

## Was macht Börsengänge erfolgreich?

Ergebnisse einer Befragung  
von institutionellen Investoren  
in Deutschland

McKinsey & Company

**BVI**  
Bundesverband Investment  
und Asset Management e. V.

1. Auflage  
ISBN 978-3-937790-43-5  
Alle Rechte vorbehalten.

# Vorwort

Die deutsche Wirtschaft ist einer der Wachstumsmotoren in Europa und der Welt. Der Zugang zu Eigenkapital ist eine Grundvoraussetzung für nachhaltiges Wachstum und Wohlstand. Der Kapitalmarkt ist eine wichtige Eigenkapitalquelle für Unternehmen, zumal die Tage günstigen und frei verfügbaren Kapitals gezählt scheinen.<sup>1</sup>

Das Umfeld für Börsengänge (kurz: IPOs, Initial Public Offerings) in Deutschland hat sich nach reger Aktivität in den Jahren 2006 und 2007 und dem Einbruch während der folgenden Finanzkrise jüngst wieder verbessert. Während in den USA und Asien die Zahl der IPOs bereits wieder deutlich ansteigt, entwickelt sich der deutsche IPO-Markt noch verhalten. Aber auch in Deutschland ist ein weiterer Anstieg der IPO-Aktivität absehbar. Die Investoren – das zeigt die vorliegende Studie – erwarten eine Zunahme von IPOs. Über die vergangenen Jahre hat sich eine große Anzahl von Börsenaspiranten angestaut. Es besteht also begründete Hoffnung, dass der IPO-Markt in Deutschland wieder das Niveau erreicht, das er vor der Finanzkrise hatte, und wir eine große Anzahl vielversprechender Unternehmen beziehungsweise Investitionsmöglichkeiten auf dem Parkett begrüßen können.

Das Feedback der Investoren offenbart auch die Schwäche der Aktien- und Eigenkapitalkultur in Deutschland – ohne ausländische Aktionäre sind IPOs in Deutschland kaum noch zu platzieren. Bei allen akuten Problemen wie der Finanz- und Staatsschuldenkrise muss dieser negativen Entwicklung entgegengesteuert werden. Die Einrich-

tung eines freiwilligen IPO-Ausschusses, bestehend aus den Repräsentanten aller Akteure des IPO-Prozesses (Investoren, Banken, Anwälte etc.), könnte Unternehmen beim Gang an die Börse helfen. Vor einem solchen Ausschuss könnten die Unternehmen sich und ihre IPO-Pläne frühzeitig präsentieren und erstes Feedback bekommen. Hierdurch ließe sich sicherstellen, dass noch besser vorbereitete Unternehmen an die Börse kommen und Investoren in Vorgesprächen nur auf hinreichend vorbereitete Unternehmen treffen.

Das IPO ist ein Meilenstein in der Geschichte eines Unternehmens. Nicht selten ist es Katalysator für fundamentale unternehmensinterne Veränderungen. Beispielsweise zeitigen erhöhte Publizitätspflichten und öffentliche Beobachtung oft eine weitreichende Veränderung in der Governance- und Performancekultur.

Viele Jahre lang führten Börsengänge beinahe automatisch zum gewünschten Ergebnis: der erfolgreichen Platzierung von Aktien mit anschließendem Handel an der Börse. In den letzten Jahren jedoch wurden etliche Börsengänge verschoben, immer wieder wurden Konditionen im laufenden Prozess angepasst, manchmal mussten geplante Neuemissionen auch komplett abgesagt werden.

Für alle Unternehmen, die Zugang zum Kapitalmarkt wollen, stellt sich damit mehr als zuvor die Frage, wie ein reibungsloses und nachhaltig erfolgreiches IPO zu bewerkstelligen ist. An einem Börsengang sind zahlreiche Stakeholder

---

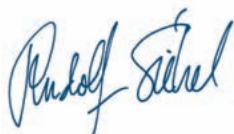
<sup>1</sup> Vergleiche hierzu eine kürzlich erschienene Studie mit dem Titel „Farewell to cheap capital“ unter [http://www.mckinsey.com/mgi/publications/farewell\\_cheap\\_capital/pdfs/MGI\\_Farewell\\_to\\_cheap\\_capital\\_full\\_report.pdf](http://www.mckinsey.com/mgi/publications/farewell_cheap_capital/pdfs/MGI_Farewell_to_cheap_capital_full_report.pdf)

wie Emittent, Banken und Anleger mit naturgemäß divergierenden Interessen beteiligt. Letztendlich kann ein IPO nur dann stattfinden – und erst recht erfolgreich sein –, wenn der Interessenausgleich zwischen allen Parteien gelingt.

Aus der Perspektive der Investoren gibt die vorliegende Studie Emittenten ganz praktische Hinweise dafür, wie ein Börsengang gelingt. Die Studie ist das Ergebnis einer gemeinsamen Untersuchung von BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. und McKinsey & Com-

pany, Inc., auf Grundlage einer Befragung institutioneller Investoren in Deutschland.

Wir danken allen BVI-Mitgliedern, die an der Befragung teilgenommen und uns zum persönlichen Gespräch zur Verfügung gestanden haben. Sie haben hiermit einen Beitrag zum besseren Verständnis zwischen allen IPO-Stakeholdern, zu einer zukünftig hoffentlich großen Anzahl reibungslos verlaufender IPOs und damit einer Stärkung des Standorts Deutschland geleistet.



Rudolf Siebel, LL.M.  
Geschäftsführer  
BVI Bundesverband Investment  
und Asset Management



Carl Wieandt  
Partner  
McKinsey & Company, Inc.

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort	3
Inhaltsverzeichnis	5
Abbildungsverzeichnis	6
1 Zusammenfassung und Ausblick	7
2 Quo vadis, deutscher IPO-Markt?	11
3 Was macht IPOs erfolgreich?	16
4 Was zeichnet die Equity Story erfolgreicher IPOs aus?	23
Methodik	29
Autoren	30

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwicklung der IPO-Aktivitäten in Deutschland in den kommenden 6 bis 18 Monaten im Vergleich zu den vergangenen 6 bis 18 Monaten	11
Abbildung 2: Potenzial und Herausforderungen des deutschen IPO-Markts	12
Abbildung 3: IPO-Interesse deutscher Investoren	13
Abbildung 4: Entwicklung der Bedeutung einzelner Investorengruppen für IPOs in den kommenden Jahren	15
Abbildung 5: Bedeutung von Risikofaktoren für den IPO-Erfolg	16
Abbildung 6: Risikoprofil für IPOs	17
Abbildung 7: Bedeutung einzelner Einflussfaktoren für den IPO-Erfolg	19
Abbildung 8: Beurteilung des IPO-Prozesses aus Investorenperspektive	20
Abbildung 9: Zeitpunkt für IPO-vorbereitende Tätigkeiten	21
Abbildung 10: Bedeutung einzelner Equity-Story-Elemente	23
Abbildung 11: Darlegung einzelner Equity-Story-Elemente	24
Abbildung 12: Bedeutung einzelner Finanzgrößen für die IPO-Investment-Entscheidung	24
Abbildung 13: Bedeutung einzelner Corporate-Social-Responsibility-Themen für die Beurteilung eines IPO-Kandidaten	25
Abbildung 14: Zukünftige Bedeutung einzelner Corporate-Social-Responsibility-Themen für die Beurteilung eines IPO-Kandidaten	26
Abbildung 15: Bedeutung einzelner Corporate-Governance-Elemente für die Beurteilung eines IPO-Kandidaten	27
Abbildung 16: Bedeutung einzelner Managementkompetenzen für ausgewählte Unternehmensvertreter	28

# 1 Zusammenfassung und Ausblick

## 1.1 Bestimmte Charakteristika erhöhen die Erfolgswahrscheinlichkeit eines IPO-Kandidaten

Die vorliegende, im Mai 2011 durchgeführte Befragung von BVI-Mitgliedern ergab wertvolle Hinweise für die Vorbereitung und Durchführung von IPOs aus Investorensicht. Erfolgreiche IPO-Kandidaten verfügen über ein hohes Wachstumspotenzial, einen hohen Cashflow und eine solide Bilanzstruktur. Gelegentlich ist zu beobachten, dass mehrere Akteure einer Branche innerhalb gleicher Zeiträume an die Börse streben. Interessant ist, dass die befragten Investoren bei der Beurteilung eines IPO-Kandidaten keine Industrie oder geografischen Raum als Betätigungsfeld ausschließen. Das heißt, dass jeder Kandidat aufgrund seiner eigenen Merkmale überprüft wird. Unternehmen aus Branchen, die vermeintlich nicht im Trend liegen, müssen sich also davon nicht entmutigen lassen. Mit Blick auf den Alteigentümer sprechen die Investoren – ceteris paribus – Familienunternehmen und Herauslösungen aus Konzernen (Carve-outs) besondere Erfolgsaussichten zu. Bei IPOs von Gesellschaften aus Private-Equity-(PE)-Besitz sowie aus Privatisierungen überwiegt dagegen die Skepsis. Prinzipiell bevorzugen Anleger eher Unternehmen mit Kapitalbedarf für Wachstumsprojekte als IPOs, in denen lediglich Alteigentümer ihre Anteile verkaufen.

