

Deutsches Aktieninstitut e.V.

in Zusammenarbeit mit

sms Special Marketing Services

**Erfahrungen von
Neuemittenten
am deutschen
Aktienmarkt**

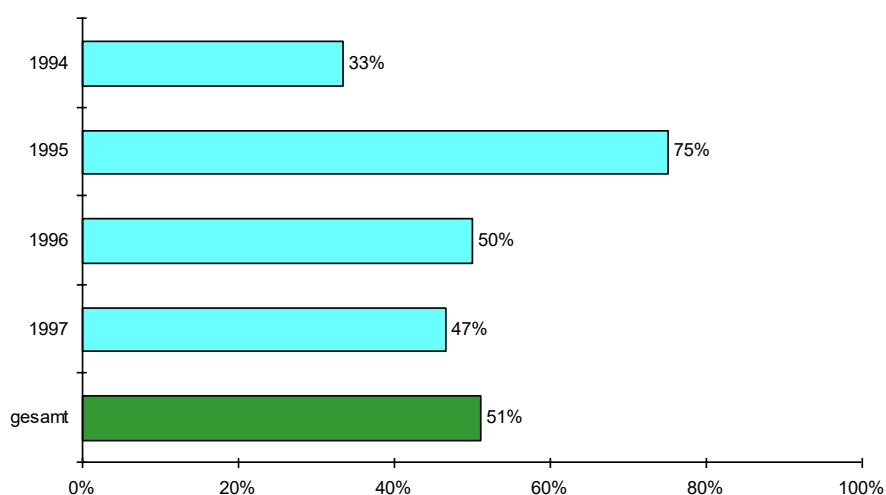
Inhalt

I. Einführung.....	3
II. Empirische Ergebnisse	7
1. Individuelle Bewertung des Börsengangs	7
2. Motive für den Börsengang	10
3. Bedeutung des Aktienkurses.....	12
4. Bedeutung des Shareholder Value	13
III. Abgeleitete Empfehlungen für ein Going Public	22
V. Anhang	27

I. Einführung

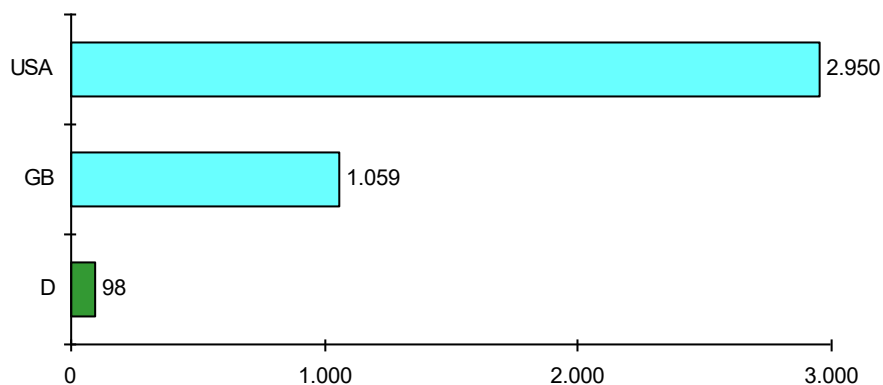
Das Deutsche Aktieninstitut (DAI) befragte zwischen Januar und März 1998 in Zusammenarbeit mit der Unternehmensberatung SMS Special Marketing Services, Reinheim, alle deutschen Neuemittenten der Jahrgänge 1994 bis 1997. Insgesamt wurden dabei 98 Fragebögen verschickt; der Rücklauf lag mit 50 Fragebögen (51 %) erfreulich hoch. Fünf (33 % des Jahrgangs) der in dieser Auswertung berücksichtigten Unternehmen emittierten erstmals 1994 Aktien, 15 (75 % des Jahrgangs) 1995, 10 (50 % des Jahrgangs) 1996 und 20 (47 % des Jahrgangs) im Jahre 1997.

Abb. 1: Rücklaufquoten der Befragung insgesamt und in Prozent der Emissionsjahrgänge



Trotz dieser auf den ersten Blick regen Neuemissionstätigkeit muß festgestellt werden, daß der deutsche Aktienmarkt vor allem im Vergleich mit den anglo-amerikanischen Ländern weiterhin als nicht ausreichend entwickelt anzusehen ist: Nicht nur die Börsenkapitalisierung, sondern auch die Emissionstätigkeit bleibt weit hinter derjenigen in den USA und Großbritannien zurück. Den 98 Neuemissionen in Deutschland im Zeitraum von 1994 bis 1997 stehen 1.059 Börseneinführungen in Großbritannien und 2.950 in den USA gegenüber.

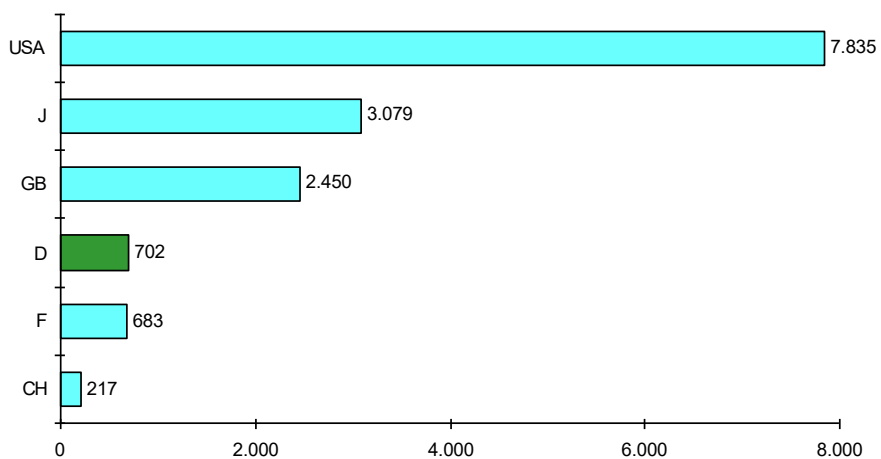
Abb. 2: Neuemissionen in den Jahren 1994 bis 1997



Quelle: F.I.B.V. Federation Internationale des Bourses de Valeurs

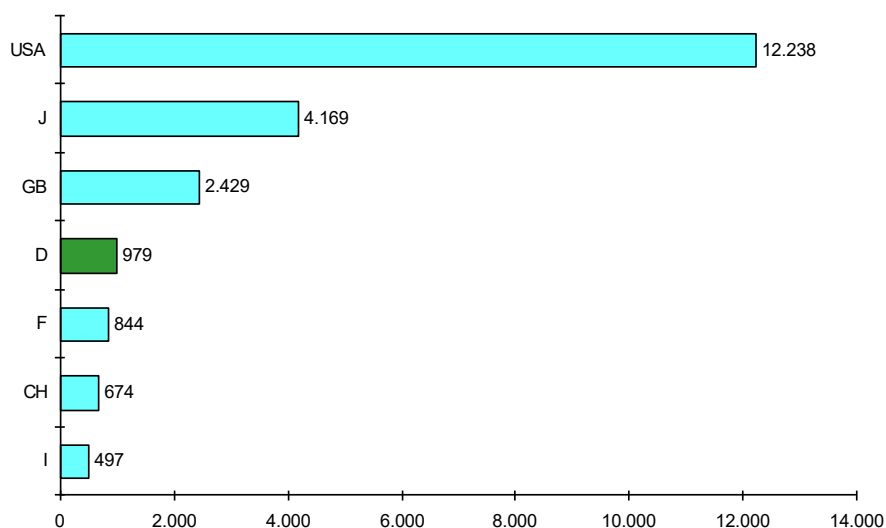
Der Rückstand im internationalen Vergleich wird auch durch den Blick auf die Anzahl der börsennotierten inländischen Unternehmen sowie auf die Marktkapitalisierung deutlich:

Abb. 3: Anzahl der börsennotierten inländischen Unternehmen (Stand: März 1998)



