰ Vor der Notierung behelfen sich Unternehmen mit virtuellen Beteiligungen (VSOP) oder — in Österreich seit 2024 — den Unternehmenswert-Anteilen der FlexCo; beide zahlen erst im Ausstiegsfall und ersetzen die handelbare Aktie nur unvollkommen.

⁴¹ In den Vereinigten Staaten liegt die Bankenprovision für mittelgroße IPOs seit Jahrzehnten bemerkenswert starr bei 7 Prozent (Chen und Ritter, 2000); warum europäische Emittenten nur rund die Hälfte zahlen, untersuchen Abrahamson, Jenkinson und Jones (2011).

Fixkostenblocks wirken starke Skaleneffekte — bei kleinen Emissionen können die direkten Kosten zweistellige Prozentsätze erreichen (Ritter, 1987).

Die zweite Schicht sind die laufenden Kosten der Notierung: Quartals- und Jahresberichterstattung nach IFRS, Hauptversammlung, Investor Relations, Ad-hoc-Organisation, Prüfungs- und Beratungsmehraufwand. Für kleinere Emittenten summiert sich dies typischerweise auf einen bis mehrere Millionen Euro jährlich — ein Betrag, der bei der Entscheidung häufig übersehen wird, weil er nicht in der Emissionsabrechnung steht, sondern in jeder folgenden Gewinn-und-Verlust-Rechnung.

9.2 Underpricing: der teuerste Rabatt der Unternehmensfinanzierung

Die dritte Kostenschicht ist die unsichtbarste und regelmäßig die größte: das Underpricing. Seit Ibbotson (1975) ist dokumentiert, dass Ausgabepreise systematisch unter dem ersten Börsenkurs liegen. Die Gleichungen (11) und (12) beziffern den Effekt:⁴²

$$UP = (P_1 - P_0) / P_0 \quad (11)$$

Gleichung (11): Das Underpricing ist die Zeichnungsrendite des ersten Handelstags — im Rechenbeispiel $(23 - 20) / 20 = 15$ Prozent, nahe den langfristigen Durchschnitten: In den Vereinigten Staaten betrug die durchschnittliche Zeichnungsrendite 7,2 Prozent in den 1980er-Jahren, 14,8 Prozent in den 1990er-Jahren, 64,6 Prozent in der Blase 1999/2000 und rund 14 Prozent seither; für Deutschland liegen die Langfristwerte um 9 bis 15 Prozent. Abbildung 5 zeigt die Perioden.

$$MLOT = (P_1 - P_0) \cdot n_{\text{platziert}} \quad (12)$$

Gleichung (12): Das auf dem Tisch gelassene Geld (Money Left on the Table) ist der Zeichnungsgewinn der Erstinvestoren — 3 Euro mal 8 Millionen platzierte Aktien gleich 24 Millionen Euro im Beispiel, dreimal so viel wie alle direkten Kosten zusammen. Loughran und Ritter (2002) erklären, warum Alteigentümer dies selten reklamieren: Der Kurssprung wertet zugleich ihre behaltenen Aktien auf, und die Freude über den Vermögenszuwachs überdeckt den entgangenen Emissionserlös.

⁴² Die Zahlen für die Vereinigten Staaten folgen Loughran und Ritter (2004) und den laufend aktualisierten Statistiken von Ritter (2024); der deutsche Langfristwert folgt Ljungqvist (1997).

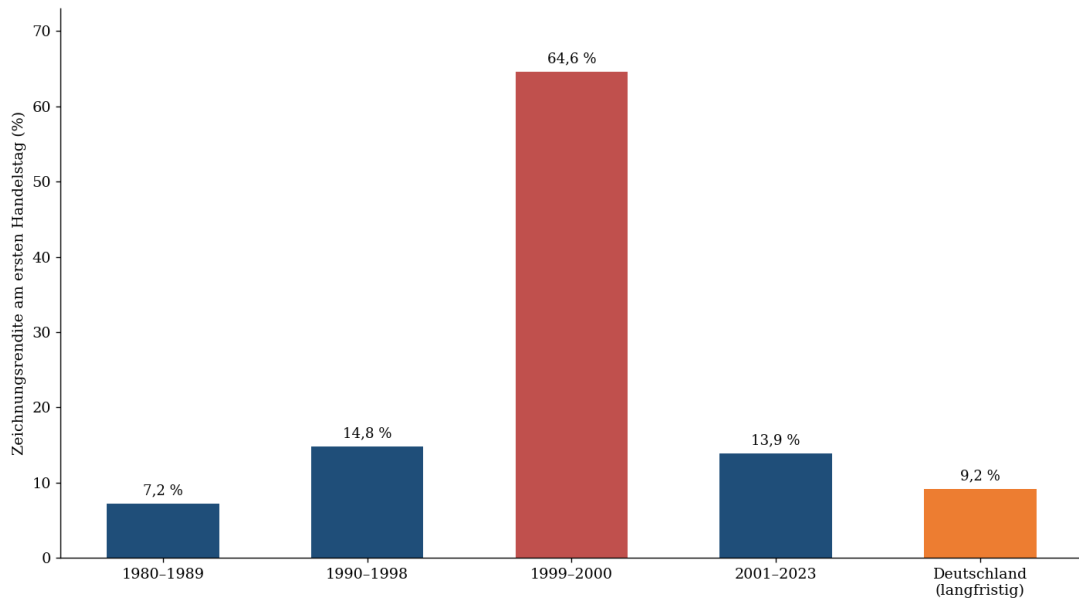


Abbildung 5: Durchschnittliche Zeichnungsrenditen am ersten Handelstag: Vereinigte Staaten nach Perioden sowie langfristiger Wert für Deutschland.

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Loughran und Ritter (2004), Ritter (2024) und Ljungqvist (1997).

Zur Erklärung dieses Abschlags liefert Rock (1986) den überzeugendsten Ansatz mit dem Fluch des Zuschlags: Uninformierte Zeichner erhalten bei überteuerten Emissionen volle, bei attraktiven nur anteilige Zuteilung — damit sie überhaupt mitbieten, muss die durchschnittliche Emission unterbewertet sein. Benveniste und Spindt (1989) ergänzen die Informationskosten des Bookbuildings, Welch (1992) Herdeneffekte unter Investoren. Für den Emittenten ist die Herkunft zweitrangig; entscheidend ist die Konsequenz: Underpricing ist ein kalkulierbarer Preisbestandteil des Börsengangs, und ohne Einplanung werden die wahren Kosten der Transaktion erheblich unterschätzt. Abbildung 6 verdichtet alle Kostenschichten und den Skaleneffekt.

9.3 Die Gesamtkostenrechnung

Abbildung 6 stellt die Kostenschichten des Rechenbeispiels zusammen: rund 3 Prozent Bankenprovision, 2 Prozent sonstige direkte Kosten und 15 Prozent Underpricing — in Summe kostet der Zugang zum öffentlichen Eigenkapital im Beispiel rund ein Fünftel des Platzierungsvolumens, einmalig. Die rechte Bildhälfte zeigt den Skaleneffekt der Fixkosten: Unter etwa 50 Millionen Euro Emissionsvolumen steigen die direkten Kosten steil an, was die praktische Untergrenze sinnvoller Börsengänge erklärt. Diese Zahlen sind kein Argument gegen den Börsengang — sie beziffern seinen Preis und gehören in dieselbe Rechnung wie die Nutzenkanäle des Abschnitts 8.⁴³

⁴³ Die Kostenangaben der Abbildung 6 sind stilisierte Mittelwerte; im Einzelfall streuen sie mit Emissionsgröße, Segment und Marktphase erheblich.