Auch sogenannte Dual-Track-Prozesse<sup>2</sup>, wie sie vielfach von PE-Eigentümern verfolgt werden, verringern das Interesse institutioneller Anleger. Droht ihnen doch die Gefahr, sich während des IPO-Prozesses vergebens mit dem Unternehmen auseinandergesetzt zu haben, wenn kurz vor

dem IPO ein Verkauf des Unternehmens abseits der Börse angekündigt wird. Angesichts der Unsicherheit, mit der die Nachfrage selbst für IPOs behaftet ist, haben Emittenten allerdings gute Gründe für ein paralleles Vorgehen.

Asset Manager haben eine Präferenz für groß kapitalisierte und liquide Börsenwerte mit Chance auf Aufnahme in einen Index. Relativ kleine Börsenkandidaten unterhalb von 150 Millionen Euro (Median) Kapitalisierung und 37 Prozent (Median) Free Float haben laut Umfrage ein höheres Risiko, nicht erfolgreich zu sein oder zu scheitern. Der Kreis der Banken, die Small- und Midcaps betreuen, ist kleiner geworden – das macht es für kleinere Börsenkandidaten schwerer.

Die Investoren unterstreichen die Bedeutung eines guten Managements. Der CEO muss ein gutes Verständnis für seine Branche haben und für die Strategie des Unternehmens einstehen. Dagegen ist – im Gegensatz zum CFO – Kapitalmarkterfahrung beim CEO zweitrangig. Alle Vertreter des Managements, die beim IPO in Erscheinung treten, müssen sich inhaltlich gut auf den Investorendialog vorbereiten. Diese Vorbereitung unterstellen die Anleger schon am Anfang des Prozesses; eine Höchstleistung des Managements ist während der späteren Roadshow gefragt.

## 1.2 IPO-Aspiranten erhöhen ihre Erfolgsaussichten durch rechtzeitige und gründliche Vorbereitung

Zunächst muss der Kandidat die interne Bereitschaft sicherstellen, neue Investoren in das Unternehmen zu nehmen. Die Fondsmanager beklagen

<sup>2</sup> Ein sogenannter Dual-Track-Prozess besteht in der zeitgleichen Durchführung eines IPO-Prozesses und eines Unternehmensverkaufs abseits der Börse (z. B. an einen strategischen Erwerber). Meist wird erst spät entschieden, welcher der beiden Prozesse zum Abschluss gebracht wird.

gen, dass Unternehmen mehrheitlich die Herausforderung eines IPO unterschätzen und das Feedback der Investoren in verschiedenen Phasen des IPO-Vorhabens nicht ernst nehmen. Aus Sicht der Anleger sollten sich die Emittenten schon deutlich vor dem Start eines IPO-Prozesses auf diese Herausforderung vorbereiten und die Interaktion mit ihnen suchen. Die Investoren halten es für geboten, schon bis zu zwei Jahre vor dem IPO mit den Vorbereitungen zu beginnen. Hierzu zählen beispielsweise die Einrichtung einer Investor-Relations-(IR)-Funktion und die Erhöhung der Transparenz. Anleger sind dann bereit für die Kommunikation mit IPO-willigen Unternehmen, wenn diese entsprechend vorbereitet sind.

Die Asset Manager raten den Emittenten, sich noch vor Einschaltung der Banken eine Meinung über die Bewertung des eigenen Unternehmens zu bilden. Nur so können die Emittenten die Gefahr einer zu optimistischen Bankbewertung, die zu stark von den Preisvorstellungen der Investoren abweicht, erkennen und bannen: Je später dieser Umstand im IPO-Prozess klar wird, desto gravierender können die Konsequenzen dieser Meinungsverschiedenheit sein, bis hin zum Scheitern des IPO. Emittenten müssen damit rechnen, dass die Preisspanne im Laufe des Prozesses gegebenenfalls weiter verfeinert wird. Im Gegensatz zu früheren Zeiten, etwa während des sogenannten Dotcom-Booms der späten neunziger Jahre, ist der IPO-Markt allem Anschein nach nicht mehr binär, also entweder unkritisch und empfänglich für alle Kandidaten oder aber gänzlich für kapitalsuchende Unternehmen geschlossen. Heutzutage werden IPOs differenziert betrachtet.

Neben dem Preis ist auch die Auswahl des IPO-Zeitpunkts erfolgskritisch. Emittenten sollten eine

hohe Flexibilität im Hinblick auf die Änderung der Kernparameter (z. B. Volumen) des IPO mitbringen und bereit sein, auch kurzfristig auf Umfeldänderungen zu reagieren. Beispiele für derartige Veränderungen sind mangelnde Investorennachfrage und Volatilität der Märkte. Die Emittenten müssen intern darauf vorbereitet sein, während des IPO-Prozesses die sehr kurzfristige Entscheidungsfähigkeit ihrer Gremien im Hinblick auf die IPO-Parameter zu gewährleisten. Es empfiehlt sich, schon im Vorfeld der IPO-Entscheidung verschiedene Szenarien zu bewerten und die Reaktion darauf vorzubereiten.

Selbst wenn die externen Bedingungen günstig sind, gibt es noch zahlreiche Fallstricke auf dem Weg zum Parkett. An vorderster Stelle nennen die Fondsmanager eine schlechte Equity Story. Die Darlegung der Equity Story und damit der Unternehmensstrategie sollte sich an Wachstumsthemen orientieren. Investoren sind daneben insbesondere an einem Leistungsnachweis des Managements interessiert – dem sogenannten Track Record. Hinter dem strategischen Plan des Unternehmens wollen die Anleger operative Maßnahmen sehen, um ihn konkret nachvollziehen zu können.

Weiterhin sind Corporate-Governance-Aspekte bei der Beurteilung eines Börsenkandidaten sehr wichtig. Der Fokus liegt stark auf den Personen und der Tätigkeit des Aufsichtsrats. Seine Unabhängigkeit und sein Industrieverständnis sind unabdingbar. Dagegen spielt die Vergütungspolitik für den Aufsichtsrat eine geringere Rolle. Unter Umständen müssen börsennotierte Unternehmen mehr als bisher auch international nach geeigneten Kandidaten für den Aufsichtsrat suchen. Die Repräsentanz von Alteigentümern im Aufsichtsrat ist Anlegern weniger wichtig.

Auch Themen im Zusammenhang mit Corporate Social Responsibility (CSR) fließen in die Bewertung des IPO-Kandidaten ein. Probleme bei der Messbarkeit einzelner CSR-Themen, ihre schwierige Verknüpfung zum Unternehmenswert und, damit einhergehend, unzureichende Vergleichsmöglichkeiten zwischen Unternehmen begrenzen allerdings die Bedeutung im Bewertungsprozess. Diese CSR-Themen sind als sogenannte „Hygienefaktoren“ zu erfüllen, ohne dass eine Übererfüllung messbare Vorteile bringt. Hier müssen die Investoren nur dafür Sorge tragen, dass sie die Bedürfnisse ihrer Anleger richtig einschätzen, da die Stimmung der Konsumenten und deren Interesse an Nachhaltigkeitsthemen stetig steigt.

Der IPO-Prozess ist zwischen den Akteuren gut etabliert. Die Auswahl der Konsortialbanken ist eine wichtige Entscheidung im Vorfeld eines IPO. Die Anzahl der beteiligten Banken gilt nicht als relevant. Das könnte daran liegen, dass es immer weniger Institute mit exklusivem Zugang zu einem bestimmten Investorenkreis gibt. Möglicherweise überschätzen die Emittenten den Zusatznutzen einer großen Zahl von Banken im Konsortium im Vergleich zum erhöhten Abstimmungsbedarf und zur verringerten Verantwortung einzelner Institute.