Quelle: F.I.B.V. Federation Internationale des Bourses de Valeurs

**Abb. 4: Marktkapitalisierung führender Wirtschaftsnationen
(Stand: März 1998, Mrd. US-Dollar)**

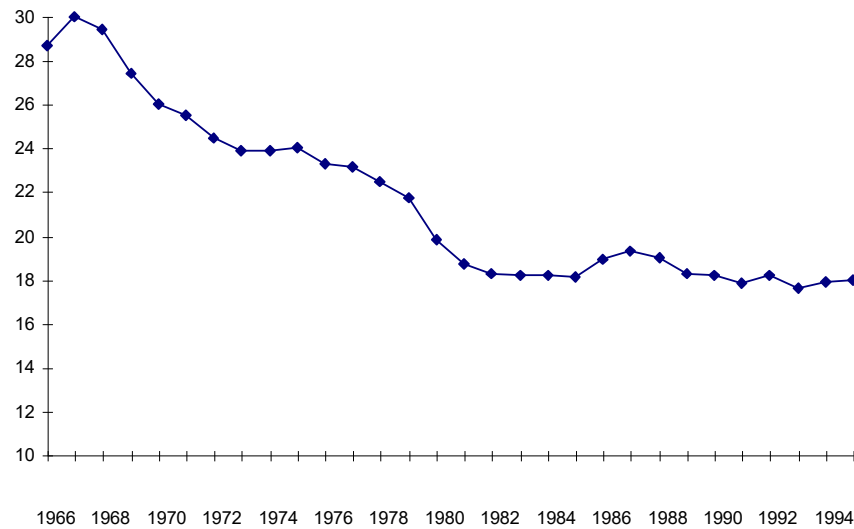


Quelle: F.I.B.V. Federation Internationale des Bourses de Valeurs

Neben enormen gesamtwirtschaftlichen Vorteilen ist auch eine Vielzahl einzelwirtschaftlicher Faktoren zu erkennen, die einen Börsengang für viele Unternehmen zu einer realen Option der Zukunfts- und Wachstumssicherung werden lassen. Im Zuge zunehmender Europäisierung und auch Globalisierung sehen sich zahlreiche Unternehmen mit veränderten ökonomischen Rahmenbedingungen, insbesondere einem steigenden Wettbewerbsdruck auf Güter- und Kapitalmärkten, konfrontiert.

Angesichts des wachsenden Konkurrenzdrucks auf nahezu allen Märkten gibt es für viele Unternehmen nur zwei Möglichkeiten: Entweder sie ziehen sich in bisher unbesetzte Nischen zurück, was jedoch oftmals einer Art „Rückwärtsstrategie“ gleichkommt, oder sie verfolgen eine konsequente Expansionspolitik. Zur Finanzierung dynamischen Wachstums wird in globalen Märkten neben unternehmerischer Energie vor allem Wagnis-, d.h. Eigenkapital benötigt. Dies ist jedoch eine der Schwachstellen des deutschen Mittelstands. Eigenkapitalquoten von lediglich 10 bis 20 % sind keine Seltenheit. Anders als im anglo-amerikanischen Raum dominiert in Deutschland der Langfristkredit als vorrangiges Finanzierungsinstrument. Dies dürfte sehr bald Änderungen erfahren.

Abb. 5: Entwicklung der Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen von 1966 bis 1995



Quelle: Deutsche Bundesbank

Einen weiteren Aspekt stellt der Generationenwechsel im Mittelstand dar. Binnen fünf Jahren suchen etwa 300.000 Familienunternehmen allein im alten Bundesgebiet einen Unternehmensnachfolger; bei etwa 82.000 Unternehmen ist keine Lösung der drängenden Nachfolgeproblematik in Sicht. Dadurch sind akut rund 500.000 Arbeitsplätze bedroht.

In der Zukunft wird das Going Public aber auch als sogenannter Exit von Venture Capital-Gesellschaften zunehmend an Bedeutung gewinnen. Gerade zur Finanzierung von neuen Technologien und zur Gründung von wachstumsträchtigen Unternehmen werden – auch in Deutschland – die unter der Überschrift Venture Capital zusammengefaßten Bereiche der „seed“- und „start-up“-Finanzierung stark an Bedeutung gewinnen. Ohne externen Eigenkapitalpartner ist es in vielen Technologiebereichen heute kaum mehr möglich, die notwendigen Investitionen zu finanzieren. Darüber hinaus ist eine rapide Zunahme der Bedeutung von Venture Capital-Gesellschaften in Deutschland zu erwarten, wenn es zur Einführung von echten Pensionsfonds kommt. Voraussetzung für eine Belebung des Venture Capital-Angebotes ist allerdings, daß den Investoren auch die Chance

gegeben wird, sich – z.B. auf dem Wege einer Börseneinführung – wieder von der Investition zu trennen.

Auch die andauernden Restrukturierungsbemühungen der Konzerne, in deren Zuge künftig verstärkt die nicht zu den Kernkompetenzbereichen gehörenden Unternehmensteile veräußert werden, sind hier zu nennen. Auch dabei wird die Börseneinführung von Tochtergesellschaften, das sogenannte „spin-off“, eine größere Rolle spielen.

Ziel dieser Untersuchung ist es, die Erfahrungen der Emittenten zu bündeln und zu analysieren, um so gegebenenfalls Defizite, beispielsweise bei der Beratung, der individuellen Vorbereitung oder der Umsetzung des Börsengangs zu erkennen und Ansatzpunkte für mögliche Verbesserungen zu identifizieren. Nur wenn angemessene institutionelle Rahmenbedingungen gegeben sind und gleichzeitig der unternehmensspezifische Informationsstand verbessert wird, kann langfristig auch die Zahl der Börsengänge weiter im erforderlichen Umfang steigen. Die insgesamt sehr positiven Erfahrungen der Emittenten, die die Ergebnisse dieser Untersuchung widerspiegeln, können dazu beitragen, potentiellen Neuemittenten die Scheu vor einem Going Public zu nehmen.

Daß solche „mentalen Sperren“ (noch) weit verbreitet sind, zeigen die Erfahrungen, die das DAI bei seinen regionalen Going Public-Seminaren für interessierte Unternehmer bundesweit gesammelt hat. Die dort regelmäßig auftauchenden Fragen und Fehleinschätzungen sind typisch und spiegeln sich zum Teil auch in den nachfolgend dargestellten Ergebnissen wider.

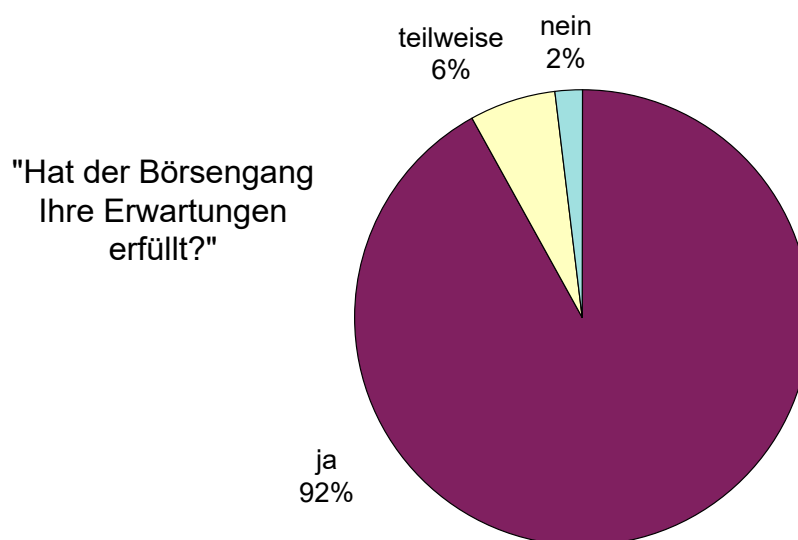
II. Empirische Ergebnisse

1. Individuelle Bewertung des Börsengangs

Zentrales Ergebnis der Untersuchung ist, daß sich für 92 % der Befragten die an einen Börsengang geknüpften Erwartungen „vollkommen“ oder „überwiegend“ erfüllt haben. Lediglich bei drei Unter-