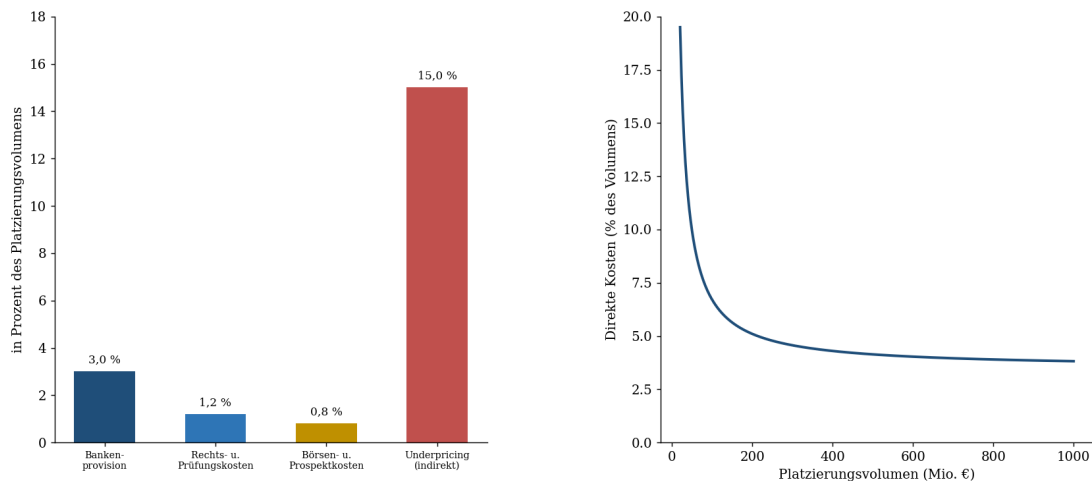


Abbildung 6: Kostenschichten des Börsengangs im Rechenbeispiel (links) und Skaleneffekt der direkten Kosten nach Emissionsvolumen (rechts, stilisiert).

Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung nach Ritter (1987) und Abrahamson, Jenkinson und Jones (2011).

9.4 Transparenz, Ad-hoc-Publizität und der Takt des Kapitalmarkts

Mit der Erstnotiz wechselt das Unternehmen in ein anderes Informationsregime. Die Marktmissbrauchsverordnung verpflichtet zur unverzüglichen Veröffentlichung jeder nicht öffentlichen Information, die den Kurs erheblich beeinflussen könnte — der geplatzte Großauftrag, die Gewinnwarnung, der Vorstandsabgang: alles ad hoc, ungeschminkt und bevor es der Wettbewerb aus der Zeitung erfährt. Dazu treten Insiderlisten, die Meldepflicht für Eigengeschäfte der Führungskräfte (Directors' Dealings), Stimmrechtsmitteilungen der Aktionäre und die Regelberichterstattung des gewählten Segments. Tabelle 8 ordnet die wichtigsten Pflichten. Für die Unternehmenskultur ist das der tiefste Schnitt des Börsengangs: Die Diskretion des Familienunternehmens — über Margen, Ausschüttungen, interne Konflikte — endet am Tag der Notierung; auch der Wettbewerber liest fortan Quartalsberichte, Prospekt und Ad-hoc-Meldungen.⁴⁴

⁴⁴ Ein Aufschub der Ad-hoc-Veröffentlichung ist nur unter engen Voraussetzungen zulässig (berechtigtes Interesse, keine Irreführung, Vertraulichkeit gewährleistet) und muss dokumentiert werden.

Tabelle 8: Laufende Kapitalmarktpflichten börsennotierter Gesellschaften (regulierter Markt, vereinfacht)

Pflicht	Rechtsgrundlage	Inhalt und Frist
Ad-hoc-Publizität	Art. 17 MAR	unverzügliche Veröffentlichung kursrelevanter Insiderinformationen
Directors' Dealings	Art. 19 MAR	Meldung von Eigengeschäften der Führungskräfte binnen drei Geschäftstagen
Insiderlisten	Art. 18 MAR	laufende Führung, Vorlage auf Verlangen der Aufsicht
Stimmrechtsmitteilungen	WpHG / BörseG	Meldung bei Erreichen von Schwellen (ab 3 % bzw. 4 %)
Regelpublizität	Transparenz-RL, Börsenordnung	Jahres-, Halbjahres-, im Prime-Segment Quartalsberichte (IFRS)
Hauptversammlung	AktG	jährlich; Einberufung, Gegenanträge, Auskunftsrechte der Aktionäre
Übernahmerecht	WpÜG / ÜbG	Pflichtangebot bei Kontrollerwerb (30 Prozent der Stimmrechte)

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten von MAR, WpHG, BörseG, WpÜG und ÜbG, Stand Mitte 2026, vereinfacht.

Zur Transparenz tritt der Takt. Graham, Harvey und Rajgopal (2005) haben Finanzvorstände anonym befragt: Eine Mehrheit würde wertschaffende Projekte opfern, um die Gewinnerwartung des laufenden Quartals zu treffen — der Quartalsdruck des Kapitalmarkts ist keine Anekdote, sondern messbare Verhaltensänderung. Vor einem Börsengang ist die eigene Strategie daraufhin zu prüfen, ob sie mit einer Quartalsberichterstattung vereinbar ist: Geschäftsmodelle mit langen Investitionszyklen und volatilen Auftragseingängen zahlen am Kapitalmarkt einen Unruhezuschlag.

9.5 Kursenttäuschungen und die lange Frist

Die schmerzhafteste Lektion des Börsenlebens ist die Asymmetrie der Enttäuschung. Skinner (1994) zeigt, dass Unternehmen schlechte Nachrichten beschleunigt veröffentlichen — die Klagerisiken und die Ad-hoc-Pflicht lassen keine Wahl —, und Skinner und Sloan (2002) beziffern die Folge: Verfehlt ein hoch bewerteter Wachstumswert die Gewinnerwartung auch nur geringfügig, fällt der Kurs überproportional, weil Wachstumsprämien in beide Richtungen hebeln. Der Vorstand einer notierten Gesellschaft managt deshalb neben dem Geschäft stets auch eine Erwartungsrechnung: Prognosen setzen, Konsensschätzungen beobachten, Enttäuschungen gezielt vermeiden — eine Disziplin, die es im Familienunternehmen schlicht nicht gibt.⁴⁵

Auch die lange Frist mahnt zur Nüchternheit. Ritter (1991) und Loughran und Ritter (1995) dokumentieren, dass Neuemissionen den Markt über die folgenden drei bis fünf

⁴⁵ Skinner und Sloan (2002) nennen den Effekt Earnings Torpedo: Bei Wachstumswerten genügt eine kleine negative Überraschung für zweistellige Kursverluste, weil mit der Gewinnschätzung zugleich die hohe Bewertungsprämie fällt.

Jahre im Durchschnitt deutlich unterperformen — Emittenten nutzen erfolgreich Phasen hoher Bewertungen (Baker und Wurgler, 2002; Pástor und Veronesi, 2005), und die Erstinvestoren bezahlen dies mit mageren Folgerenditen. Brav und Gompers (1997) differenzieren: Der Effekt konzentriert sich auf kleine Emissionen ohne professionelle Vorinvestoren. Für den Emittenten heißt das zweierlei: Ein gutes Marktfenster verbessert den Emissionserlös erheblich — und ein enttäuschter Erstinvestor kommt so bald nicht wieder; die Börse als dauerhafte Kapitalquelle setzt voraus, beim IPO eine Bewertung zu verkaufen, die anschließend bestätigen kann.

9.6 Haftung und Organpflichten: das persönliche Risiko der Führung

Der Börsengang verändert auch das persönliche Risikoprofil der handelnden Personen. Der Prospekt begründet eine Haftung für unrichtige oder unvollständige Angaben — sie trifft den Emittenten und die begleitenden Banken und kann auf die verantwortlichen Organe durchschlagen; die Due Diligence des Abschnitts 7.2 ist daher keine bloße Formalität, sondern ein Instrument der Haftungsvorsorge. Nach der Notierung setzen sich die Risiken fort: fehlerhafte oder verspätete Ad-hoc-Meldungen, unrichtige Finanzberichte und Verstöße gegen Insiderrecht begründen Ansprüche geschädigter Anleger und Bußgelder der Aufsicht; Kapitalanleger-Musterverfahren bündeln solche Klagen zu Verfahren, deren Streitwerte die Bilanz eines Mittelständlers übersteigen können. Vorstände und Aufsichtsräte notierter Gesellschaften ohne angemessene D&O-Versicherung und ohne belastbare Compliance-Organisation handeln fahrlässig — im Wortsinn.⁴⁶

Diese Risiken sind beherrschbar, aber sie kosten Struktur: ein Ad-hoc-Komitee mit klaren Eskalationswegen, geschulte Führungskräfte, saubere Insiderlisten, dokumentierte Entscheidungsprozesse. Der Mittelständler, der solche Strukturen als bürokratische Zumutung empfindet, sollte das als ehrliches Signal lesen — nicht gegen die Strukturen, sondern gegen den eigenen Börsengang zum jetzigen Zeitpunkt. Die Organisation muss der Notierung vorauslaufen, nicht hinterherwachsen.