Die Auswahl der Analysten ist dagegen eine kritische Entscheidung für einen IPO – die resultierende Gesamt-Coverage<sup>3</sup> wird aber nicht an vorderster Stelle als Erfolgsmerkmal eines IPO genannt. Bei der Auswahl der Banken und Analysten sollte „Klasse vor Masse“ gelten – nicht zuletzt, weil institutionelle Investoren selbst

Research vorhalten, um IPO-Kandidaten zu beurteilen. Innerhalb der Analyse sind Vergleiche mit anderen börsennotierten Unternehmen (Peer-group-Vergleiche) zwar wichtig, jedoch sind die Investoren primär an der ureigenen Position des Unternehmens in seinen Absatzmärkten interessiert.

### **1.3 Der Erfolg eines IPO wird langfristig und nicht nur anhand des Aktienkurses beurteilt**

Kurzfristige Faktoren, wie das Ausmaß der Überzeichnung und die Kursentwicklung am ersten Handelstag, haben für Asset Manager keine maßgebliche Aussagekraft über den Erfolg eines IPO. Vielmehr orientieren sie sich an Indikatoren, die frühestens nach einem Jahr Aussagekraft gewinnen. Dazu zählt nicht nur die obligatorische Kursentwicklung der Aktie, sondern insbesondere die Leistung des Unternehmens im Vergleich zu zuvor geweckten operativen Erwartungen. Die langfristige Aktionärsstruktur nach der Zuteilung ist für die Aktionäre wichtig, wenn sie den Erfolg eines IPO-Kandidaten beurteilen. Die Platzierung der Aktien soll also nicht dazu dienen, kurzfristig das „Buch“ der Konsortialbanken zu füllen. Auch darf die Aktionärsbasis nicht so weit atomisiert werden, dass sie für Investor Relations nicht mehr handhabbar ist. Eine nachhaltige Aktionärsstruktur mit langfristig orientierten Anlegern, die dem Management Feedback geben, erweist sich als wichtige Voraussetzung, wenn das Unternehmen den Kapitalmarkt auch in einem zweiten Schritt nach dem Börsengang braucht – etwa für eine Kapitalerhöhung oder Sekundärmarktplatzierung.

---

<sup>3</sup> Unter Gesamt-Coverage versteht man die Gesamtzahl an Sell-Side-Analysten, die das jeweilige Unternehmen systematisch beobachten und bewerten („covern“).

#### **1.4 Dem deutschen IPO-Markt werden gute Aussichten bescheinigt – doch es droht eine Verknappung von Eigenkapital aus lokalen Quellen**

Die BVI-Mitglieder gehen zum Zeitpunkt der Befragung davon aus, dass die IPO-Aktivität in Deutschland in den kommenden Monaten steigt. Die erfolgreiche Platzierung anstehender Multi-milliarden-IPOs könnte dabei helfen, das Umfeld noch weiter zu verbessern. Die befragten Investoren sehen ein großes Reservoir an Unternehmen in Deutschland, die prinzipiell für eine Börsennotierung infrage kommen. Die Abhängigkeit der heimischen Börsengangaspiranten von internationalen Geldgebern nimmt nach Meinung der Umfrageteilnehmer weiter zu. Wegen der ausländischen Investoren fächern sich Anlagestile und -herkunft nochmals auf. Neben den bereits bekannten angelsächsischen Investoren gewinnen zukünftig Sovereign Wealth Funds und auch asiatische Investoren an Bedeutung. Das erhöht die Schwierigkeit für IPO-Kandidaten, das passende Aktionariat für die eigene Equity Story zu finden, und erschwert bisweilen die Auswahl des Bankenkonsortiums.

Die Investoren sehen die Rolle der Banken im IPO-Prozess kritisch, vor allem im Hinblick auf das Pricing des IPO und das diesbezügliche Erwartungsmanagement der Bank an dem Emissionen. Eine gute Kommunikation im Dreieck Investor, Emittent und Bank ist unabdingbar für einen funktionierenden IPO-Markt, gerade in Zeiten, in denen die Parameter eines IPO flexibel gehandhabt werden müssen. Die Banken müssen sicherstellen, dass die Investoren frühzeitig gehört werden, und Emittenten sollten auf Feedback sichtbar reagieren. Die Investoren sollten Feedback direkt und vertraulich geben. Eine öffentliche Diskussion der Equity Story der Emittenten droht dem Management die Handlungsbefugnis zu entreißen und macht IPOs selbst für gute Managementteams unter sonst gleichen Bedingungen weniger erstrebenswert. Ein IPO bringt für alle Beteiligten viel Arbeit und auch Reputationsrisiko mit sich – Grund genug, um gemeinsam alles zu tun, damit der Interessenausgleich zwischen den Akteuren hergestellt wird und das IPO am Ende gelingt.

## 2 Quo vadis, deutscher IPO-Markt?

Die Stimmung an den Kapitalmärkten scheint sich nach der Finanzkrise zunehmend zu festigen. Ein wichtiger Indikator dafür sind Börsengänge: Während die Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 Anzahl und Volumen der Börsengänge in Deutschland negativ beeinflusste, hat sich die Stimmung seit Ende 2010 sukzessive verbessert.

Im Frühjahr 2011 erwarten Fondsmanager auch für die kommenden 6 bis 18 Monate eine positive Entwicklung (vergleiche Abbildung 1). Mehr als

zwei Drittel (72 Prozent) der Befragten gehen von einer zunehmenden IPO-Aktivität aus. Nur 6 Prozent sagen einen Rückgang der IPO-Aktivität voraus. Damit steht Deutschland möglicherweise eine gewisse IPO-Renaissance bevor.

Gründe für diese günstigen Aussichten sind die wirtschaftlich gute Stimmung als Folge der robusten konjunkturellen Entwicklung in Deutschland und anderen Teilen der Welt sowie stabile Märkte, die der Staatsschuldenkrise bislang trotzen.

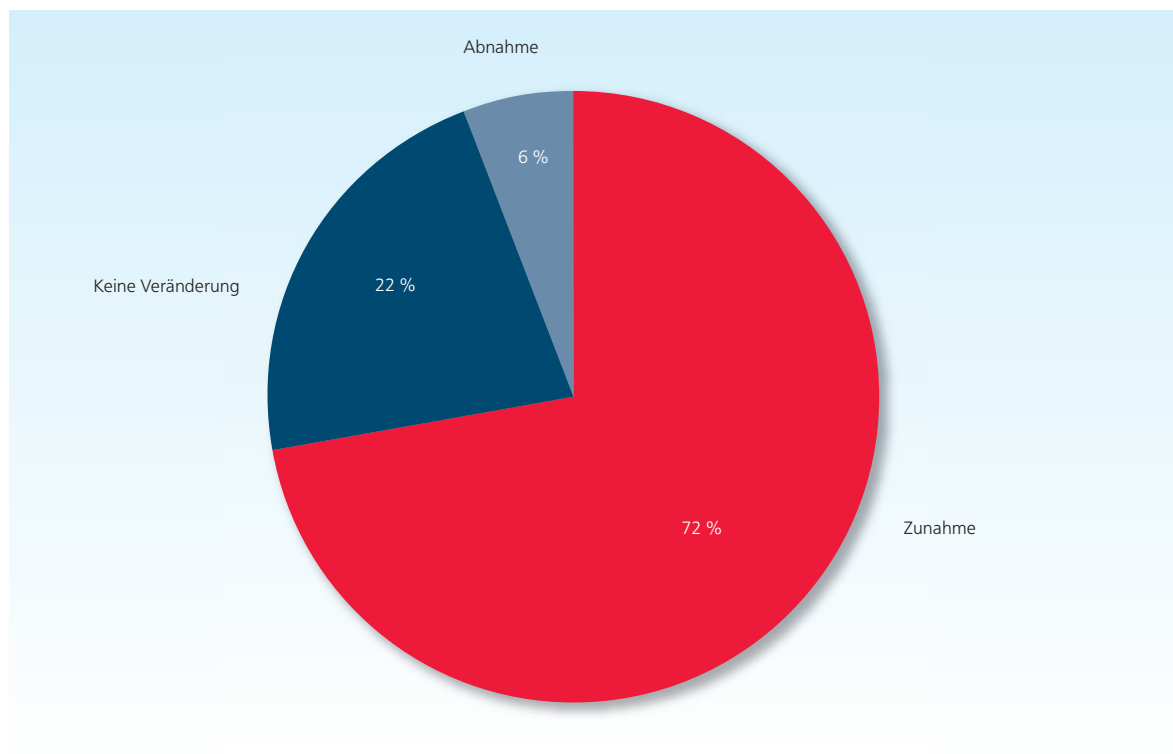


Abbildung 1: Entwicklung der IPO-Aktivitäten in Deutschland in den kommenden 6 bis 18 Monaten im Vergleich zu den vergangenen 6 bis 18 Monaten