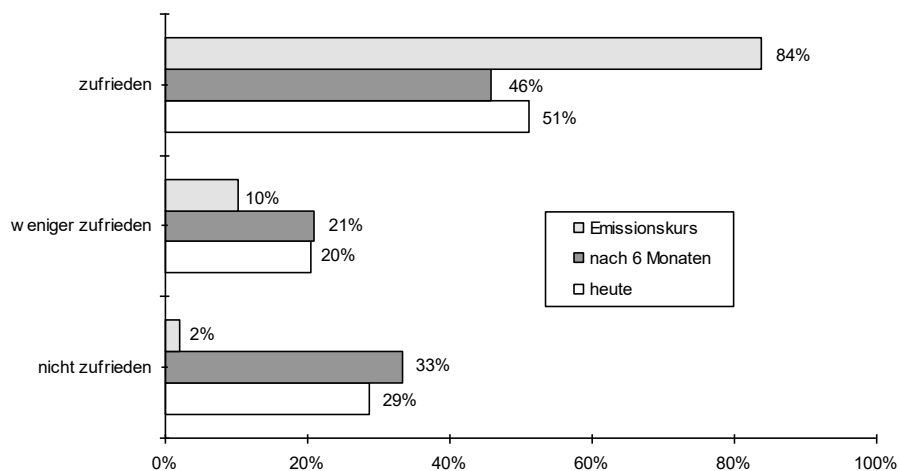
nehmen (6 %) haben sich die Erwartungen „teilweise“ und bei nur einem Unternehmen (2 %) „weniger“ erfüllt. 98 % der befragten Unternehmen würde sich aus heutiger Sicht wieder für einen Gang an die Börse entscheiden. Lediglich ein Unternehmen ist sich diesbezüglich unsicher.

Abb. 6: Grundsätzliche Bewertung des Börsengangs



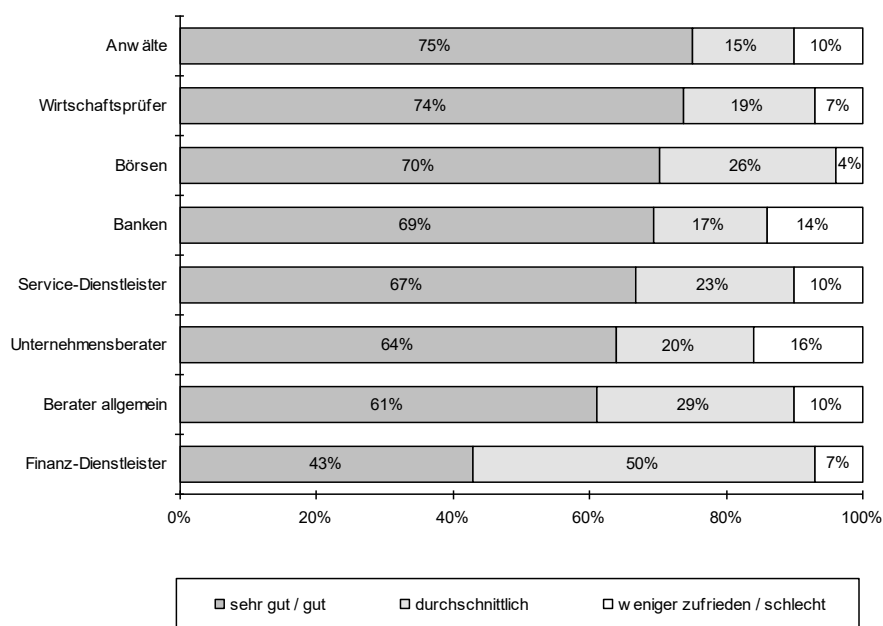
Die differenzierte Auswertung lässt hingegen auch einige Schattenseiten erkennen: So waren zwar 84 % der befragten Unternehmen hinsichtlich des Emissionskurses zufrieden, mit der Entwicklung des Börsenkurses innerhalb der ersten sechs Monate jedoch nur 46 % und mit dem Börsenkurs zum Zeitpunkt der Befragung 51 % der Unternehmen.

Abb. 7: Zufriedenheit mit der Kursentwicklung



Die Betreuung beim Börsengang durch die eingeschalteten Institutionen bzw. Serviceunternehmen wurde insgesamt gut bewertet. Am besten schnitten Anwälte und Wirtschaftsprüfer ab, die von 75 bzw. 74 % der Unternehmen mit „sehr gut“ oder „gut“ beurteilt wurden. Ebenfalls überdurchschnittlich häufig erhielten die das Going Public betreuenden Börsen und Banken diese positiven Bewertungen.

Abb. 8: Urteil der Unternehmen über die Beratung durch ...



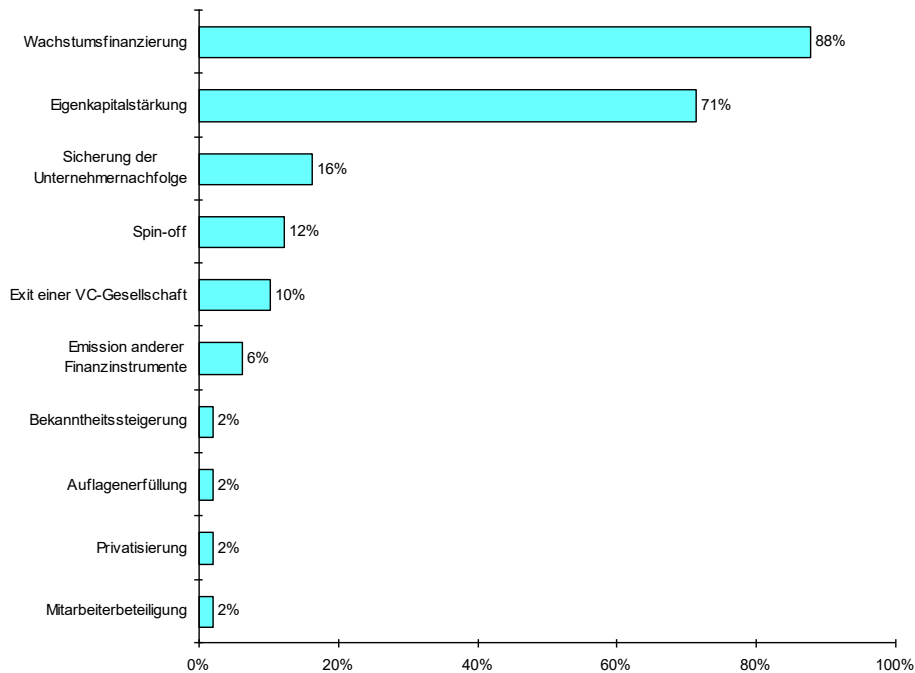
Allerdings gab es hier bezüglich der Beratung mit Bewertungen wie „weniger gut“ oder „schlecht“ auch durchaus Kritik. Hingewiesen wurde u.a. auf mangelnde Individualität oder auch mangelndes Know-how bei den Beratern. Ebenso fühlten sich einzelne Unternehmen *nach* dem Börsengang nicht ausreichend durch die Emissionsbank betreut.

Trotz des insgesamt guten Informationsstands – 82 % fühlten sich vor dem Börsengang ausreichend informiert – bestanden (wie aus mehreren Einzelnennungen hervorgeht) Informationsdefizite vor allem im Bereich der Investor Relations-Arbeit. Die Beratungsarbeit sollte hier zukünftig verstärkt Akzente setzen.