9.7 Das Risiko des Vergessenwerdens: Analystenabdeckung und Liquidität

Ein unterschätzter Fallstrick betrifft nicht den Börsengang, sondern die Jahre danach: das Vergessenwerden. Die Aufmerksamkeit des Kapitalmarkts ist ein knappes Gut — Research-Kapazitäten konzentrieren sich auf große, liquide Titel, und ein Nebenwert ohne Analystenabdeckung verliert nach und nach genau das, wofür er die Kosten der Notierung trägt: faire Bewertung, Liquidität, Kapitalmarktzugang. Kelly und Ljungqvist (2012) beziffern den Effekt: Fällt die Abdeckung weg, weiten sich die Spannen und sinken die

⁴⁶ Kapitalmarktrechtliche Verstöße können neben zivilrechtlicher Haftung auch Bußgelder der Aufsicht (BaFin, FMA) und strafrechtliche Verantwortung auslösen; Marktmanipulation und Insiderhandel sind Straftatbestände.

Kurse — Information ist Teil des Preises. Der Trend verschärft das Problem, denn schrumpfende Research-Budgets der Banken haben die Abdeckung kleiner Werte in Europa strukturell ausgedünnt; viele Emittenten kaufen sich Abdeckung heute als beauftragtes Research selbst ein.⁴⁷

Für die Going-Public-Entscheidung folgt daraus eine Selbstprüfung entlang der Frage, ob das Unternehmen groß und in seiner Positionierung hinreichend darstellbar ist, um dauerhaft Aufmerksamkeit am Kapitalmarkt zu finden. Die Größenschwellen der Tabelle 9 sind auch Aufmerksamkeitsschwellen — unterhalb von ihnen droht das Schicksal des vergessenen Nebenwerts aus Abschnitt 8.4: notiert, aber nicht gehandelt; transparent, aber nicht gesehen. Dann trägt das Unternehmen die vollen Kosten der Öffentlichkeit und erntet fast keinen ihrer Erträge — die teuerste aller Zwischenlösungen.

10 Kontrolle und Kapitalmarkt: Streubesitz, Übernahmen und Abwehr

10.1 Besitzverhältnisse unter Beobachtung

Mit der Notierung werden die Besitzverhältnisse öffentlich und ihre Veränderung meldepflichtig: Das Über- oder Unterschreiten der Stimmrechtsschwellen von 3 beziehungsweise 4, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 oder 75 Prozent ist binnen weniger Handelstage zu melden, und die Gesellschaft muss es veröffentlichen. Für die Altgesellschafter bedeutet das einen doppelten Perspektivwechsel. Erstens wird erstmals sichtbar, welche Investoren sich in das Aktienregister einkaufen — der Einstieg eines aktivistischen Fonds kündigt sich in den Meldungen an. Zweitens werden ihre eigenen Dispositionen marktrelevant: Verkauft die Gründerfamilie ein Paket, liest der Markt es als Signal, und der Kurs reagiert — die Freiheit des anonymen Eigentums endet mit der ersten Schwellenmeldung. La Porta, Lopez-de-Silanes und Shleifer (1999) und Faccio und Lang (2002) zeigen, dass konzentriertes Familieneigentum auch bei notierten Gesellschaften Europas die Regel bleibt — die Börse beendet die Kontrolle nicht, aber sie stellt sie unter Beobachtung.⁴⁸

10.2 Streubesitz: Liquidität gegen Kontrolle

Der Streubesitz aus Gleichung (8) ist die zentrale Stellgröße zwischen den Zielen der Alteigentümer. Ein hoher Streubesitz schafft Liquidität, und Liquidität ist bares Geld wert: Amihud und Mendelson (1986) zeigen, dass Anleger für leichter handelbare Titel höhere Preise zahlen — engere Spannen, geringere Kurswirkung großer Orders, Indexfähigkeit und

⁴⁷ Kelly und Ljungqvist (2012) zeigen kausal, was der Verlust von Research-Abdeckung kostet: Nach exogenen Coverage-Einstellungen steigen Geld-Brief-Spannen, und die Bewertungen der betroffenen Titel fallen.

⁴⁸ Die Eingangsmeldeschwelle beträgt in Deutschland 3 Prozent der Stimmrechte (WpHG), in Österreich 4 Prozent (BörseG); Verstöße führen zum zeitweiligen Rechtsverlust aus den Aktien.

institutionelle Investierbarkeit hängen sämtlich am frei handelbaren Anteil. Ein niedriger Streubesitz sichert umgekehrt die Kontrolle und schützt vor unerwünschten Käufern, kostet aber Bewertung und Kapitalmarktzugang. Die 32 Prozent des Rechenbeispiels sind ein typischer Mittelweg: genug für Index und Handel, zu wenig für einen Kontrollwechsel gegen den Willen der Familie. Bolton und von Thadden (1998) haben genau diesen Zielkonflikt — Liquidität gegen Kontrolle — als das Grundproblem der Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen formalisiert.⁴⁹

10.3 Der Markt für Unternehmenskontrolle und die feindliche Übernahme

Mit der freien Handelbarkeit der Aktien wird zugleich die Kontrolle über das Unternehmen handelbar. Manne (1965) hat diesen Markt für Unternehmenskontrolle als Disziplinierungsmechanismus beschrieben: Fällt der Kurs, weil die Führung schwach ist, wird das Unternehmen zum Ziel — ein Erwerber kauft, ersetzt das Management und hebt den Wert. Jensen und Ruback (1983) bilanzieren die Empirie: Übernahmen schaffen erheblichen Wert, und er fließt überwiegend den Aktionären der Zielgesellschaft zu — die Übernahmeprämie von häufig 20 bis 40 Prozent ist aus Sicht der Streubesitz-Aktionäre ein Gewinn, aus Sicht der Verwaltung eine Bedrohung. Grossman und Hart (1980) zeigen die Gegenkraft: Weil Kleinaktionäre auf die Kurssteigerung nach der Übernahme spekulieren und nicht andienen, sind feindliche Angebote schwieriger und teurer, als die reine Theorie erwartet.⁵⁰

Das Übernahmerecht ordnet dieses Spielfeld: Beim Erreichen von 30 Prozent der Stimmrechte ist allen übrigen Aktionären ein Pflichtangebot zu einem gesetzlichen Mindestpreis machen (ÜbG in Österreich, WpÜG in Deutschland); Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands unterliegen der Neutralitätspflicht und bedürfen im Grundsatz der Zustimmung von Hauptversammlung oder Aufsichtsrat. Für die Familie des Rechenbeispiels ist die Botschaft beruhigend: Mit 68 Prozent ist eine feindliche Übernahme faktisch ausgeschlossen. Kritisch wird es unterhalb von 50 Prozent, spätestens unterhalb von 30 Prozent ; eine Verwässerung über Folgeemissionen und Verkäufe bis in diesen Bereich sollte bewusst erfolgen. Schwert (2000) relativiert zugleich das Schreckbild: Die meisten als feindlich gestarteten Angebote enden verhandelt, und Franks und Mayer (1998) zeigen für Deutschland, wie selten offene Übernahmekämpfe im Verhältnis zum angelsächsischen Raum geblieben sind — gerade wegen der konzentrierten Eigentümerstrukturen.