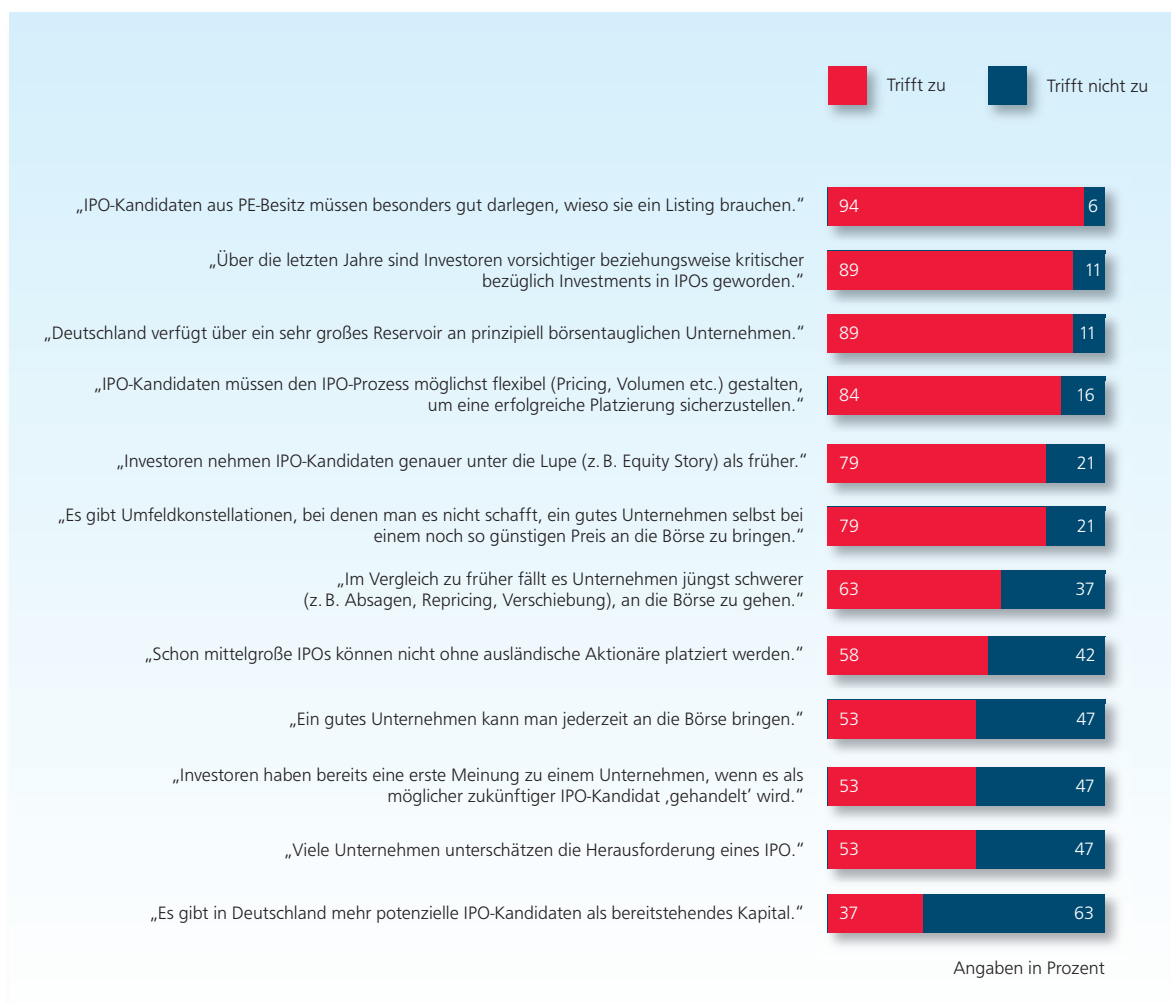
Das führt zu attraktiven Bewertungsniveaus an den Börsen und einem höheren Interesse an der Aktienanlage. All das fördert die Nachfrage nach Börsenneulungen.

Nach Jahren der Flaute auf dem Markt für Börsengänge ist die Schlange der Unternehmen, die den Zugang zum Kapitalmarkt anstreben, lang geworden. Hierunter sind zahlreiche Unternehmen aus dem Besitz von Private Equity, Konzerngesellschaften, aber auch Familienunternehmen. Erstmals seit Jahren gibt es auch wieder konkrete

Pläne für sehr große IPOs mit Platzierungsvolumina von mehreren Milliarden Euro.

Als größte Gefahren beziehungsweise Barrieren für den deutschen IPO-Markt identifizieren die Investoren die mangelnde Aktienkultur, volks- und weltwirtschaftliche Schwankungen sowie die allgemein geringe Anzahl an potenziellen heimischen Investoren. Die mangelhafte Eigenkapital- und Aktienkultur in Deutschland wird als ernst zunehmende Gefahr für Wachstum und Wohlstand gesehen.

Abbildung 2:  
Potenzial und Herausforderungen des deutschen IPO-Markts



Grundsätzlich bestätigen die Asset Manager Deutschland ein sehr großes IPO-Potenzial (vergleiche Abbildung 2): Knapp 90 Prozent sehen ein großes Reservoir an börsentauglichen Unternehmen in Deutschland – sowohl hinsichtlich Größe als auch hinsichtlich Wettbewerbsfähigkeit. Mehr als jeder zweite Befragte (58 Prozent) hält das lokal vorhandene Kapital allerdings nicht für ausreichend, um alle potenziellen IPOs zu platzieren.

Der Weg zum Kapitalmarkt ist laut den Investoren indessen steiniger geworden. Ihre Anforderungen an die IPO-Kandidaten sind gestiegen: Die

Mehrzahl der Befragten (63 Prozent) meint, dass es Unternehmen heute schwerer fällt, an die Börse zu gehen, als noch vor wenigen Jahren. Die Investoren sind der Meinung, dass die Unternehmen die Herausforderung eines IPO unterschätzen (dies sagen 53 Prozent der Teilnehmer). Über drei Viertel der Fondsmanager (79 Prozent) meinen, dass es Umfeldkonstellationen gibt, die auch das IPO eines noch so guten und günstigen Unternehmens nahezu unmöglich machen.

