

Strategien für Hauptaktionäre nach dem IPO



Firmengründer können bei einem Börsengang zu einem substantiellen Vermögen kommen. Es gilt von Anfang an, Strategien zu entwickeln, mit denen das Kapital auch langfristig gesichert werden kann.

Von Daniel Stanton

*Managing Director und Mitleiter
Goldman Sachs, Frankfurt*

Der Neue Markt in Deutschland und der SWX New Market in der Schweiz besitzen eine ungebrochene Anziehungskraft für Privatanleger und junge Unternehmen, die mit einem Börsengang die Kapitalbasis verbreitern wollen. Allein in Deutschland rechnet man im laufenden Jahr mit rund 200 Initial Public Offerings (IPOs).

IPOs bieten aber nicht nur Investoren interessante Perspektiven, sondern auch den Firmengründern. So kommen Vertreter einer neuen Gründer-schicht unter Umständen schon in jungen Jahren zu einem beachtlichen Privatvermögen. Diese Vermögen unterliegen aber nicht nur den unternehmensspezifischen, sondern auch den Marktrisiken, die es durch Diversifizierung und Absicherungsstrategien soweit wie möglich zu reduzieren gilt.

Der Schritt vom Eigentümer zum Aktionär

Der Schritt an die Börse bedeutet für jeden Unternehmer eine tiefgreifende Zäsur: Er wird Gründungsaktionär einer Aktiengesellschaft, auf deren Eigentümerstruktur er in der Regel wenig bis gar keinen Einfluss mehr ausüben kann.

Weit weniger tangiert wird dagegen sein direkter täglicher Einfluss auf das Unternehmen; selbst wenn er nur 25% des Aktienkapitals behält, verbleibt ihm mit der Sperrminorität ein Vetorecht, mit dem er unerwünschte Entwicklungen verhindern kann. Andererseits ermöglichen ihm schon 50% + 1 Aktie fast uneingeschränkten Einfluss auf die Unternehmenspolitik. Je grösser sein Erfolg gemessen an der Entwicklung des Börsenkurses, desto stärker wird normalerweise auch seine Position gegenüber den Mit-Aktionären. Umgekehrt werden vor allem die Vertreter institutioneller Anleger ihren Einfluss geltend machen, wenn die Performance ihres Engagements zu wünschen übrig lässt.

Die Verantwortung gegenüber den anderen Aktionären schränkt die Verfügungsmöglichkeiten des Firmengründers somit markant ein.

Verhinderung von Missbräuchen zum Schutz der Anleger

Dazu gehört in der ersten Phase nach der Börsenkotierung das Verbot, eigene Aktien zu veräussern. Mit dieser Regel soll das Anlegerpublikum vor Börsengängen geschützt werden, die vorrangig dem Rückzug der Unternehmensgründer dienen. Die Notierungen an den Neuen Märkten spiegeln häufig nicht über Jahre belegte Erfolgsgeschichten, sondern manifestieren die Hoffnung auf Realisierung einer Zukunftserwartung. Ein wichtiges Indiz für die realistische Chance zur erfolgreichen Umsetzung der Zukunftsstory ist, dass die Gründer ihre

Verbundenheit zum Unternehmen und ihren Willen zur Übernahme von Risiken und Chancen auch durch eine entsprechende Beteiligung untermauern.

Für die persönliche Vermögenslage manches Gründungsaktionärs an den neuen Märkten kann ein Lock-up der eigenen Aktien bedeuten, dass die Börsenbewertung seines Anteils am Unternehmen zwar ein substantielles Vermögen darstellt, dass über dieses Vermögen aber für mindestens sechs Monate nicht verfügt werden kann. In der Folge wird er erleben, dass der Wert seiner Beteiligung seinem Einfluss weitgehend entzogen ist. Der Markt macht den Kurs, und dieser Markt muss nicht unbedingt immer objektiv sein.

Teilweise irrationale Aktienkursentwicklung

Der Geschäftsgang und die Leistung des Managements können allenfalls Anhaltsgrößen für den Aktienkurs bieten; aber sogar ein relativ substanzhaltiger Wert kann unter Umständen abfallen, wenn die breite Öffentlichkeit meint, es fehle ihm die zündende Aktienstory. Umgekehrt können die Kurse auch völlig übertriebene Höhen erreichen, die rational nicht nachvollziehbar sind, weil ein Titel die Phantasie einiger Analysten oder Meinungsmacher anregt.

Auch wenn der Neue Markt und der SWX New Market durch hohe Kursschwankungen und grosse Unterschiede in der Kursentwicklung der einzelnen Titel geprägt sind, kommt die Mehrzahl der Gründungsaktionäre mit dem Börsengang ihres Unternehmens zu einem beachtlichen Vermögen. Meistens steckt in den Aktien gleichzeitig auch der grösste Teil des Privatvermögens – oft 90% oder mehr. Es liegt am Gründungsaktionär, dieses Kapital so einzusetzen, dass es eine tragfähige Basis für seine finanzielle Zukunft bildet, und zwar über die

erhoffte, aber nie sichere Kurssteigerung der Titel hinaus. In den USA, wo es mit der Nasdaq seit längerem eine mit den europäischen neuen Märkten vergleichbare Börse mit langer Tradition gibt, stellt man sich diesem Problem seit geraumer Zeit.