⁴⁹ Die Indexfamilien verlangen Mindeststreubesitzquoten (DAX-Familie 10 Prozent) und gewichten die Mitglieder nach Streubesitz-Marktkapitalisierung; ein größerer Streubesitz erhöht damit unmittelbar das Indexgewicht.

⁵⁰ Feindlich meint gegen den Willen der Verwaltung, nicht der Aktionäre; denen wird das Angebot gerade gemacht. Der Übernahmekampf um Mannesmann durch Vodafone 1999/2000 bleibt der größte Fall des deutschsprachigen Raums.

10.4 Kontrollsicherung: Ankeranteile, KGaA, Mehrstimmrechte

Zwischen voller Kontrolle und voller Kapitalmarktöffnung liegen drei Stufen. Die erste Stufe ist arithmetisch: Ein Anteil von mehr als 50 Prozent bestimmt die Hauptversammlung; ein Anteil von mehr als 25 Prozent blockiert Satzungsänderungen und Kapitalmaßnahmen (Sperrminorität). Die zweite Stufe ist strukturell: Die KGaA aus Abschnitt 2.3 verankert die Geschäftsführung beim Komplementär und macht sie übernahmefest — der Grund, warum Familienunternehmen wie das IPO-Beispiel Ottobock (2025) diese Form wählen. Die dritte Stufe sind Mehrstimmrechtsaktien, die der europäische Gesetzgeber für Wachstumsunternehmen wieder geöffnet hat: Gründeraktien mit mehrfachem Stimmrecht erlauben Kapitalaufnahme bei fortbestehender Kontrolle — um den Preis eines Governance-Abschlags, den institutionelle Investoren für die Entkopplung von Kapital und Stimme verlangen (Burkart, Panunzi und Shleifer, 2003).⁵¹

Die Instrumente wirken, kosten jedoch sämtlich Bewertung, denn sie schwächen genau den Disziplinierungsmechanismus, den der Kapitalmarkt bezahlt. Shleifer und Vishny (1986) zeigen die produktive Seite des großen Aktionärs: Er überwacht die Führung, wovon alle profitieren. Die unproduktive Seite sind private Kontrollvorteile zulasten des Streubesitzes. Emittenten sollten die Kontrollarchitektur deshalb vor dem IPO festlegen und im Prospekt erklären können — nachträgliche Kontrollsicherung gegen die eigenen Aktionäre ist teuer und reputationsschädlich.

10.5 Aktionärsaktivismus und die neue Hauptversammlung

Der Übernahmemarkt ist nicht die einzige Disziplinierungsinstanz des Streubesitzes. Aktivistische Investoren erwerben Minderheitspakete und setzen mit öffentlichen Kampagnen Strategie-, Ausschüttungs- oder Personalforderungen durch; Brav, Jiang, Partnoy und Thomas (2008) zeigen, dass solche Kampagnen im Durchschnitt Kurssteigerungen und operative Verbesserungen auslösen — der Aktivist ist aus Sicht des Streubesitzes häufig ein Korrektiv, aus Sicht des Vorstands ein anstrengendes. Dazu tritt die stille Macht der Stimmrechtsberater und Indexfonds: Ihre Leitlinien zu Vergütung, Unabhängigkeit und Kapitalmaßnahmen entscheiden Hauptversammlungsmehrheiten, lange bevor ein Aktivist auftritt.⁵²

Für den Neuemittenten heißt das: Die Hauptversammlung ist keine Formalie, sondern eine jährliche Prüfung der Governance. Vergütungssysteme, Aufsichtsratsbesetzung und Kapitalermächtigungen sollten von Beginn an den Erwartungen institutioneller Investoren standhalten — Gegenstimmen von 30 Prozent in der öffentlichen Wahrnehmung

⁵¹ Mehrstimmrechtsaktien sind in Deutschland seit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz 2023 wieder zulässig (bis zehnfaches Stimmrecht, mit Verfallklauseln); Österreich hat mit dem Aktienrechts-Änderungsgesetz 2026 nachgezogen.

⁵² Stimmrechtsberater wie ISS und Glass Lewis bündeln die Stimmabgabe institutioneller Anleger; ihre Abstimmungsrichtlinien wirken faktisch wie ein zweites Regelwerk der Hauptversammlung.

beschädigen die Währung, die beim IPO geschaffen wurde. Die gute Nachricht des Rechenbeispiels gilt auch hier: Mit 68 Prozent Familienanteil sind Beschlüsse gesichert; die Erwartungen des Marktes zu ignorieren, kostet gleichwohl Bewertung — Kontrolle schützt vor Niederlagen, nicht vor Abschlügen.

10.6 Die Aktionärsstruktur gestalten: Anker, Cornerstones, Publikum

Die Aktionärsstruktur nach dem IPO ist kein Zufallsprodukt des Orderbuchs, sondern gestaltbar — und sie sollte gestaltet werden, denn sie bestimmt Kursverhalten, Hauptversammlungsdynamik und Übernahmeschutz auf Jahre. Das Spektrum reicht vom Ankerinvestor, der vor dem IPO ein Paket übernimmt und Stabilität signalisiert, über Cornerstone-Zeichnungen im Orderbuch bis zur bewussten Mischung von Long-only-Fonds, Indexinvestoren und einer Privatanlegertranche. Die Zuteilung des Abschnitts 7.2 ist das Steuerinstrument: Eine Bevorzugung langfristiger Halter verzichtet auf kurzfristige Nachfrage zugunsten einer ruhigeren Kursentwicklung; eine großzügige Zuteilung an Hedgefonds führt zu einem umsatzstarken Erstlisting und einer kurzfristiger orientierten Aktionärsstruktur.⁵³

Für Familienunternehmen ist der kompatible Ankerinvestor — eine Stiftung, ein Family Office, ein strategisch stiller Partner — oft der Schlüssel, der den Börsengang überhaupt erst akzeptabel macht: Er füllt die Lücke zwischen dem Streubesitz, den der Markt verlangt, und der Mehrheit, die die Familie behalten will, mit einem bekannten Gesicht. Die Auswahl gehört in die früheste Projektphase; ein Anker, der in der Roadshow gefunden werden muss, ist keiner.

11 Die Entscheidung: ab wann lohnt der Börsengang

11.1 Der Entscheidungsrahmen

Die Erkenntnisse der Abschnitte 8 bis 10 lassen sich zu einem Entscheidungsrahmen verdichten. Der Börsengang lohnt, wenn drei Bedingungen zugleich erfüllt sind. Erstens der Kapitalbedarf: Das Unternehmen braucht Eigenkapital in einer Größenordnung oder Wiederholung, die private Quellen — einschließlich Mezzanine und Private Equity — nicht mehr decken, oder seine Eigentümer brauchen Liquidität ohne Kontrollverkauf. Zweitens die Reife: Berichtswesen, Führungsorganisation und Prognosefähigkeit tragen den Takt des Abschnitts 9.4 — als Richtwert gilt eine Marktkapitalisierung ab 200 bis 300 Millionen Euro und ein Emissionsvolumen ab 50 Millionen Euro, unterhalb derer Fixkosten und Illiquidität den Nutzen aufzehren. Drittens die Eigentümerbereitschaft: Die Kontrollteilung

⁵³ Cornerstone-Investoren zeichnen vor der Roadshow verbindlich einen festen Betrag und werden im Prospekt genannt; ihre Namen dienen als Qualitätssignal für das übrige Orderbuch.

des Abschnitts 10 und die Transparenz des Abschnitts 9 müssen gewollt sein, nicht nur geduldet. Tabelle 9 fasst die Prüfsteine zusammen.⁵⁴