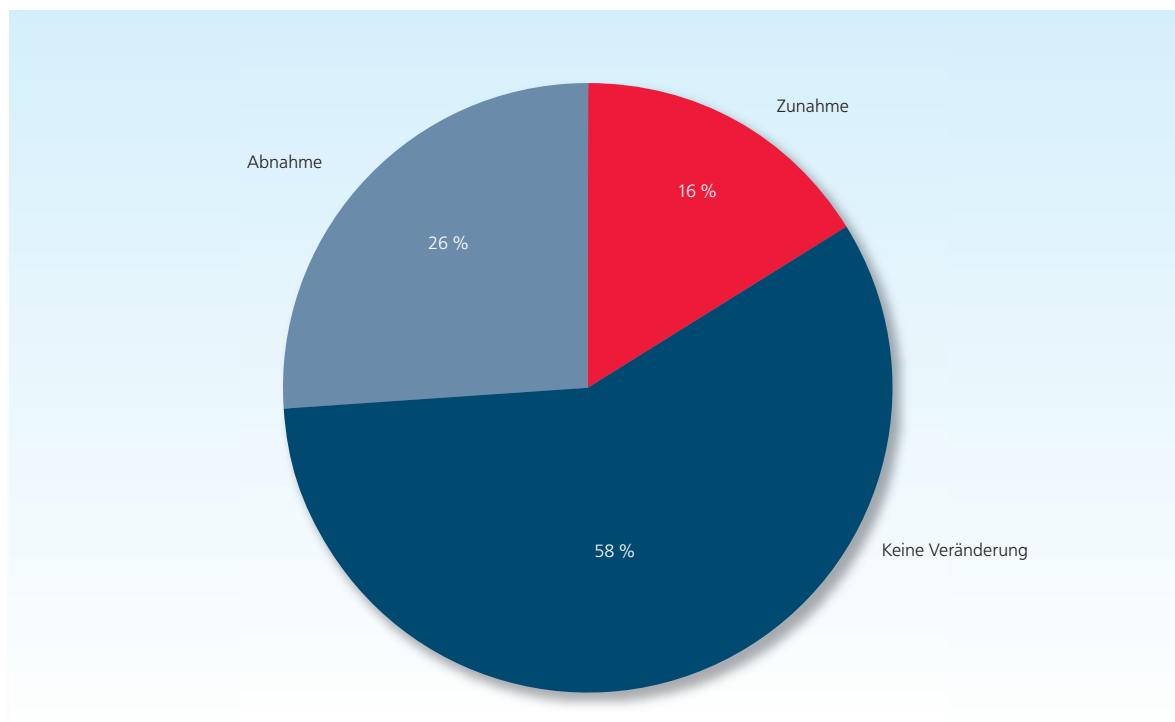


Abbildung 3:  
IPO-Interesse  
deutscher  
Investoren

Die Asset Manager sind kritischer geworden, wenn es darum geht, in einen Börsenneuling zu investieren (89 Prozent), und sie selbst nehmen IPO-Kandidaten heute genauer unter die Lupe (79 Prozent). Immerhin 53 Prozent der Befragten geben an, bereits eine Meinung zu einem Unternehmen zu entwickeln, wenn es erstmals als möglicher IPO-Kandidat gehandelt wird.

Ungeachtet der positiven Erwartungen der Fondsmanager für den Gesamtmarkt sind sie deutlich verhaltener, was ihr eigenes Interesse an IPOs angeht (vergleiche Abbildung 3). Die Mehrheit (58 Prozent) erwartet im eigenen Haus keine Veränderung des allgemeinen IPO-Appetits. Lediglich 16 Prozent der Investoren berichten, dass ihr Interesse an IPOs zugenommen habe: Ein Viertel (26 Prozent) konstatiert sogar ein schwindendes Interesse an IPOs.

IPO-Kandidaten haben nach Auffassung der Investoren Grund zur Hoffnung auf ein allgemein günstiges Umfeld. Daraus sollten sie aber nicht die Schlussfolgerung ziehen, von den Anlegern einfach auf das Parkett „durchgewunken“ zu werden. Vielmehr ist im direkten Investorendialog mit mehr Skepsis und kritischerer Hinterfragung als früher zu rechnen.

Bei der Frage, wer die künftigen IPOs zeichnen wird, nennen die Investoren zuerst bekannte Aktionärsgruppen (vergleiche Abbildung 4). So wird erwartet, dass angelsächsische Fonds weiter zulegen (73 Prozent) oder ihre hohe Bedeutung zumindest beibehalten (27 Prozent). Wichtiger werden zukünftig Geldgeber aus Asien sowie Sovereign Wealth Funds, also staatlich kontrollierte Investmentfonds, etwa aus dem erdölreichen Nahen Osten. Diese Fonds werden laut 56 Prozent der Befragten für ein erfolgreiches IPO immer wichtiger.

Abnehmen wird zukünftig laut Einschätzung der Fondsmanager die Bedeutung von Privatinvestoren (Retail-Investoren), Versicherungen und deutschen Fonds. Das zeichnet ein bedrohliches Bild für potenzielle Eigenkapitalquellen, zumal die Aktienquote bei privaten und institutionellen Anlegern schon in den letzten Jahren gesunken ist. Asiatische und Sovereign Wealth Funds gewinnen hingegen an Bedeutung. Die zukünftigen Aktionäre sind also nicht nur in den traditionellen Kapital- und Anlagezentren wie London, New York und Genf zu finden. Für einen erfolgreichen Börsengang müssen Kapitalquellen weltweit erschlossen werden. Die Investoren haben je nach Anlagestil und Geografie unterschiedliche Präferenzen, Marktperspektiven und Investmentalternativen. Um auf den Dialog vorbereitet zu sein und das Feedback der Investoren einordnen zu können, ist es für das Management der IPO-Kandidaten unabdingbar, den jeweiligen Typus des Investors zu verstehen.