2. Motive für den Börsengang

Praktisch alle Unternehmen würden sich – wie bereits erwähnt – aus heutiger Sicht nochmals für einen Gang an die Börse entscheiden. Als Hauptmotiv für den Börsengang gaben die Unternehmen die Wachstumsfinanzierung und eine Stärkung der Eigenkapitalbasis an. Ein weiteres wichtiges Motiv war die Sicherung der Unternehmensnachfolge. Auf dem vierten und fünften Rang der Nennungen lagen die relativ neuen Motive eines „Spin-off“, d.h. die Abtrennung von einer Muttergesellschaft, und die „Exit“-Entscheidung einer Venture Capital-Gesellschaft. Gerade diese Punkte können als ein Indikator hin zu einer verstärkten Shareholder Value-Orientierung und einer wachsenden Entwicklung der Aktienkultur in Deutschland gedeutet werden.

Abb. 9: Motive für den Börsengang

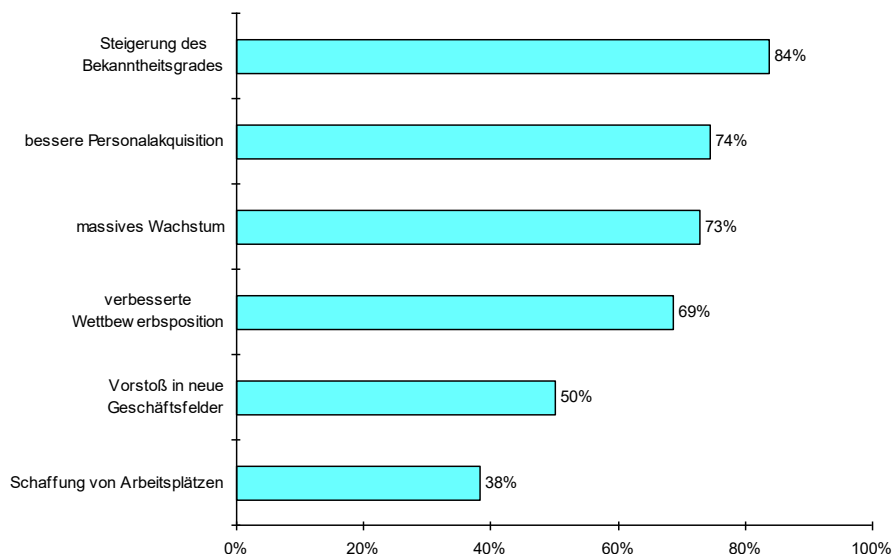


Ein weiteres relevantes Motiv war die Möglichkeit zur Emission anderer Finanzierungsinstrumente. Die Motive der Mitarbeiterbeteiligung, der Privatisierung, der Erfüllung von Auflagen sowie der Steigerung des Bekanntheitsgrades wurden jeweils von einem Unternehmen genannt.

Neben den Motiven für den Börsengang stellten die Auswirkungen, die das Going Public auf die Unternehmen hatte, einen Schwerpunkt der Befragung dar.

Ein Großteil der Emittenten konnte durch den Börsengang den Bekanntheitsgrad des Unternehmens und seiner Produkte verbessern. Zudem konnte in den meisten Fällen die Attraktivität des Unternehmens für qualifiziertes Personal gesteigert, ein Unternehmenswachstum von mehr als 10 % jährlich realisiert und die Markt- bzw. Wettbewerbsposition nachhaltig gestärkt werden. Immerhin 38 % der Neuemittenten konnten darüber hinaus neue Arbeitsplätze schaffen.

Abb. 10: Auswirkungen des Börsengangs auf die Unternehmen



Diese Ergebnisse bestätigen deutlich die überaus positiven Auswirkungen des Börsengangs auf die Geschäftstätigkeit. Die Steigerung des Bekanntheitsgrades und die verbesserte Möglichkeit zur Akquisition qualifizierten Personals können dazu führen, daß Unternehmenswachstum realisiert wird, wodurch wiederum neue Arbeitsplätze entstehen. So konnten allein die Unternehmen, die ihr Wachstum über den Neuen Markt der Deutschen Börse AG finanzierten, in den letzten 12 Monaten rund 5.000 neue Arbeitsplätze schaffen.

3. Bedeutung des Aktienkurses

Fast alle Unternehmen (98 %) beobachten täglich die Kursentwicklung ihrer Aktie, 83 % stellen auf Anfrage interessierten Anlegern Kursinformationen zur Verfügung.

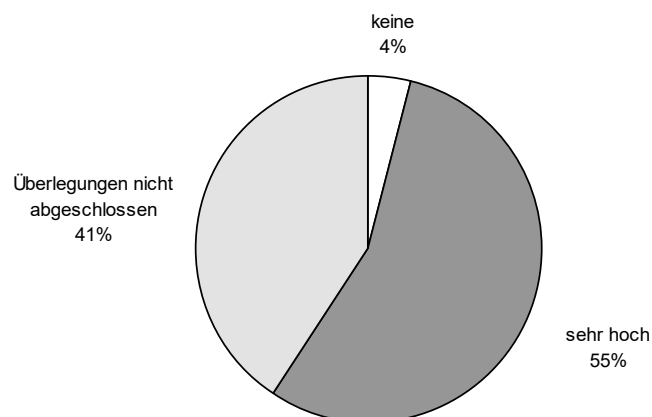
Für 81 % der befragten Unternehmen hat die Kursentwicklung einen solch hohen Stellenwert, daß eine anhaltende unterdurchschnittliche Kursentwicklung zum Gegenstand von Vorstandssitzungen, für 65 % sogar zum Gegenstand von Aufsichtsratssitzungen würde. Praktisch alle Unternehmen (96 %) würden im Falle einer anhaltenden unterdurchschnittlichen Kursentwicklung die externe Kommunikation verstärken.

Überraschend ist, daß lediglich 57 % strategische Veränderungen in der Ausrichtung des Unternehmens vornehmen würden. Dies deutet darauf hin, daß ein Teil der Unternehmen die Ursachen für negative Kursentwicklungen weniger bei sich selbst als vielmehr bei den Investoren bzw. deren Informationsbasis vermutet.

4. Bedeutung des Shareholder Value

Insgesamt ist die Bedeutung, die die Neuemittenten dem Shareholder Value-Konzept beimessen, trotz noch erkennbarer Defizite beachtlich: 55 % der Befragten messen der wertorientierten Unternehmensführung einen sehr hohen Stellenwert bei und setzen unternehmensintern und -extern entsprechende Maßnahmen um. Lediglich 4 % der Unternehmen bilden einen Gegenpol und billigen dem Shareholder Value-Gedanken in ihrem Unternehmen keinerlei Bedeutung zu, setzen keine entsprechenden Maßnahmen um und planen diese auch nicht. 41 % der befragten Unternehmen haben die Überlegungen zum Shareholder Value derzeit noch nicht abgeschlossen.

Abb. 11: Bedeutung des Shareholder Value-Konzepts



Wie stark das Interesse der Neuemittenten am Shareholder Value-Konzept inzwischen ist, zeigt sich auch bei der Frage, ob sich das Unternehmen bereits im Vorfeld des Börsenganges mit dieser Thematik auseinandergesetzt hat. Immerhin bejahten dies fast zwei Drit-

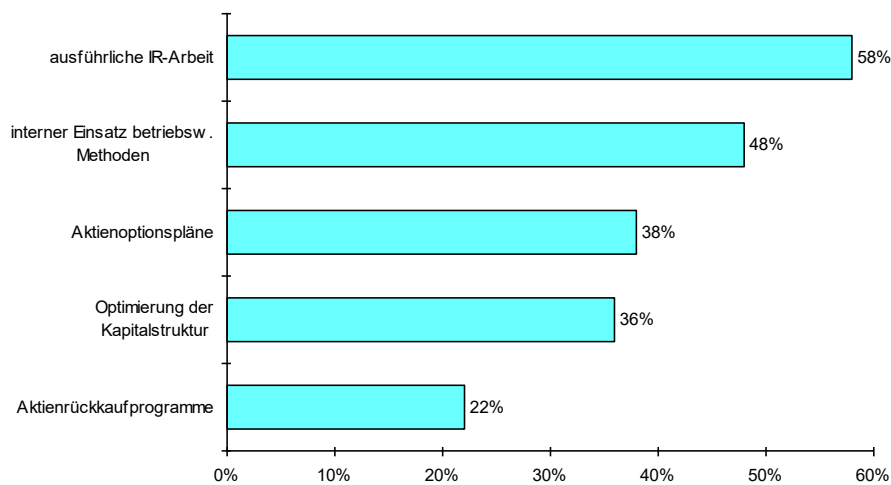
tel (63 %) der Unternehmen. Davon haben ebenfalls rund zwei Drittel bereits ein Shareholder Value-Konzept umgesetzt.