Tabelle 9: Prüfsteine der Going-Public-Entscheidung

Dimension	Leitfrage	Richtwert / Indikator	Spricht eher für
Kapitalbedarf	Übersteigt der Eigenkapitalbedarf der nächsten 5 Jahre private Quellen?	> 50–100 Mio. €	IPO
Wiederholung	Werden Folgeemissionen oder Akquisitionswährung gebraucht?	aktive M&A-Agenda	IPO
Größe und Reife	Trägt die Organisation Quartalsberichte, IFRS, Ad-hoc-Regime?	MK > 200–300 Mio. €; Umsatz dreistellig	IPO
Prognosefähigkeit	Sind Ergebnisse planbar und Enttäuschungen selten?	geringe Ergebnisvolatilität	IPO
Kontrollwille	Akzeptieren die Eigentümer Streubesitz, Meldewesen, Übernahmemarkt?	Streubesitz $\geq$ 25 % gewollt	IPO
Diskretion	Lebt das Geschäftsmodell von Verschwiegenheit gegenüber Wettbewerb?	hohe Wettbewerbssensitivität	privat bleiben
Alternativen	Decken Bankkredit, Mezzanine oder PE den Bedarf billiger?	verfügbare private Angebote	privat bleiben
Marktfenster	Sind Bewertungen und IPO-Aktivität aufnahmefähig?	offenes Emissionsfenster	Timing-Frage

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Tabelle 9 ist bewusst als Prüfliste und nicht als Punktesystem gebaut: Die ersten fünf Zeilen sind notwendige Bedingungen — fehlt eine, sollte der Börsengang warten —, die letzten drei sind Abwägungs- und Timingfragen. Auffällig ist, was in der Auflistung fehlt: das Alter des Unternehmens und der Wunsch nach Prestige. Beides sind die schlechtesten Ratgeber der Börsengeschichte.

11.2 Die Gegenthese: warum weniger Unternehmen an die Börse gehen

Bei einer Entscheidung über den Börsengang ist zu berücksichtigen, dass der Trend seit zwei Jahrzehnten rückläufig ist. Die Zahl notierter Gesellschaften hat sich in den Vereinigten Staaten seit 1996 fast halbiert (Doidge, Karolyi und Stulz, 2017); Europa zeigt dieselbe Richtung, und 2025 zählte der gesamte Kontinent nur rund 100 Börsengänge. Gao, Ritter und Zhu (2013) erklären einen Teil über Verbundvorteile: Kleine Unternehmen verkaufen sich häufiger an große, statt selbst zu notieren, weil Geschwindigkeit wichtiger geworden ist als Eigenständigkeit. Ewens und Farre-Mensa (2020) ergänzen die Kapitalseite: Private Märkte sind so tief geworden, dass auch Milliardenbewertungen ohne

⁵⁴ Die Schwellenwerte der Tabelle 9 sind Praxisrichtwerte für den deutschsprachigen Raum, keine Rechtsgrenzen; einzelne gelungene Börsengänge unterschreiten sie deutlich.

Börse finanzierbar sind — der Gang an den öffentlichen Markt ist von der Notwendigkeit zur Option geworden.⁵⁵

Für die Entscheidung heißt das nicht, dass der Börsengang unattraktiv geworden wäre — es heißt, dass er wählerischer geworden ist. Die Unternehmen, die heute notieren, sind größer, älter und reifer als die Kohorten der 1990er-Jahre, und genau dadurch hat sich die Qualität der Entscheidung erhöht: Unternehmen, die die Kriterien der Tabelle 9 erfüllen, gehen heute mit besseren Erfolgsaussichten an die Börse als je zuvor; für die übrigen besteht, hat heute mehr gute Alternativen als je zuvor.

11.3 Timing: Fenster, Wellen und der aktuelle Markt

Börsengänge kommen in Wellen: Emissionen ballen sich in Phasen hoher Bewertungen und optimistischer Investoren (Lowry, 2003; Pástor und Veronesi, 2005), und zwischen den Wellen schließen sich die Fenster fast vollständig — der deutsche Markt kannte nach 2021 Quartale ganz ohne Neuemission. Für den Emittenten folgt daraus eine unbequeme Asymmetrie: Das Unternehmen muss börsenreif sein, bevor das Fenster aufgeht, denn die Vorlaufzeit der Abbildung 3 ist länger als jedes Fenster. Das Emissionsjahr 2025 illustriert beides — die Selektivität und die Chance: Sieben deutsche Börsengänge, darunter TKMS, Aumovio und mit Ottobock der größte mit rund 865 Millionen US-Dollar Volumen und etwa 5 Milliarden US-Dollar Bewertung, stehen für einen engen, aber aufnahmefähigen Markt, der reife Emittenten mit klarer Equity Story belohnt (EY, 2025).⁵⁶

Praktisch bedeutet Timing dreierlei: die Vorbereitung vom Marktzustand zu entkoppeln (börsenreif werden ist wetterunabhängig), Bewertungserwartungen an das Fenster anzupassen statt umgekehrt und einen Plan B zu unterhalten — Doppelgleisigkeit zwischen IPO und Verkauf (Dual Track), wie sie professionelle Verkäufer standardmäßig fahren. Das begrenzt die Abhängigkeit vom launischsten Faktor der gesamten Entscheidung.

11.4 Drei Archetypen der Going-Public-Entscheidung

Die Prüfsteine der Tabelle 9 lassen sich an drei Archetypen konkretisieren, die zusammen den Großteil der realen Börsengänge abdecken. Typ eins ist das Familienunternehmen in der dritten Generation — das Rechenbeispiel dieser Arbeit: Kapitalbedarf für Internationalisierung, ein Gesellschafterkreis, der breiter und heterogener wird, der Wunsch nach Teilliquidität ohne Kontrollverlust. Für ihn ist der Börsengang mit begrenztem Streubesitz und gegebenenfalls KGaA-Struktur die maßgeschneiderte Antwort — die Alternative wäre der Owner-Buy-out des Abschnitts 5.4. Typ zwei ist das

⁵⁵ Doidge, Karolyi und Stulz (2017) beziffern die Lücke: Gemessen an Wirtschaftskraft und historischem Muster fehlen den Vereinigten Staaten mehrere Tausend notierte Gesellschaften.

⁵⁶ Die Marktdaten folgen den IPO-Barometern von EY (2025); die genannten Transaktionen dienen der Illustration, nicht der Bewertung.

wagniskapitalfinanzierte Technologieunternehmen: Hier drängt nicht das Unternehmen, sondern der Fonds zum Ausstieg; die Börse konkurriert mit dem Verkauf an einen Konzern, und die Entscheidung fällt nach Bewertung, Marktfenster und dem Wunsch des Managements nach Eigenständigkeit (Black und Gilson, 1998; Lerner, 1994).⁵⁷

Typ drei ist der Konzern-Spin-off: Ein Mutterkonzern bringt eine Sparte an die Börse, um Fokus, eigene Kapitalmarktfähigkeit und einen Marktpreis für das Teilgeschäft zu schaffen — der Jahrgang 2025 mit den Abspaltungen TKMS und Aumovio steht beispielhaft dafür (EY, 2025). Der Spin-off ist der reife Archetyp: Berichtswesen und Governance existieren konzernseitig bereits, und die Börsenreife ist eher eine Frage der Entflechtung als des Aufbaus. Die drei Typen unterscheiden sich in fast allem — gemeinsam ist ihnen, dass die Börse jeweils ein spezifisches Problem löst: Generationenkapital, Fonds-Ausstieg, Konzernfokus. Wo sich das eigene Unternehmen in keinem der drei wiederfindet, lohnt die ehrliche Frage, welches Problem der eigene Börsengang eigentlich lösen soll.