## 2 Quo vadis, deutscher IPO-Markt?

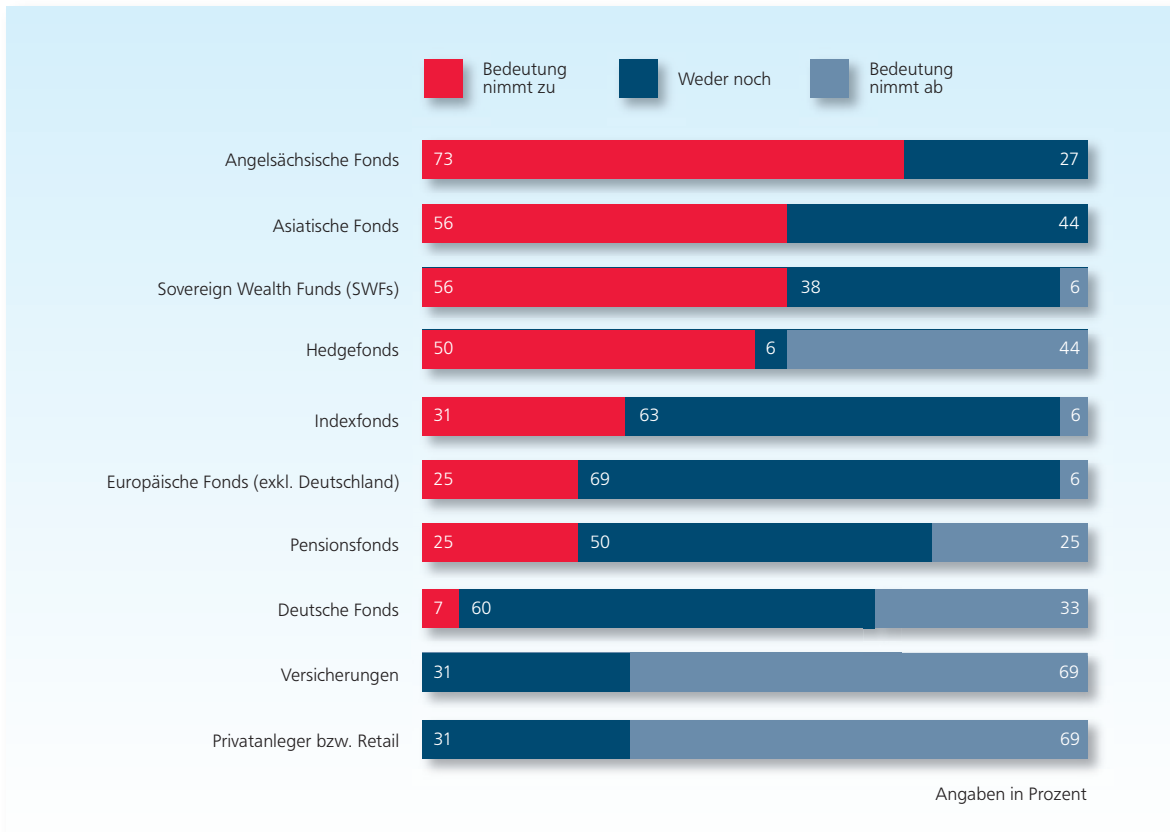


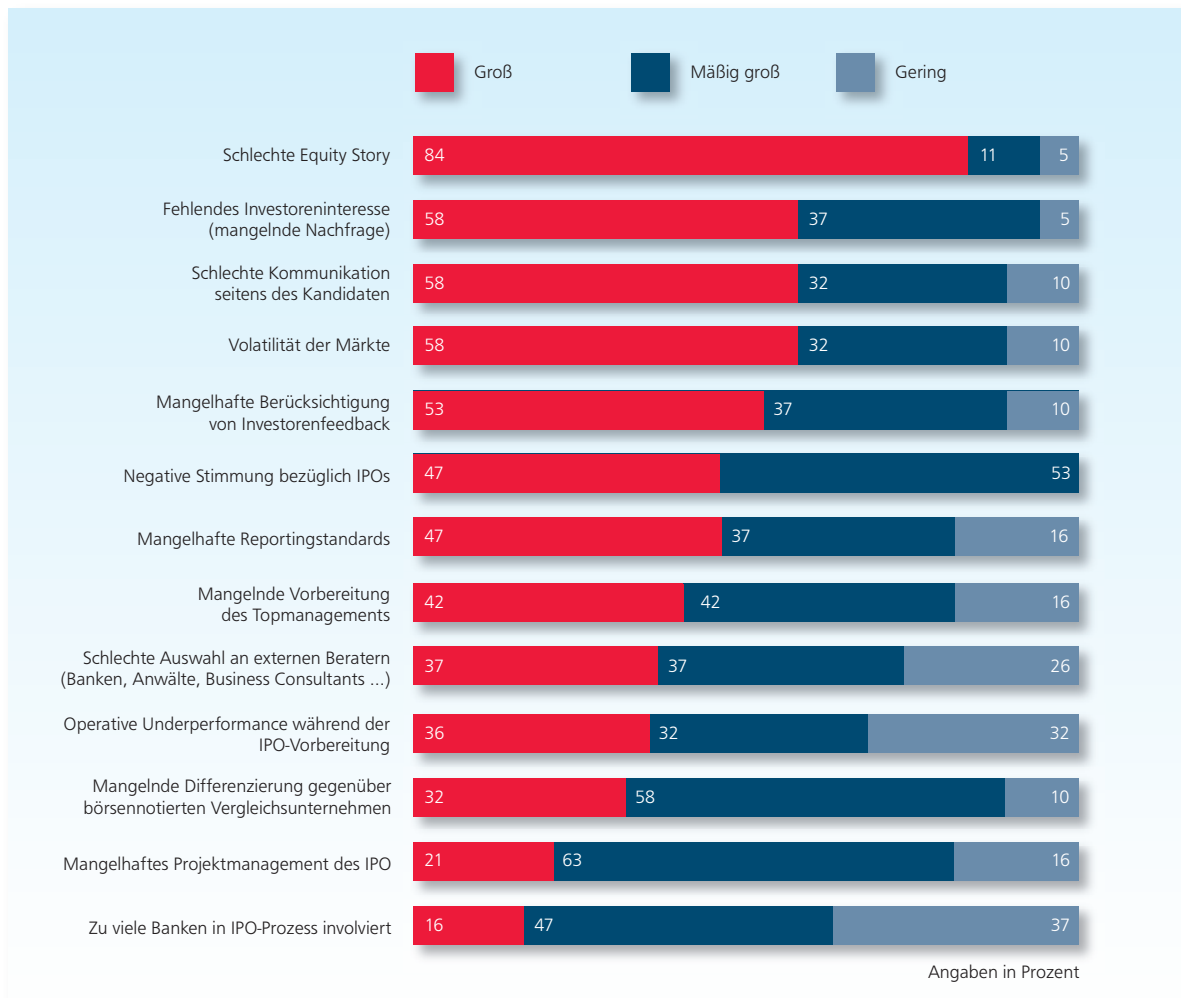
Abbildung 4:  
Entwicklung der  
Bedeutung  
einzelner Investorengruppen für  
IPOs in den  
kommenden  
Jahren

### 3 Was macht IPOs erfolgreich?

Fondsmanager beurteilen ein erfolgreiches IPO aus langfristiger Perspektive. Ein erfolgreiches IPO manifestiert sich für die meisten Investoren in einer Performance, die besser ist als erwartet, und an der Aktienperformance nach zwölfmonatiger Börsennotierung. Kurzfristigen (vermeintlichen) Indikatoren für den Erfolg eines IPO, wie Ausmaß der Überzeichnung und Entwicklung am ersten Handelstag, messen die Investoren unter einer Vielzahl an Erfolgsindikatoren die niedrigste Bedeutung bei.

Eine große Anzahl von IPO-Projekten scheitert oder erweist sich aus Investorensicht als nicht erfolgreich. Die Anleger schätzen das Risiko verschiedener Faktoren, einen gescheiterten oder schlechten IPO zu verursachen, durchaus unterschiedlich ein und geben so Hinweise, auf welche Faktoren im Rahmen der Vorbereitung besonderes Augenmerk zu legen ist (vergleiche Abbildung 5). Eine schlechte Equity Story wird mit Abstand als größtes Risiko für das Gelingen und den nachhaltigen Erfolg des IPO angesehen. Über vier Fünftel

Abbildung 5:  
Bedeutung von  
Risikofaktoren für  
den IPO-Erfolg



### 3 Was macht IPOs erfolgreich?

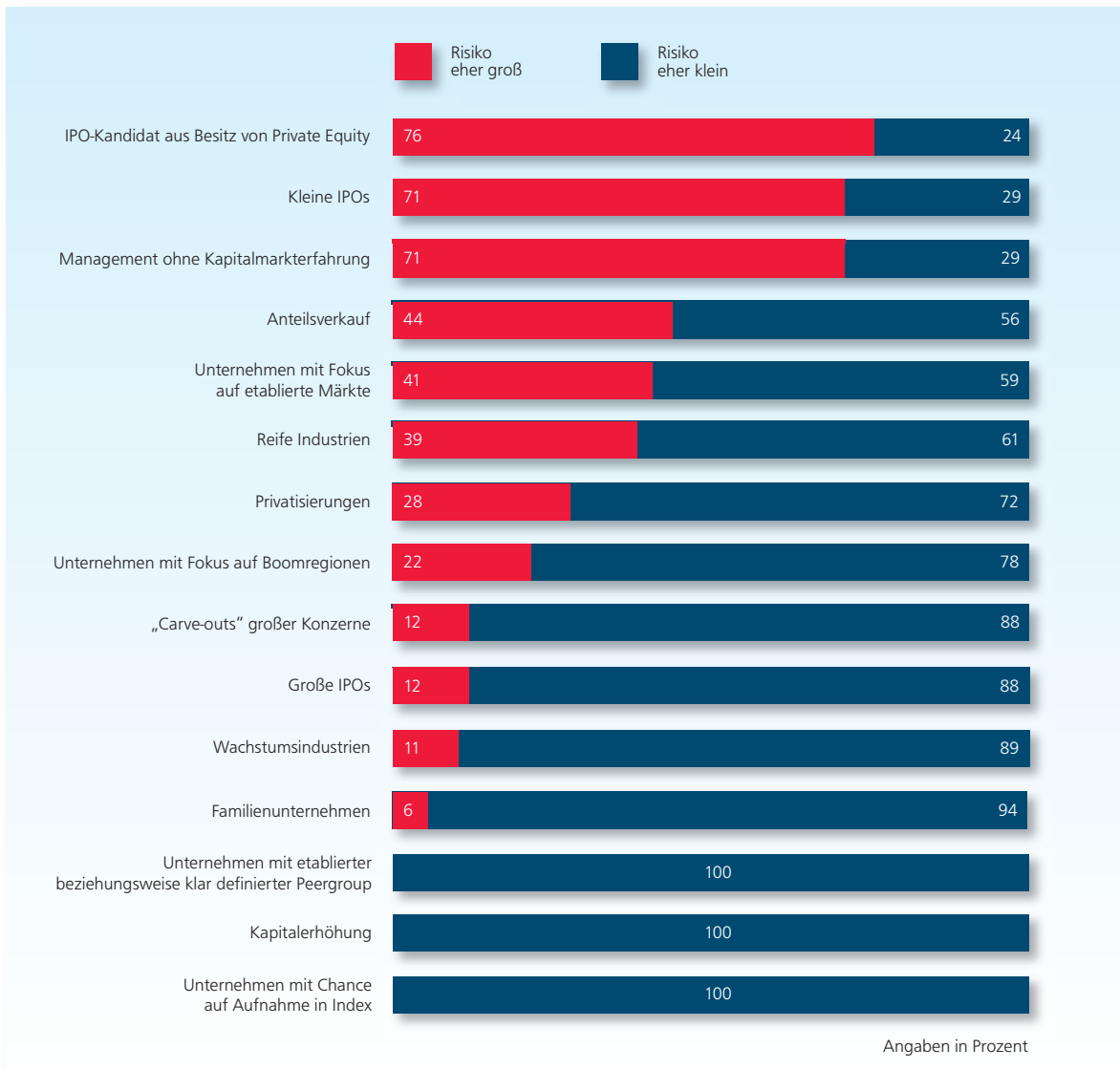


Abbildung 6:  
Risikoprofil für  
IPOs

aller Investoren (84 Prozent) stufen es als „großes“ Risiko ein. Fehlendes Investoreninteresse ist naturgemäß ein K.o.-Kriterium für den erfolgreichen Sprung aufs Parkett und steht nicht selten auch in inhaltlichem Zusammenhang mit volatilen Märkten und einer grundsätzlich negativen Stimmung gegenüber IPOs, die ebenfalls als große Risiken für ein gescheitertes IPO angeführt werden (58 beziehungsweise 47 Prozent).