Die restlichen Unternehmen, die ihre diesbezüglichen Überlegungen noch nicht abgeschlossen haben, stammen mehrheitlich aus dem Emissionsjahrgang 1997. Offenbar werden viele Unternehmen sich der Bedeutung des Shareholder Value-Ansatzes erst nach erfolgtem Börsengang bewußt.

Um einen vertieften Eindruck von der Shareholder Value-Orientierung der Neuemittenten zu gewinnen, wurde detailliert nach den ergriffenen Maßnahmen gefragt. Einen relativ hohen Stellenwert räumen die Gesellschaften der zeitnahen Investor Relations-Arbeit ein, die 58 % der Befragten nannten. 48 % der Unternehmen gaben an, den Shareholder Value-Ansatz intern mittels entsprechender betriebswirtschaftlicher Methoden umzusetzen. 38 % setzen eine Shareholder Value-orientierte Führungskräftevergütung (z.B. über Aktienoptionspläne) ein, nur unwesentlich geringere Bedeutung (36 %) hat die Optimierung der Kapitalstruktur für die Neuemittenten. Immerhin 22 % erwogen die Umsetzung von Aktienrückkaufprogrammen, sobald diese zulässig sind.¹

1 Zum Zeitpunkt der Befragung war das zwischenzeitlich beschlossene Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), das über eine Änderung des Aktiengesetzes Aktienrückkaufprogramme nunmehr in begrenztem Umfang auch in Deutschland erlaubt, noch nicht in Kraft getreten.

Abb. 12: Einsatz einzelner Shareholder Value-Instrumente



Im weiteren wurde die Fragestellung zur betriebswirtschaftlichen Umsetzung des Shareholder Value-Konzeptes vertieft. Gefragt wurde nach den eingesetzten Verfahren zur Auswahl von Investitionsobjekten bzw. zur Strategiebewertung. Der am häufigsten bei den Neuemittenten zur Anwendung kommende Ansatz ist der Cash Flow Return on Investment (CFROI). Im Zusammenhang mit der Bildung der Eigenkapitalkostensätze wurde als am häufigsten verwendetes Verfahren das Capital Asset Pricing Model (CAPM) genannt. Bei der Errechnung der Gesamtkapitalkostensätze steht der Weighted Average Cost of Capital-Ansatz (WACC) deutlich im Vordergrund.

Eine Detailanalyse der Antworten zu diesem Fragenkomplex deutet darauf hin, daß die Angaben im Bereich der betriebswirtschaftlichen Umsetzungsmethoden in einer Reihe von Fällen inkonsistent waren. Das Antwortverhalten der Unternehmen legt den Schluß nahe, daß das Planungsinstrumentarium wertorientierter Unternehmensführung noch nicht von allen Unternehmen in zufriedenstellendem Maße beherrscht wird. Dagegen ist das Antwortverhalten bei den weiteren Maßnahmen, wie beispielsweise der Investor Relations-Politik oder den Aktienoptionsplänen, konsistent. Obwohl fast zwei Drittel der befragten Unternehmen angab, sich bereits vor dem Börsengang mit dem Shareholder Value-Konzept beschäftigt zu haben, ist also noch immer ein gewisses Informationsdefizit bei den be-

triebswirtschaftlichen Methoden bei gleichzeitigem Wunsch nach einer erfolgreichen Umsetzung des Shareholder Value-Konzeptes zu vermuten.

Die Tatsachen, daß die Anleger auch in Deutschland zunehmend professioneller agieren, daß sich der Wettbewerb um Kapital weltweit weiter verschärft und daß eine wachsende Anzahl von bislang in Privatbesitz befindlichen Unternehmen auch in Deutschland ein Going Public ernsthaft in die Unternehmensplanung einbezieht, haben uns veranlaßt, diesen Bereich etwas genauer zu untersuchen.

Vorrangiges Ziel einer wertorientierten Unternehmensführung ist die (dividendenbereinigte) Aktienkurssteigerung. Unsere Ergebnisse legen den Schluß nahe, daß mit hoher Wahrscheinlichkeit jene Unternehmen, die das Shareholder Value-Konzept konsequent umsetzen, auch tatsächlich zufriedener mit ihrer Kursentwicklung sind als diejenigen Unternehmen, die sich dem Shareholder Value-Gedanken bisher nicht verpflichtet fühlen. Dies gilt sowohl für die Kursentwicklung der ersten sechs Monate nach der Emission als auch für die weitere Performance. Insofern kann durchaus von einem Zusammenhang zwischen der Shareholder Value-Orientierung eines Unternehmens und dessen Aktienkursentwicklung ausgegangen werden.

Die Auswertung der Shareholder Value-Orientierung nach den Börsensegmenten deutet auch hier auf einen Zusammenhang hin: Der Shareholder Value-Ansatz findet seine höchste Akzeptanz bei denjenigen Unternehmen, die eine Notierung am Neuen Markt angestrebt haben; 86 % sprachen sich hier für eine sehr hohe Shareholder Value-Orientierung aus. Schon deutlich schwächer wird diese im amtlichen Handel, erreicht bei den dort notierten Unternehmen aber immerhin noch 63 %. Mit 40 bzw. 37,5 % liegen der Geregelter Markt und der Freiverkehr beinahe gleichauf, weisen im Vergleich zur Spitzengruppe noch einen deutlichen Nachholbedarf auf.

Bei den Auswertungen zur Shareholder Value-Orientierung und zur Zufriedenheit mit der Aktienkursentwicklung muß berücksichtigt werden, daß der Gesamtmarkttrend im Untersuchungszeitraum 1994

bis 1997 überwiegend positiv und durch zum Teil weit überdurchschnittliche Indexsteigerungen gekennzeichnet war. Auch in dieser außergewöhnlich erfolgreichen Börsenphase waren aber nur rund 50 % der befragten Unternehmen mit der Entwicklung ihres Aktienkurses zufrieden.

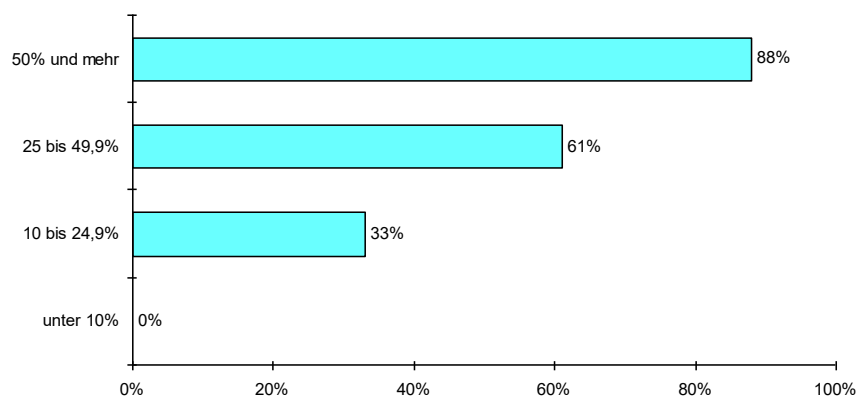
Wäre die allgemeine Kursentwicklung im betrachteten Zeitraum deutlich moderater gewesen, wäre die Unzufriedenheit vieler Neuemittenten mit der Kursentwicklung ihrer Aktie wahrscheinlich noch größer ausgefallen. Insbesondere der Anteil der Unternehmen, die den Shareholder Value-Ansatz nicht verfolgen und mit ihrer Kursentwicklung unzufrieden sind, wäre wahrscheinlich deutlich höher gewesen.