11.5 Der Zeitplan: 36 Monate bis zur Erstnotiz

Fällt die Entscheidung positiv aus, wird sie zum Projekt. Tabelle 10 verdichtet die Befunde der Abschnitte 6 und 7 zu einem Zeitplan von der Grundsatzentscheidung bis zur Erstnotiz — bewusst großzügig bemessen, denn die wiederkehrende Erfahrung der Emissionspraxis lautet: Die Zeit fehlt am Ende immer dort, wo am Anfang gespart wurde.⁵⁸

Tabelle 10: Zeitplan zum Börsengang: Arbeitsagenda der letzten 36 Monate

Zeitraum	Arbeitspaket	Verantwortung	Bezug
36–24 Monate	Grundsatzentscheidung, Equity Story, Eigentümerstruktur bereinigen, Beirat besetzen	Eigentümer, Geschäftsführung	Abschnitte 6.4, 6.5
30–18 Monate	Formwechsel zur AG (KGaA/SE), Rechnungswesen auf IFRS und Quartalsfähigkeit heben	CFO, Berater	Abschnitte 6.1–6.3
24–12 Monate	Organe besetzen, Compliance- und Ad-hoc-Organisation aufbauen, IPO-Berater mandatieren	Vorstand, Aufsichtsrat	Abschnitte 9.4, 9.6
12–6 Monate	Bankenauswahl, Due Diligence, Prospektarbeit, Analystenschulung	CFO, Konsortium	Abschnitte 7.1, 7.2
6–0 Monate	Segmentwahl, Pre-Marketing, Roadshow, Bookbuilding, Erstnotiz	Vorstand, Konsortium	Abschnitte 7.2, 7.3
nach Erstnotiz	IR-Betrieb, Regelpublizität, Lock-up-Ende managen	Vorstand, IR	Abschnitt 12

⁵⁷ Die Archetypen sind stilisiert; reale Fälle mischen die Motive. Die Spin-off-Notierungen des Jahrgangs 2025 (TKMS, Aumovio) zeigen den dritten Typ in Reinform.

⁵⁸ Der Zeitplan verdichtet die Abschnitte 6 und 7 zu einer Arbeitsagenda; die Phasen überlappen in der Praxis, und ein offenes Marktfenster kann die letzten zwölf Monate erheblich stauchen.

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Regelwerke der Deutsche Börse AG und der Wiener Börse AG sowie die Emissionspraxis.

11.6 Was die Emissionshäuser prüfen: IPO-Readiness aus Bankensicht

Ein Aufschlussreich ist der Perspektivwechsel zur Emissionsbank und deren Kriterien der Börsenreife. Die Praxis der großen Häuser prüft entlang von fünf Feldern. Erstens die Equity Story: ein Wachstumspfad, der sich in drei Sätzen erzählen und in Zahlen belegen lässt. Zweitens der Track Record: testierte Abschlüsse, in denen die Story bereits sichtbar ist — der Kapitalmarkt kauft Fortsetzungen, keine Wenden. Drittens die Finanzfunktion: Quartalsabschluss in Wochenfrist, belastbare Planung, saubere Überleitung von Alt- auf IFRS-Rechnungslegung. Viertens die Governance: unabhängige Aufsichtsratsmitglieder, geordnete Vergütung, keine offenen Konflikte im Gesellschafterkreis. Fünftens die Kapitalmarktfähigkeit des Managements: ein Vorstand, der vor Investoren besteht — die Roadshow ist auch eine Prüfung der Personen.⁵⁹

Bemerkenswert ist, was in dieser Liste fehlt: die Bewertung. Banken wissen, dass sich Preise verhandeln lassen, Reife nicht. Für die Unternehmensführung ist die Bankensicht damit ein nützlicher Spiegel der Tabelle 9 — und ein Zeitplan: Jedes der fünf Felder braucht ein bis zwei Jahre Vorlauf, keines lässt sich im Emissionsjahr nachholen. Die beste Vorbereitung auf das Gespräch mit den Banken ist, ihre Prüfliste vorher selbst abzuarbeiten.

12 Nach dem IPO: das Leben als börsennotierte Gesellschaft

12.1 Investor Relations und die Pflege der Erwartungen

Mit der Erstnotiz beginnt die eigentliche Arbeit. Das notierte Unternehmen unterhält fortan eine dauerhafte Beziehung zu einem Anlegerpublikum, das seine Einschätzung täglich im Kurs zum Ausdruck bringt: Investor Relations wird zur Führungsfunktion, die Roadshows, Analystenkonferenzen, Kapitalmarkttag und die Pflege der Konsensschätzungen orchestriert. Die in Abschnitt 9.9.5 begründete Regelbindung wird dabei zur Routine: Prognosen werden so bemessen, dass sie eingehalten werden können; die Schätzungen der Analysten werden fortlaufend beobachtet, und sich abzeichnende Abweichungen werden frühzeitig und geordnet kommuniziert, bevor die Ad-hoc-Publizitätspflicht dies erzwingt. Unternehmen, die dieses Erwartungsmanagement beherrschen, wandeln die Berichtspflicht in einen Wettbewerbsvorteil: Verlässlichkeit wird

⁵⁹ Die Emissionsbanken und die großen Prüfungsgesellschaften haben die Kriterien in formalisierten IPO-Readiness-Verfahren standardisiert; eine externe Readiness-Prüfung zwölf bis 24 Monate vor dem Zieltermin ist inzwischen Marktstandard.

vom Kapitalmarkt honoriert — in Form niedrigerer Kapitalkosten und einer Bewertungsprämie gegenüber weniger berechenbaren Wettbewerbern.⁶⁰

12.2 Kapitalmaßnahmen: die Börse als wiederholbare Quelle

Der dauerhafte Ertrag des Börsengangs liegt in seiner Wiederholbarkeit. Kapitalerhöhungen — mit Bezugsrecht oder im beschleunigten Verfahren aus genehmigtem Kapital — beschaffen binnen Tagen Eigenkapital zu einem Bruchteil der Erstemissionskosten; Wandelanleihen nutzen die notierte Aktie als Basiswert; und die Aktie selbst bezahlt Übernahmen und Belegschaftsprogramme. Die Dividendenpolitik wird dabei zum Signalinstrument: Eine begonnene Dividende gilt als Versprechen, ihre Kürzung als Warnsignal — weshalb notierte Gesellschaften Ausschüttungen glätten und eher vorsichtig beginnen. Auch der Rückweg ins Fremdkapital wird leichter: Rating, Publizität und Kapitalmarkthistorie senken die Zinskosten von Anleihen und Schuldscheinen — die Notierung verbilligt die gesamte Passivseite, nicht nur das Eigenkapital.⁶¹

12.3 Der Rückweg: Delisting und Going Private

Der Börsengang ist kein Einbahnweg. Wo die Kosten der Notierung ihren Nutzen dauerhaft übersteigen — zu kleiner Streubesitz, keine Analystenabdeckung, keine Emissionsperspektive —, ist der geordnete Rückzug die rationale Antwort: das Delisting nach Erwerbsangebot, häufig als Going Private mit einem Finanzinvestor und technisch als der Management-Buy-out des Abschnitts 5 in umgekehrter Richtung. Bei Erreichen der Schwellen von 95 beziehungsweise 90 Prozent kann der Hauptaktionär die verbliebenen Minderheiten gegen Barabfindung ausschließen (Squeeze-out). Dass dieser Kreislauf — an die Börse, von der Börse, zurück an die Börse — funktioniert, ist kein Makel, sondern Beleg der Arbeitsteilung der Kapitalmärkte: Öffentliche und private Eigentümerschaft sind Instrumente für verschiedene Unternehmensphasen, und die zweckmäßige Rechtsform- und Finanzierungspolitik wechselt das Instrument, wenn die Phase wechselt (Jensen, 1989; Kaplan, 1991).⁶²

12.4 Wenn der Kurs fällt: Krisenkommunikation am Kapitalmarkt

Jedes notierte Unternehmen erlebt den Tag, an dem die Befunde des Abschnitts 9.5 konkret werden: Die Prognose muss gesenkt werden, der Kurs bricht ein, und Journalisten rufen vor den Analysten an. Für diesen Tag gibt es ein erprobtes Drehbuch, und sein erster Satz

⁶⁰ Zur Kapitalmarktorganisation gehören neben Investor Relations auch Ad-hoc-Komitee, Insiderlisten-Führung und Schulungen der Führungskräfte — Funktionen, die vor der Erstnotiz aufgebaut sein müssen.

⁶¹ Das Bezugsrecht schützt Altaktionäre vor Verwässerung; ein Bezugsrechtsausschluss ist nur in gesetzlichen Grenzen zulässig (vereinfacht bis 10 Prozent des Grundkapitals nahe am Börsenkurs).