Die Anzahl der Konsortiumsmitglieder birgt nach Meinung der Befragten nur geringe Gefahren für das Gelingen des IPO-Prozesses. Eine mangelnde Differenzierung von börsennotierten Vergleichsunternehmen halten die Umfrageteilnehmer für ein überschaubares Risiko. Lediglich ein Drittel (32 Prozent) der Anleger bezeichnet es als großes Risiko. Das ist möglicherweise ein Hinweis darauf, dass Investoren weniger Peergroup-fokussiert

sind als bislang gedacht oder sich die Einschätzung des IPO-Kandidaten im Verhältnis zur Peer-group selbst zutrauen.

Bei Unternehmen mit bestimmten Charakteristika schätzten Investoren das Risiko eines Scheiterns oder Misserfolgs als besonders hoch ein (vergleiche Abbildung 6). Hierzu zählen kleine IPOs, IPOs von PE-Gesellschaften und auch IPOs mit Managementteams ohne Kapitalmarkterfahrung. Unternehmen, die in diese Kategorien fallen, müssen sich auf skeptische Anleger einrichten und sich entsprechend vorbereiten. Die große Zahl an IPOs aus PE-Portfolios in letzter Zeit zeigt, dass Vorbehalte mit der richtigen Equity Story und Vorbereitung überwunden werden können.

Neben anderen Faktoren halten Investoren IPOs grundsätzlich erst ab einem Mindestvolumen von 150 Millionen Euro (Median) und einem Free Float von 44 Prozent (Durchschnitt) für ein attraktives Investment. Die allgemeine Tendenz zu größeren und liquideren IPOs wird im Vergleich dazu auch am arithmetischen Mittelmindestvolumen von 285 Millionen Euro deutlich. Einzelne Fondsmanager setzen die Größenschwelle eines erfolgversprechenden IPO sogar noch weit höher an, beispielsweise bei 500 Millionen Euro oder 1 Milliarde Euro.

Im Gegensatz zum IPO-Volumen sind geografischer Fokus und Industriezugehörigkeit aus Sicht der Investoren keine entscheidenden Merkmale erfolgreicher IPOs. Gute Erfolgsaussichten geben die Investoren auch Unternehmen mit Chance auf die Aufnahme in einen Index sowie Familienunternehmen. Privatisierungen sehen die Investoren hingegen relativ skeptisch. Das mag im schlechten Erfolgsausweis einiger Privatisierungen in der Vergangenheit begründet sein. In Summe kann

aber konstatiert werden, dass die Investoren bestimmte Unternehmenstypen kaum von einem IPO ausschließen. Vielmehr sind sie zur Prüfung jedes Unternehmens prinzipiell bereit.

Die Befragten haben klare Vorstellungen von den kritischen Entscheidungen, die der IPO-Kandidat auf dem Weg zu einem erfolgreichen IPO treffen muss (vergleiche Abbildung 7). Pricing, IPO-Zeitpunkt und Umfang des Free Float werden als die wichtigsten Punkte gesehen, die über Wohl oder Wehe eines IPO bestimmen. Der Free Float ist de facto maßgebend für die Größe des Engagements, das Fonds aus Risiko- und Effizienzgesichtspunkten eingehen können. Ferner hat er auch Auswirkungen auf die Coverage durch Analysten. Beim Pricing ist das absolute Niveau kritisch, also ob ein IPO zu teuer oder zu billig ist; taktische Pricing-Entscheidungen können marginal helfen. Die Auswahl der Konsortialbanken wird als weitaus kritischer gesehen als die Entscheidung über ihre Anzahl. Die Auswahl der Wirtschaftsprüfer und Anwälte spielt im Vergleich zur Auswahl anderer Berater, wie beispielsweise IR- oder PR-Beratungen, beim IPO eine deutlich geringere Rolle für den Erfolg. Das kann daran liegen, dass der regulatorische Rahmen für IPOs exakt abgesteckt und der hohe Standard der erfahrenen Kanzleien allgemein anerkannt ist.

### 3 Was macht IPOs erfolgreich?

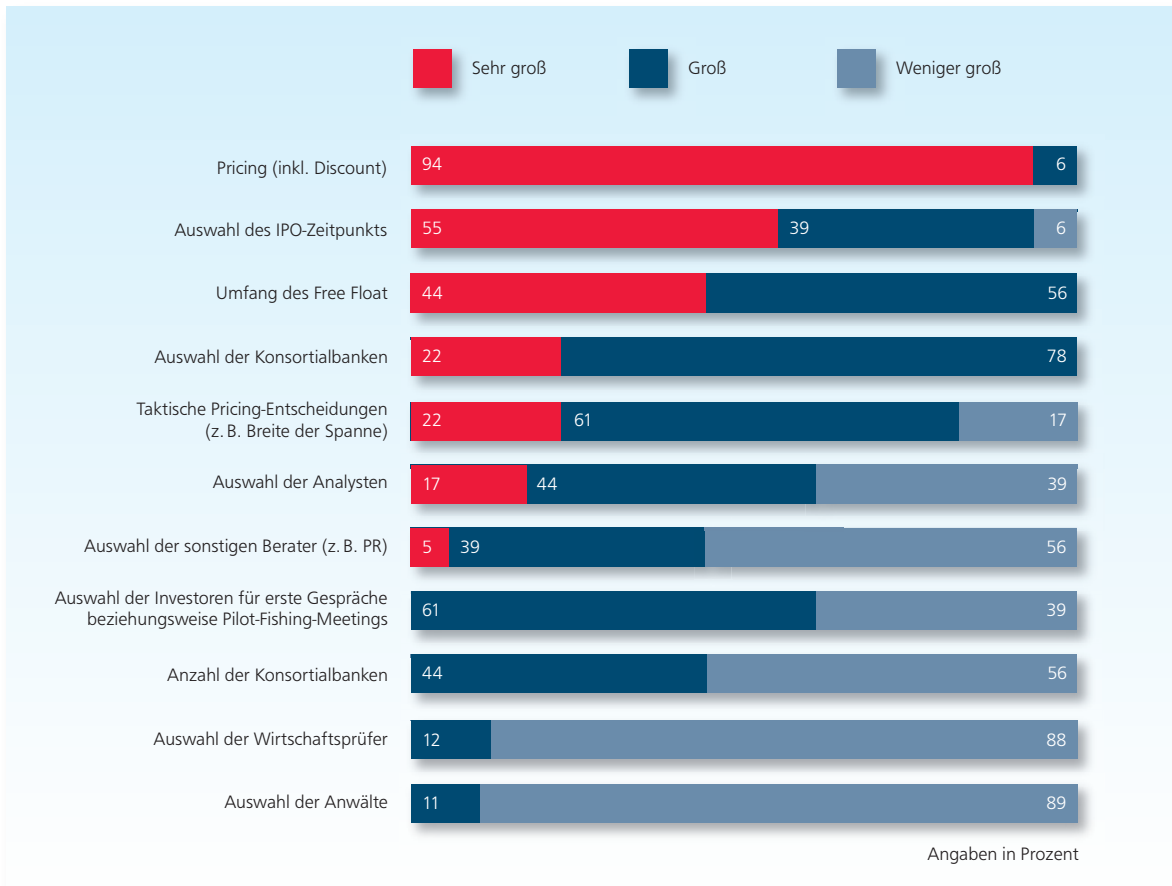
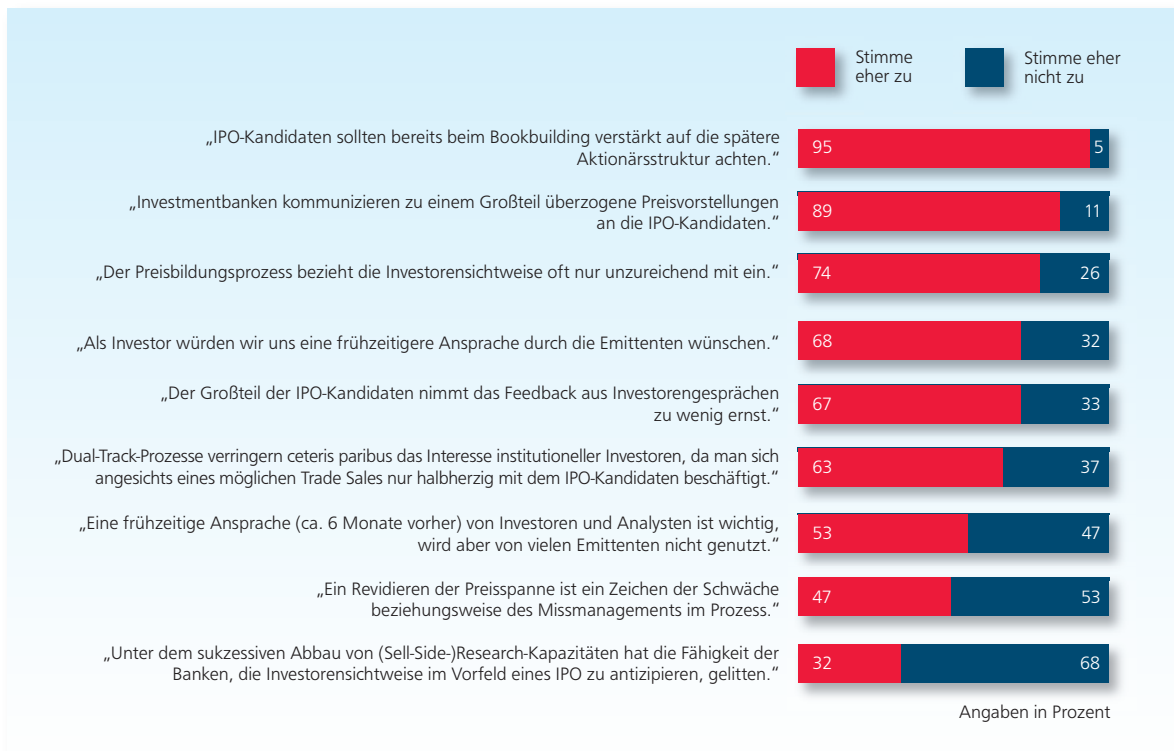