Die daraus für die Emittenten resultierende Erkenntnis kann folglich nur lauten, daß die Shareholder Value-Orientierung gerade in „ruhigen“ Börsenphasen besonders wichtig ist, wenn sich der Aktienkurs zur Zufriedenheit des Unternehmens entwickeln soll. Eine in Zukunft weiterhin wachsende Bedeutung des Shareholder Value ist damit absehbar. Dabei kommt es letztendlich darauf an, einen integrierten Ansatz zu wählen, der unter Berücksichtigung unternehmensspezifischer Gegebenheiten alle Aspekte des Shareholder Value-Gedankens umfaßt, wie beispielsweise Mitarbeiterbeteiligungsmodelle, Aktienoptionspläne, die betriebswirtschaftliche Methodik, die Optimierung der Kapitalstruktur usw. Dieses Gesamtkonzept gilt es dann auch im Rahmen einer integrierten Investor Relations-Politik dem Kapitalmarkt transparent zu kommunizieren.

Ferner stellt sich die Frage, ob ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Shareholder Value-Ausrichtung und dem Free Float, d.h. dem am Kapitalmarkt frei verfügbaren Anteil an Aktien, besteht. Denkbar wäre, daß die Unternehmen mit einem relativ geringem Free Float vergleichsweise wenig Interesse an einer wertorientierten Unternehmensführung zeigen, vor allem deshalb, weil die Kontrollfunktion des Kapitalmarktes hier relativ gering ist.

Unsere Untersuchung bestätigt diese These: Während keines der Unternehmen mit einem Free Float von unter 10 % den Shareholder Value-Ansatz umsetzt, wächst dessen Akzeptanz kontinuierlich mit dem Anteil der frei am Markt verfügbaren Aktien eines Unternehmens. So messen 33 % der Unternehmen mit einem Free Float von 10 bis 24,9 %, 61 % derjenigen mit 25 bis 50 % Free Float und sogar 88 % der Unternehmen mit über 50 % Free Float dem Shareholder Value-Ansatz und seiner Umsetzung eine hohe Bedeutung bei.

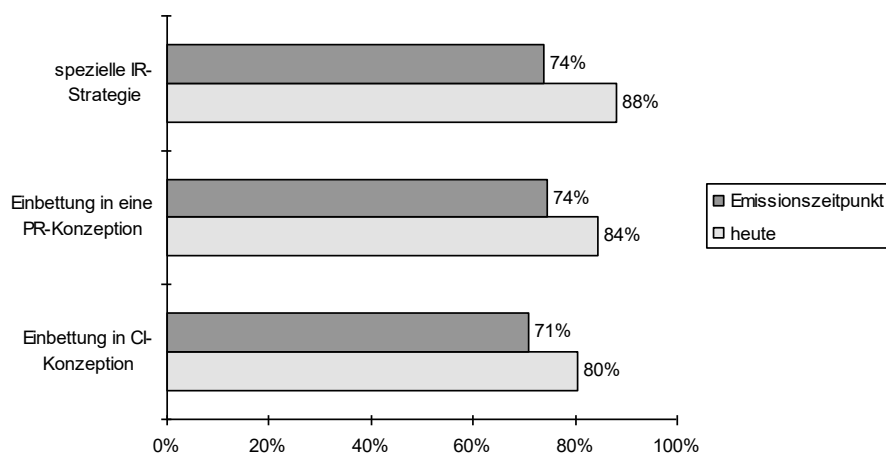
Abb. 13: Free Float und Shareholder Value-Orientierung der Unternehmen



5. Bedeutung der Investor Relations-Politik

Insgesamt kommt der Investor Relations-Arbeit bei den befragten Unternehmen eine große Bedeutung zu. 88 % gaben an, über eine spezielle Investor Relations-Strategie zu verfügen. Zum Zeitpunkt der Emission lag der entsprechende Anteil immerhin auch schon bei 74 %.

Abb. 14: Stellenwert der Investor Relations-Politik



80 % der Befragten gaben weiterhin an, daß die Investor Relations-Arbeit in eine unternehmensweiten Corporate Identity-Konzeption eingebettet ist. Sogar 84 % der Unternehmen haben die Investor Relations-Arbeit auch in eine unternehmensweite PR-Konzeption integriert. Zum Zeitpunkt der Emissionen lagen die Vergleichswerte bei 71 bzw. 74 %. Dies deutet darauf hin, daß bei den Unternehmen seit dem Zeitpunkt der Emission ein gewisser „Lernprozeß“ hinsichtlich des Kommunikationsverhaltens stattgefunden hat.

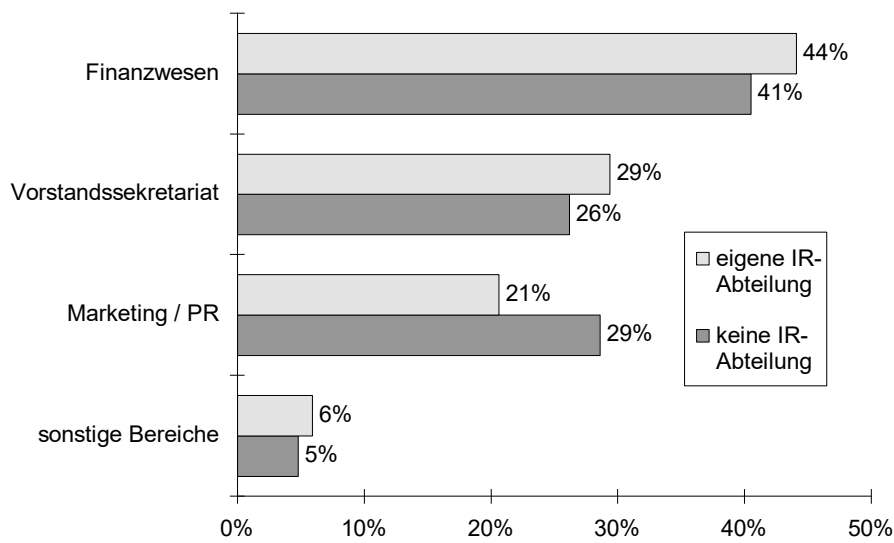
68 % der Unternehmen haben eine eigene Investor Relations-Abteilung. Dies allein ist jedoch noch kein Indiz dafür, daß ein Unternehmen eine „gute“ IR-Arbeit leistet. Zunächst könnte vermutet werden, daß das Vorhandensein einer eigenen IR-Abteilung maßgeblich von der Unternehmensgröße abhängt. Die Ergebnisse zeichnen hier allerdings kein eindeutiges Bild: lediglich die Unternehmen mit über 1 Mrd. DM Jahresumsatz bzw. mehr als 5.000 Beschäftigten verfügen

sämtlich über eine separate Investor Relations-Abteilung. Bei den anderen Größenklassen schwanken die Ergebnisse zwischen 29 % und 76 %, ohne jedoch eine klare Tendenz erkennen zu lassen. Es liegt daher der Schluß nahe, daß es sich weniger um eine Frage der Unternehmensgröße handelt, die die Einrichtung einer eigenen Investor Relations-Abteilung bestimmt, sondern vielmehr die unternehmerische Einstellung der ausschlaggebende Faktor ist.