⁶² DeAngelo, DeAngelo und Rice (1984) dokumentieren erhebliche Prämien für Minderheitsaktionäre bei Going-Private-Transaktionen; das Delisting setzt in Deutschland ein Erwerbsangebot an alle Aktionäre voraus.

lautet: schnell, vollständig, einmal. Die Ad-hoc-Pflicht verlangt die unverzügliche Meldung ohnehin; ökonomisch klug ist sie auch, denn gestückelte schlechte Nachrichten — die Salamtaktik — halten den Kurs länger unter Druck als ein einmaliger, vollständiger Schnitt samt glaubwürdig konservativer neuer Planung. Der zweite Satz lautet: Präsenz statt Deckung. Vorstände, die in der Krise Analystengespräche absagen, bestätigen die schlimmste Deutung; Erreichbarkeit und die gleichzeitige Weitergabe derselben Fakten an alle verkürzen die Phase der Spekulation.⁶³

Die wesentliche Einsicht betrifft die Zeit davor. Kursenttäuschungen werden in guten Zeiten angelegt: durch Prognosen am oberen Rand, durch das Bedienen jeder Analystenerwartung, durch eine Bewertung, die nur perfekte Ausführung verzeiht. Die nachhaltigste Krisenkommunikation ist deshalb die Erwartungspolitik des Abschnitts 12.1 — konservativ prognostizieren, verlässlich liefern, Enttäuschungen selten und dann ganz aussprechen. Unternehmen mit dieser Reputation überstehen schlechte Quartale mit Kursdellen; Unternehmen ohne sie mit Vertrauenskrisen.

12.5 Die ersten 180 Tage: Lock-up-Ende und erste Bilanzsaison

Die ersten sechs Monate nach der Erstnotiz entscheiden über den Ruf des neuen Börsenunternehmens. Drei Termine strukturieren sie. Der erste Quartalsbericht ist die Feuertaupe der Prognosefähigkeit: Er muss die Prospektaussagen bestätigen, sonst ist das Vertrauen beschädigt, bevor es aufgebaut war. Die erste Hauptversammlung etabliert die Governance-Kultur — gut vorbereitet ist sie Routine, schlecht vorbereitet ein öffentliches Tribunal. Und das Ende der Lock-up-Frist bringt den ersten vorhersehbaren Angebotsüberhang: Der Markt weiß, dass Altaktionäre nun verkaufen dürfen, und preist es ein; kluge Emittenten adressieren den Termin offensiv — mit klaren Aussagen der Ankeraktionäre zur Haltedauer oder geordneten, angekündigten Platzierungen.⁶⁴

Eine Planung dieser 180 Tage mit derselben Sorgfalt wie der Börsengang selbst macht aus der kritischsten Phase die Grundlage der eigenen Kapitalmarktreputation. Im Anschluss beginnt der Regelbetrieb — und mit ihm die zentrale, wenngleich unscheinbare Erkenntnis dieses Kapitels: Der Börsengang ist ein einzelner Tag, das börsennotierte Unternehmen eine Daueraufgabe. Beschränkt sich die Zielsetzung auf den Emissionstag selbst, ist die im Kapitelnitel aufgeworfene Frage unzutreffend beantwortet.

⁶³ Bewährte Praxis ist die Trennung von Fakten und Deutung: Die Ad-hoc-Meldung trägt die Tatsache, die begleitende Kommunikation die Einordnung — in dieser Reihenfolge, nie umgekehrt.

⁶⁴ Das Auslaufen der Lock-up-Frist ist ein öffentlich bekannter Termin; Kursdruck um dieses Datum ist empirisch gut dokumentiert und sollte kommunikativ vorbereitet werden.

13 Fazit und Ausblick

Ab wann macht es Sinn, ein börsennotiertes Unternehmen zu werden? Die Antwort dieser Arbeit besteht aus drei Teilen: Kapitalbedarf, Reife und Eigentümerwillen. Der Börsengang lohnt, wenn der Eigenkapitalbedarf die Kraft der privaten Quellen — Innenfinanzierung, Bankkredit, Mezzanine, Beteiligungskapital — strukturell übersteigt oder die Eigentümer Liquidität ohne Kontrollverkauf suchen; wenn die Organisation Rechnungswesen, Prognosefähigkeit und Publizität auf Kapitalmarktniveau trägt; und wenn die Eigentümer die Grundabrede der Börse — dauerhafte Transparenz und geteilte Kontrolle gegen dauerhaften Kapitalzugang — nicht nur hinnehmen, sondern nutzen wollen. Fehlt eines dieser drei Elemente, ist Warten keine Schwäche, sondern die richtige Kapitalallokation: Die private Finanzierungsleiter dieser Arbeit trägt heute weiter als je zuvor.⁶⁵

Für die Praxis der Unternehmensführung lassen sich drei Leitlinien ableiten. Erstens folgt die Rechtsform dem Geschäftsmodell, nicht dem Ehrgeiz: Jede Stufe von der Personengesellschaft über die GmbH zur AG erkaufte erweiterten Kapitalzugang mit erhöhtem Formzwang, und der Formwechsel zur AG ist Jahre vor dem Börsengang zu vollziehen, nicht Wochen davor. Zweitens ist der Börsengang als Kostenrechnung zu lesen: Im durchgerechneten Beispiel beanspruchen Provisionen, Nebenkosten und Underpricing zusammen rund ein Fünftel des Platzierungsvolumens, und die laufenden Belastungen aus Publizität, Berichtsrhythmus und Erwartungsmanagement bestehen dauerhaft fort. Erst die Gegenüberstellung dieser Kosten mit den Nutzenkanälen — Emissionserlös, Akquisitionswährung, Folgeemissionen, Liquiditätsprämie, Sichtbarkeit — ermöglicht eine sachliche statt einer anlassgetriebenen Entscheidung. Drittens ist Kontrolle gestaltbar: Streubesitzquote, Ankeranteil, KGaA oder Mehrstimmrechte erlauben nahezu jede Abstufung zwischen familiärer Beherrschung und vollständiger Kapitalmarktöffnung; jede Kontrollsicherung hat jedoch ihren Preis in der Bewertung und ist vor der Prospekterstellung zu verankern, nicht erst in der Abwehr eines konkreten Übernahmeversuchs.

Die Grenzen dieses Kapitels markieren zugleich die offenen Fragen. Die Rechenbeispiele sind stilisiert; steuerliche Fragen, Branchenbesonderheiten und die konkrete Vertragsgestaltung von Mezzanine- und Buy-out-Strukturen erfordern Beratung im Einzelfall. Empirisch ungeklärt bleibt, ob die Verlagerung der Unternehmensfinanzierung in private Märkte einen Zyklus oder einen Strukturbruch darstellt — und damit, ob die Börse ihre Funktion als Bewährungsinstanz des Unternehmertums behält oder sie mithilfe regulatorischer Erleichterungen wie des EU Listing Act zurückgewinnen muss. Der Ausblick ist gleichwohl eindeutig: Solange Unternehmen wachsen, Eigentümer altern und Kapital nach Bewertung sucht, wird der Weg von der GmbH über die AG an die Börse

⁶⁵ Diese Arbeit dient ausschließlich Informations- und Ausbildungszwecken; sie stellt keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar.

beschritten werden — von weniger Unternehmen als früher, aber von besser vorbereiteten. Zu diesen zu gehören, ist der eigentliche Zweck der in diesem Kapitel entwickelten Prüfkriterien: zu wissen, was aufgegeben, was gewonnen wird und unter welchen Bedingungen der Tausch lohnt.