Risikomanagement, Liquidität, Diversifikation

Aus unserer Erfahrung lassen sich in diesem Zusammenhang für den Gründungsaktionär drei mögliche Ziele definieren: Risikomanagement, Liquidität und Diversifikation.

Zum Risikomanagement gehört es in erster Linie, Vorkehrungen gegen Vermögensverluste zu treffen; die Schaffung von Liquidität durch Beleihung, Verkauf oder derivative Strategien kann aus der persönlichen Situation des Aktionärs wünschenswert sein; die Diversifikation schliesslich soll die Abhängigkeit von den eigenen Aktien verringern.

Um diese Ziele zu erreichen, wurden verschiedene Produkte strukturiert, deren Einsatzfähigkeit von der jeweiligen rechtlichen und steuerlichen Situation, dem aktuellen Marktumfeld und der angestrebten Höhe der Stimmrechte abhängt. Dazu gehören insbesondere

- die Absicherung der Aktienposition gegen das Risiko des Marktsegments «New Market», von dem sich erfahrungsgemäss kein Unternehmen völlig abkoppeln kann
- die Absicherung der Aktienposition gegen eigene Kursverluste
- der Tausch der Wertentwicklung eines Aktienpakets für eine im voraus vereinbarte Zeit gegen die Wertentwicklung eines anderen Titels, eines Indizes oder eines Portfolios
- der Verkauf von Aktien durch Zweitplazierung, Block Trades oder kommissionsweise Verkäufe
- der spätere bedingte Verkauf oder Kauf von Aktien gegen sofortige Auszahlung einer Prämie

Beschränkte Möglichkeiten während der Lock-up-Periode

Nach den Regeln des Neuen Markts in Deutschland und des SWX New Market in der Schweiz ist während der Lock-up-Periode allerdings nur die Absicherung des allgemeinen Marktrisikos erlaubt. Mit anderen Worten: Wenn ein Aktionär dem Risiko vorbeugen will, dass ein Markteinbruch seine Aktien mit nach unten zieht, muss er sich beispielsweise eine Option auf den Index strukturieren lassen, die den Kursverlust der Aktien ausgleichen würde. Direkte Absicherungen auf seine eigenen Aktien sind ausdrücklich untersagt.

Absicherung gegen das eigene Aktienrisiko

Nach der Periode des Veräusserungsverbots verfügt ein Gründungsaktionär dann aber über einen wesentlich breiteren Handlungsspielraum. So kann er sich jetzt beispielsweise auch gegen das spezifische Risiko seiner eigenen Aktien absichern.

Auf Wunsch können Investmentbanken für umsatzstarke Titel entsprechend spezifische derivative Produkte entwickeln. Solche Produkte werden nicht an der Börse kotiert, sondern direkt zwischen dem Aktionär und der Bank gehandelt. In ihrer Struktur unterscheiden sich solche Over-the-counter-Optionen nicht von börsenkotierten Derivaten.

So wird im voraus vereinbart, zu welchem Preis der Aktionär der Bank unabhängig von der Kursentwicklung während einer bestimmten Zeit eine festgelegte Anzahl Aktien verkaufen kann; für diese Preissicherung zahlt der Kunde eine Prämie. Fällt der Kurs unter diesen Basispreis, muss die Investmentbank die Aktien zum – höheren – Basispreis kaufen oder, je nach Vereinbarung, die Differenz zwischen Börsenkurs und Basispreis erstatten.

Schaffung von Liquidität nach der Lock-up-Periode

Es kann aber durchaus auch vorkommen, dass ein Gründungsaktionär unmittelbar nach Ablauf der Lock-up-Periode Liquidität schaffen, seine

Aktien aber erst später zu einem höheren Kurs verkaufen möchte.

In einem solchen Fall kann ein bedingter Terminverkauf durch das Schreiben einer gedeckten Kaufoption eingesetzt werden: Der Aktionär erhält eine Prämie für die Verpflichtung, während oder am Ende einer festgelegten Frist die Aktien zu einem vereinbarten Basispreis zu verkaufen. Die Bank wird von diesem Recht nur Gebrauch machen, wenn am Fälligkeitstag der Kurs der Aktien über dem vereinbarten Basispreis liegt.

Was für Strategien letztlich effektiv möglich sind, hängt entscheidend von der Liquidität der zugrundeliegenden Aktien ab. Sie ist die Voraussetzungen für den erfolgreichen Aufbau von Absicherungspositionen seitens der Banken, die zur Durchführung aller derivativer Strategien unabdingbar sind.

Professionelle und rechtliche Beratung unerlässlich

Wie auch immer ein Aktionär seine Aktien einsetzen will, muss er auch im eigenen Interesse darauf bedacht sein, durch sein Vorgehen den Aktienkurs seines Unternehmens nicht negativ zu beeinflussen. Wenn er beispielsweise Aktien direkt verkaufen will, empfiehlt es sich, diesen Auftrag einem erfahrenen Haus zu überlassen, das Aktienpakete diskret und kursschonend direkt bei einer Reihe von Anlegern plazieren kann. Auf keinen Fall sollte man ein falsches Signal in Richtung Börse aussenden.

Da man als Hauptaktionär und Geschäftsleitungsmitglied zudem umfangreichere rechtliche Vorschriften beachten muss als andere Aktionäre, ist es unbedingt empfehlenswert, vor jedem Schritt kompetenten juristischen Rat einzuholen.