Organisatorisch ist die Investor Relations-Abteilung überwiegend dem Finanzwesen, nicht selten aber auch dem Vorstandssekretariat bzw. dem Marketing zugeordnet. Auch dann, wenn die Unternehmen über keine eigene Investor Relations-Abteilung verfügen, werden die entsprechenden Arbeiten in den genannten Bereichen ausgeführt.

Obwohl – wie bereits erwähnt – heute schon die Mehrzahl der Unternehmen über eine eigene IR-Abteilung verfügt, beauftragten im Zuge des Börsengangs 54 % eine Agentur mit diesen Aufgaben. Dabei wurde von fast allen Unternehmen (92 %) auf eine Spezialagentur zurückgegriffen. Diese wurde überwiegend sowohl mit der inhaltlichen Ausarbeitung als auch mit der Gestaltung bzw. Durchführung der IR-Arbeit beauftragt. Dies läßt darauf schließen, daß die IR-Abteilung erst allmählich nach dem Börsengang aufgebaut wurde. Immerhin arbeitet mittlerweile über die Hälfte der antwortenden Unternehmen nicht mehr mit der im Rahmen der Emission beauftragten Agentur zusammen.

Abb. 15: Interne organisatorische Einbindung der Investor Relations-Arbeit



Im Rahmen ihrer Investor Relations-Politik veranstalten derzeit 88 % der Unternehmen regelmäßig Analystentreffen, davon 68 % wenigstens zweimal im Jahr. 63 % führen Analystenkonferenzen auch im Ausland durch. Dabei dominiert Großbritannien als Veranstaltungsländ vor den USA, der Schweiz und Frankreich.

Abb. 16: Jährliche Frequenz der Analystenkonferenzen

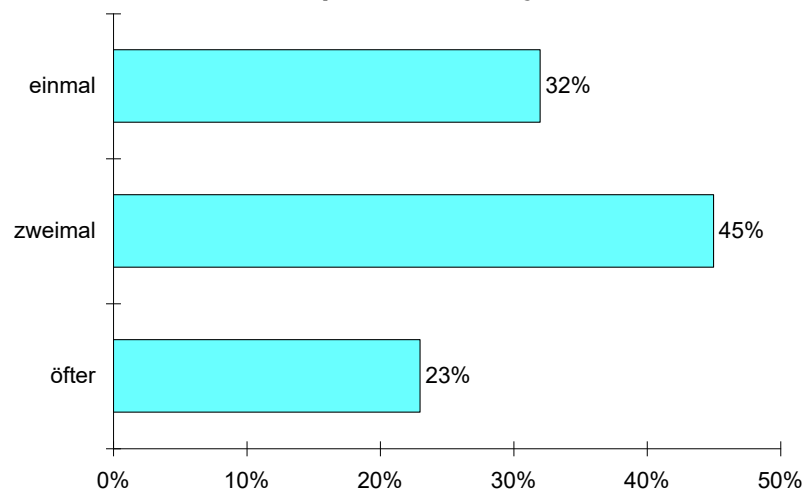
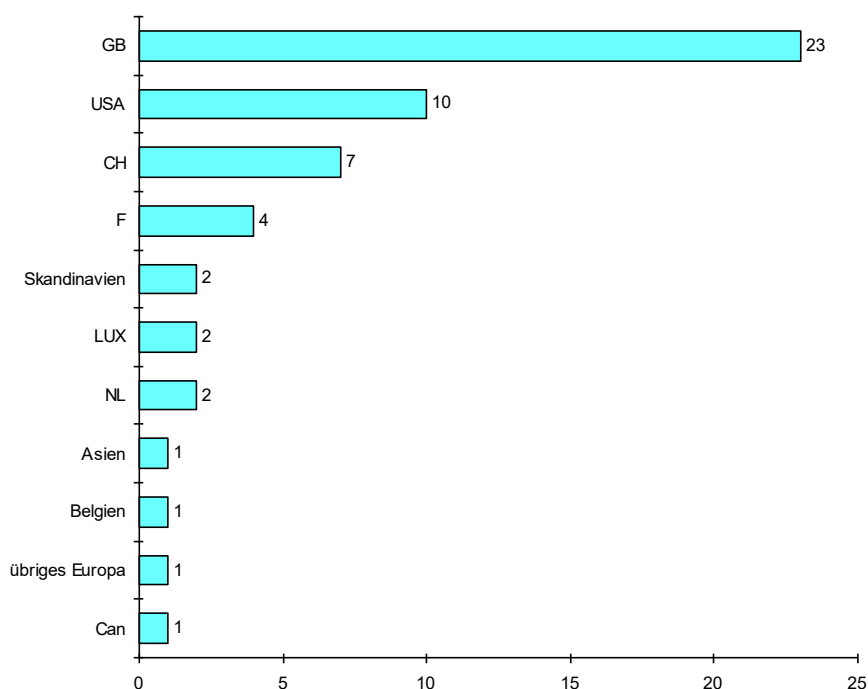


Abb. 17: Nennungen ausländischer Veranstaltungsorte für Analystenkonferenzen



III. Abgeleitete Empfehlungen für ein Going Public

Ein Börsengang ist keine Frage der Unternehmensgröße. Auch für mittelständische Unternehmen mit wenigen hundert Mitarbeitern ist ein Börsengang eine durchaus in Erwägung zu ziehende Finanzierungsalternative. Immerhin neun der untersuchten Unternehmen hatten zum Zeitpunkt der Befragung weniger als 250 Beschäftigte, sieben einen Umsatz von weniger als 50 Mio. DM.

Voraussetzungen für ein erfolgreiches Going Public sind vielmehr eine gute Unternehmensstory, hervorragende Gewinn- bzw. Wachstumsprognosen und ein stimmiges Emissionskonzept. Selbst High Tech-Unternehmen, die bislang noch keinen Gewinn vorzuweisen haben, können – dies zeigen Beispiele vor allem aus den USA – ihr Wachstum über ein Going Public problemlos finanzieren.

Ein Gang an die Börse stellt jedoch einen unumkehrbaren Schritt dar. Es gibt kein Going Public „auf Probe“. Eine sehr gute Vorbereitung ist daher von entscheidender Bedeutung. Ein angekündigter Börsengang, der dann kurzfristig gestoppt wird, verursacht nicht nur

unnötige Kosten, sondern kann auch zu schweren Imageeinbußen für das Unternehmen führen. Daher kann ein möglichst langes Geheimhalten eine sinnvolle Strategie sein. Ist jedoch der „point of no return“ überschritten, bedarf es einer offensiven PR-Strategie. Dabei ist es kein Zeichen von eigener Schwäche, professionelle Spezialagenturen mit einem Teil der Aufgaben zu beauftragen.

Unsere Ergebnisse zeigen zwar deutlich, daß die Neuemittenten mit den Beratern und Dienstleistern im Vorfeld des Börsengangs überwiegend zufrieden waren; trotzdem sind diese aber sehr sorgfältig auszuwählen. Wie in allen Branchen gibt es auch hier erhebliche Qualitätsunterschiede zwischen den einzelnen Anbietern. Da es jedoch keine objektiven Qualitätsstandards gibt, kann den Emittenten nur die sorgfältige Prüfung der einzelnen Anbieter, ihrer Leistungen und der entstehenden Kosten empfohlen werden.

Der auf das Unternehmen und seine Führungskräfte im Vorfeld des Börsengangs zukommende IR- und PR-Aufwand darf keinesfalls unterschätzt werden. Selbst wenn diese Leistungen grundsätzlich extern eingekauft werden, erwarten die Investoren den direkten und persönlichen Kontakt zum Vorstand. Wer sich dem entzieht, geht ein extrem hohes Risiko ein.