Literaturverzeichnis

- Abrahamson, M., T. Jenkinson und H. Jones (2011): Why Don't U.S. Issuers Demand European Fees for IPOs?, *Journal of Finance* 66 (6), 2055–2082.
- Amihud, Y., und H. Mendelson (1986): Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, *Journal of Financial Economics* 17 (2), 223–249.
- Baker, M., und J. Wurgler (2002): Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance* 57 (1), 1–32.
- Benveniste, L. M., und P. A. Spindt (1989): How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics* 24 (2), 343–361.
- Berger, A. N., und G. F. Udell (1998): The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle, *Journal of Banking and Finance* 22 (6–8), 613–673.
- Black, B. S., und R. J. Gilson (1998): Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics* 47 (3), 243–277.
- Bolton, P., und E.-L. von Thadden (1998): Blocks, Liquidity, and Corporate Control, *Journal of Finance* 53 (1), 1–25.
- Brau, J. C., und S. E. Fawcett (2006): Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice, *Journal of Finance* 61 (1), 399–436.
- Brav, A., und P. A. Gompers (1997): Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies, *Journal of Finance* 52 (5), 1791–1821.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy und R. Thomas (2008): Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *Journal of Finance* 63 (4), 1729–1775.
- Burkart, M., F. Panunzi und A. Shleifer (2003): Family Firms, *Journal of Finance* 58 (5), 2167–2201.
- Chemmanur, T. J., und P. Fulghieri (1999): A Theory of the Going-Public Decision, *Review of Financial Studies* 12 (2), 249–279.
- Chen, H.-C., und J. R. Ritter (2000): The Seven Percent Solution, *Journal of Finance* 55 (3), 1105–1131.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo und E. M. Rice (1984): Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth, *Journal of Law and Economics* 27 (2), 367–401.
- Doidge, C., G. A. Karolyi und R. M. Stulz (2017): The U.S. Listing Gap, *Journal of Financial Economics* 123 (3), 464–487.
- Drobetz, W., M. Kammermann und U. Wälchli (2005): Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland, *Schmalenbach Business Review* 57 (3), 253–275.
- Ewens, M., und J. Farre-Mensa (2020): The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs, *Review of Financial Studies* 33 (12), 5463–5509.

- EY (2025): EY IPO-Barometer, Jahresbilanz 2025, Ernst & Young GmbH, Stuttgart.
- Faccio, M., und L. H. P. Lang (2002): The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics* 65 (3), 365–395.
- Franks, J., und C. Mayer (1998): Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany, *Journal of Banking and Finance* 22 (10–11), 1385–1403.
- Gahng, M., J. R. Ritter und D. Zhang (2023): SPACs, *Review of Financial Studies* 36 (9), 3463–3501.
- Gao, X., J. R. Ritter und Z. Zhu (2013): Where Have All the IPOs Gone?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48 (6), 1663–1692.
- Graham, J. R., und C. R. Harvey (2001): The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, *Journal of Financial Economics* 60 (2–3), 187–243.
- Graham, J. R., C. R. Harvey und S. Rajgopal (2005): The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, *Journal of Accounting and Economics* 40 (1–3), 3–73.
- Grossman, S. J., und O. D. Hart (1980): Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics* 11 (1), 42–64.
- Guo, S., E. S. Hotchkiss und W. Song (2011): Do Buyouts (Still) Create Value?, *Journal of Finance* 66 (2), 479–517.
- Holmström, B., und J. Tirole (1993): Market Liquidity and Performance Monitoring, *Journal of Political Economy* 101 (4), 678–709.
- Ibbotson, R. G. (1975): Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics* 2 (3), 235–272.
- Jensen, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323–329.
- Jensen, M. C. (1989): Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review* 67 (5), 61–74.
- Jensen, M. C., und W. H. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305–360.
- Jensen, M. C., und R. S. Ruback (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11 (1–4), 5–50.
- Kadlec, G. B., und J. J. McConnell (1994): The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Exchange Listings, *Journal of Finance* 49 (2), 611–636.
- Kaplan, S. N. (1989): The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics* 24 (2), 217–254.
- Kaplan, S. N. (1991): The Staying Power of Leveraged Buyouts, *Journal of Financial Economics* 29 (2), 287–313.

- Kaplan, S. N., und P. Strömberg (2003): Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, *Review of Economic Studies* 70 (2), 281–315.
- Kaplan, S. N., und P. Strömberg (2009): Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives* 23 (1), 121–146.
- Kelly, B., und A. Ljungqvist (2012): Testing Asymmetric-Information Asset Pricing Models, *Review of Financial Studies* 25 (5), 1366–1413.
- Kim, E. H., und P. Ouimet (2014): Broad-Based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes, *Journal of Finance* 69 (3), 1273–1319.
- Kunz, R. M., und R. Aggarwal (1994): Why Initial Public Offerings Are Underpriced: Evidence from Switzerland, *Journal of Banking and Finance* 18 (4), 705–723.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes und A. Shleifer (1999): Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance* 54 (2), 471–517.
- Leland, H. E., und D. H. Pyle (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance* 32 (2), 371–387.
- Lerner, J. (1994): Venture Capitalists and the Decision to Go Public, *Journal of Financial Economics* 35 (3), 293–316.
- Ljungqvist, A. P. (1997): Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany, *European Economic Review* 41 (7), 1309–1320.
- Loughran, T., und J. R. Ritter (1995): The New Issues Puzzle, *Journal of Finance* 50 (1), 23–51.
- Loughran, T., und J. R. Ritter (2002): Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?, *Review of Financial Studies* 15 (2), 413–444.
- Loughran, T., und J. R. Ritter (2004): Why Has IPO Underpricing Changed over Time?, *Financial Management* 33 (3), 5–37.
- Lowry, M. (2003): Why Does IPO Volume Fluctuate So Much?, *Journal of Financial Economics* 67 (1), 3–40.
- Manne, H. G. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy* 73 (2), 110–120.
- Meggison, W. L., und K. A. Weiss (1991): Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46 (3), 879–903.
- Michaely, R., und K. L. Womack (1999): Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, *Review of Financial Studies* 12 (4), 653–686.
- Mikkelsen, W. H., M. M. Partch und K. Shah (1997): Ownership and Operating Performance of Companies That Go Public, *Journal of Financial Economics* 44 (3), 281–307.
- Modigliani, F., und M. H. Miller (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48 (3), 261–297.

- Muscarella, C. J., und M. R. Vetsuypens (1990): Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs, *Journal of Finance* 45 (5), 1389–1413.
- Myers, S. C. (1984): The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39 (3), 574–592.
- Myers, S. C., und N. S. Majluf (1984): Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics* 13 (2), 187–221.
- Officer, M. S. (2007): The Price of Corporate Liquidity: Acquisition Discounts for Unlisted Targets, *Journal of Financial Economics* 83 (3), 571–598.
- Pagano, M., F. Panetta und L. Zingales (1998): Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, *Journal of Finance* 53 (1), 27–64.
- Pástor, L. und P. Veronesi (2005): Rational IPO Waves, *Journal of Finance* 60 (4), 1713–1757.
- Ritter, J. R. (1987): The Costs of Going Public, *Journal of Financial Economics* 19 (2), 269–281.
- Ritter, J. R. (1991): The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46 (1), 3–27.
- Ritter, J. R. (2024): Initial Public Offerings: Updated Statistics, Working Paper, University of Florida.
- Ritter, J. R., und I. Welch (2002): A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, *Journal of Finance* 57 (4), 1795–1828.
- Rock, K. (1986): Why New Issues Are Underpriced, *Journal of Financial Economics* 15 (1–2), 187–212.
- Röell, A. (1996): The Decision to Go Public: An Overview, *European Economic Review* 40 (3–5), 1071–1081.
- Rydqvist, K., und K. Högholm (1995): Going Public in the 1980s: Evidence from Sweden, *European Financial Management* 1 (3), 287–315.
- Schwert, G. W. (2000): Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?, *Journal of Finance* 55 (6), 2599–2640.
- Shleifer, A., und R. W. Vishny (1986): Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94 (3), 461–488.
- Skinner, D. J. (1994): Why Firms Voluntarily Disclose Bad News, *Journal of Accounting Research* 32 (1), 38–60.
- Skinner, D. J., und R. G. Sloan (2002): Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio, *Review of Accounting Studies* 7 (2–3), 289–312.
- Welch, I. (1992): Sequential Sales, Learning, and Cascades, *Journal of Finance* 47 (2), 695–732.

Zingales, L. (1995): Insider Ownership and the Decision to Go Public, *Review of Economic Studies* 62 (3), 425–448.