Aber auch nach der Börseneinführungsphase erwarten die Investoren eine professionelle Betreuung. Dazu gehören regelmäßige Analystenveranstaltungen genauso wie das Zurverfügungstellen von Daten und Informationen für Privatanleger. Nur gut informierte Investoren sind zufriedene und an einem langfristigen Engagement interessierte Aktionäre. Diese sind für eine nachhaltig gute Kursentwicklung unabdingbare Voraussetzung.

Die Unternehmen sollten außerdem eine konsequente Shareholder Value-Strategie verfolgen. Unsere Ergebnisse zeigen einen positiven Zusammenhang zwischen einer am Unternehmenswert orientierten Strategie und dem Emissionserfolg: Auf den Shareholder Value ausgerichtete Unternehmen sind wesentlich zufriedener mit ihrer Kursentwicklung als Unternehmen ohne entsprechende Strategie.

Frühere Studien zeigten außerdem einen klaren Performance-Vorsprung von konsequent wertorientiert geführten Unternehmen. Empfehlenswert erscheint hier außerdem, sich bereits rechtzeitig vor dem Börsengang mit den entsprechenden Instrumenten zu beschäftigen und diese im Unternehmen einzuführen. Im Rahmen der Börseneinführungspublizität kann dann dem Kapitalmarkt bereits eine umfassende Shareholder Value-Orientierung präsentiert und glaubhaft vermittelt werden.

Eine erfreuliche Kursentwicklung hat neben zufriedenen Aktionären aber noch weitere Vorteile. Sie erhöht den Bekanntheitsgrad und verbessert das Image des Unternehmens. Dies wiederum kann zu neuen Aufträgen und somit zu weiteren Umsatz- und gegebenenfalls Gewinnerhöhungen führen, wodurch weitere Kurssteigerungen zu erwarten sind. Eine deutlich positive „Erfolgsspirale“ zeichnet sich hier ab. Dies sichert Arbeitsplätze und schafft neue, wie das bereits erwähnte Beispiel der am Neuen Markt notierten Unternehmen zeigt.

IV. Zusammenfassung und Ausblick

Die Ergebnisse dieser Studie lassen sich zu den folgenden Tendenzaussagen zusammenfassen:

1. Die seitens der Emittenten an den Börsengang geknüpften Erwartungen wurden weitestgehend erfüllt. Praktisch alle Unternehmen würden sich auch im Nachhinein nochmals für das Going Public entscheiden.
2. Die Hauptmotive für den Börsengang sind die Wachstumsfinanzierung und die Stärkung der Eigenkapitalbasis.
3. Ein Großteil der Neuemittenten konnte durch den Gang an die Börse den Bekanntheitsgrad des Unternehmens und seiner Produkte steigern, die Attraktivität des Unternehmens für qualifiziertes Personal ebenso wie die Markt- und Wettbewerbsposition verbessern und ein nachhaltiges Wachstum von über 10 % jährlich erzielen.

4. Fast alle Unternehmen schenken der Kursentwicklung ihrer Aktie große Bedeutung. Eine anhaltende Underperformance wäre Gegenstand von Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen. Viele Unternehmen würden in diesem Fall darüber hinaus Änderungen in Strategie und Kommunikation vornehmen.
5. Das Shareholder Value-Konzept findet bereits bei vielen Unternehmen Berücksichtigung; trotzdem ist hier noch Nachholbedarf erkennbar. Insbesondere beim Einsatz der betriebswirtschaftlichen Methoden scheinen noch einige Defizite zu bestehen.
6. Der Investor Relations-Arbeit wird von den Unternehmen überwiegend große Bedeutung beigemessen. Obwohl der Informationsstand im Vorfeld des Börsengangs allgemein als ausreichend angesehen wurde, scheinen gerade in diesem Bereich doch noch Orientierungsprobleme zu bestehen.
7. Die meisten Befragten veranstalten regelmäßig Analystentreffen, überwiegend zweimal und öfter pro Jahr. Von den Auslandspräsentationen werden die mit Abstand meisten in Großbritannien durchgeführt, danach folgen die USA, die Schweiz und Frankreich.
8. Der Börsengang scheint bei vielen Unternehmen einen erkennbaren „Professionalisierungsschub“ ausgelöst zu haben. Die Anforderungen des Kapitalmarktes führten bei einer Reihe von Unternehmen zu Verbesserungen, speziell im Bereich der betriebswirtschaftlichen Steuerung und der Kommunikation.

Die Untersuchung zeigt aufschlußreiche Erkenntnisse hinsichtlich der Erfahrungen von Neuemittenten. Zwar sind die Ergebnisse aufgrund der noch geringen Datenbasis eher als Tendenzaussagen zu werten, doch weisen gerade diese oftmals eindeutige Richtungen auf. Um die vorhandene Datenbasis deutlich zu verbreitern und damit künftig noch stärker statistisch abgesicherte Aussagen machen zu können, wird das DAI die Neuemittentenbefragung regelmäßig wiederholen. Die hohe Zahl bereits durchgeführter bzw. angekündigter

Börsengänge läßt auch für 1998 einen neuen Going Public-Rekord erwarten.

Gleichzeitig bleibt zu hoffen, daß die Erfahrungen der bisherigen Emittenten zum einen in die Überlegungen und Emissionsstrategien künftiger Neuemittenten einfließen und zum anderen durch die positiven Ergebnisse auch solche Unternehmen zu einem Börsengang motiviert werden, die diesem Schritt bislang noch abwartend oder skeptisch gegenüberstehen.

V. Anhang

Allgemeine Angaben zu den befragten Unternehmen

	Anzahl der Nennungen
Welche Aktiengattung emittierte Ihr Unternehmen?	
Stammaktien	46
Vorzugsaktien	4
<i>gesamt</i>	<i>50</i>
Welcher Nennwert wurde gewählt?	
5 DM	42
50 DM	5
anderer Betrag	3
<i>gesamt</i>	<i>50</i>
Welches Emissionsvolumen hatte der Börsengang Ihres Unternehmens?	
unter 50 Mio. DM	18
50 - 99 Mio. DM	8
100 - 499 Mio. DM	12
500 - 999 Mio. DM	4
über 1 Mrd. DM	5
<i>gesamt</i>	<i>47</i>
In welchem Marktsegment wurden die Aktien Ihres Unternehmens eingeführt?	
amtlicher Handel	20
geregelter Markt	15
Neuer Markt	7
Freiverkehr	8
<i>gesamt</i>	<i>50</i>

**Anzahl der
Nennungen**

Wurde zwischenzeitlich das Marktsegment gewechselt?

Ja		3
nein		47
	<i>gesamt</i>	50

An welchen Börsenplätzen wird das Unternehmen derzeit notiert?

Inland

Berlin		13
Bremen		2
Düsseldorf		18
Frankfurt		40
Hamburg		9
Hannover		3
München		9
Stuttgart		21
	<i>gesamt</i>	115

USA

NYSE		3
NASDAQ		3
	<i>gesamt</i>	6

Welchen Umsatz hatte Ihr Unternehmen zur Zeit des Börsengangs?

bis 50 Mio. DM		7
51 - 100 Mio. DM		7
101 - 500 Mio. DM		21
501 Mio. - 1 Mrd. DM.		6
über 1 Mrd. DM		9
	<i>gesamt</i>	50

**Anzahl der
Nennungen**

Wie viele Beschäftigte hatte Ihr Unternehmen zur Zeit
des Börsengangs?

bis 250	9
251 - 500	4
501 - 1.000	11
1.001 - 5.000	13
über 5.000	8
<i>gesamt</i>	45

Welche Rechnungslegungsvorschriften wurden dem letzten
Jahresabschluß zugrundegelegt?

HGB	34
IAS	6
US-GAAP	10
<i>gesamt</i>	50

Beabsichtigen Sie, innerhalb der nächsten zwei Jahre zu
internationalen Rechnungslegungsvorschriften überzugehen?

Ja, zu IAS	6
Ja, zu US-GAAP	3
Überlege noch	15
Nein	11
<i>gesamt</i>	35