Abbildung 7:  
Bedeutung einzelner Einflussfaktoren für den IPO-Erfolg

Abbildung 8:  
Beurteilung des  
IPO-Prozesses aus  
Investoren-  
perspektive



Innerhalb des regulatorischen Rahmens haben sich über die Jahre Usancen bei der Durchführung von IPO-Prozessen gebildet. Für einen erfolgreichen IPO-Markt ist ein funktionierender Interessenausgleich zwischen allen Beteiligten von entscheidender Bedeutung. In diesem Zusammenhang müssen Emittenten, Investmentbanken und andere Stakeholder Kritik und Anregungen der Investoren ernst nehmen (vergleiche Abbildung 8). Die Investoren beklagen, dass ihre Sichtweise bei der Preisbildung von IPOs unzureichend berücksichtigt wird, während gleichzeitig die Investmentbanken den Emittenten überhöhte Preisvorstellungen kommunizieren. Das erhöht die Gefahr, dass Emittenten und Investoren keinen gemeinsamen Preisnenner finden, zumal im engen Zeitfenster eines IPO-Prozesses. In diesem Zusammenhang ist auch die Kritik der Investoren zu

sehen, ihr Feedback an die Emittenten werde nicht ernst genommen und sie würden lieber frühzeitiger von Emittenten angesprochen. Für diesen Dissens mit den Banken gibt es keine strukturellen Gründe. Die Mehrheit der Investoren sieht die Investmentbanken prinzipiell in der Lage, die Meinung der Investoren richtig zu antizipieren, sieht aber auch eine vergebene Chance in der häufig zu späten Ansprache durch Emittenten.

### 3 Was macht IPOs erfolgreich?

Fast alle Befragten (95 Prozent) meinen, die Unternehmen sollten sich bereits beim IPO stärker auf die gewünschte spätere Aktionärsstruktur konzentrieren. Einzelne Kommentare zur frühzeitigen Investorenansprache verdeutlichen die Hintergründe: Viele Emittenten konzentrieren sich beim Börsengang auf eine Preismaximierung, die einige nachhaltig interessierte Anleger davon abhalten kann, das IPO zu zeichnen. Einen Verlust an Stabilität und Nachhaltigkeit im Aktionariat zugunsten kurzfristiger Emissionspreismaximierung sollte der Emittent verhindern.

Mehr als 12 Monate vor der Bekanntgabe eines angestrebten IPO-Zeitpunkts sollten Unternehmen erste konkrete Maßnahmen ergreifen, um den Erfolg des IPO sicherzustellen. Je nach Situation halten Investoren einen Start besonders kriti-

scher Vorbereitungshandlungen bereits 24 Monate vorher für ratsam, z. B. das frühzeitige Trainieren des Managements in Bezug auf Kapitalmarktfragen. Um aus Unternehmensperspektive schon frühzeitig die größten „IPO-Baustellen“ zu erkennen, ist ein früher Schnelltest der eigenen IPO-Fähigkeit unabdingbar. Dabei sollten insbesondere die Bereiche Strategie, Corporate Governance, Management, Berichtswesen, Alleinstellungsmerkmale und der bisherige Track Record untersucht werden, um bei Bedarf Verbesserungsmaßnahmen einzuleiten.

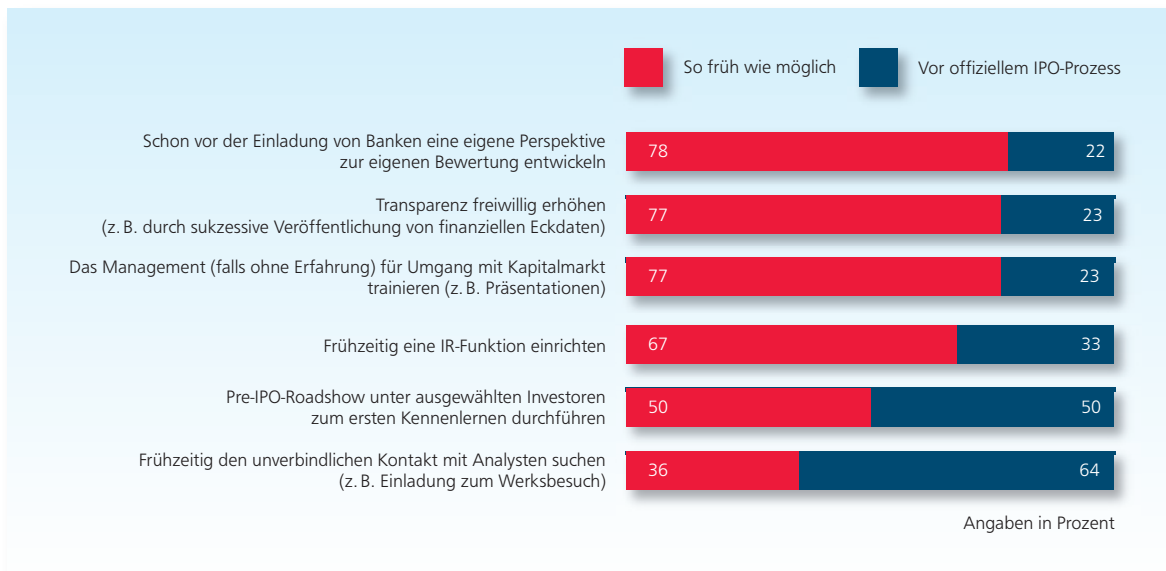


Abbildung 9:  
Zeitpunkt für  
IPO-vorbereitende  
Tätigkeiten

Speziell sollten sich die Unternehmen frühzeitig auf den Umgang mit Investoren und ihren Informationserfordernissen einstellen (vergleiche Abbildung 9), indem sie unter anderem die Transparenz freiwillig durch die Veröffentlichung von finanziellen Eckdaten erhöhen (12 Monate vor IPO), eventuell unerfahrene Mitglieder des Managementteams auf den Umgang mit dem Kapitalmarkt vorbereiten (9 Monate vor IPO) und eine IR-Funktion einrichten (6 Monate vor IPO).

Die Fondsmanager raten den Emittenten auch, eine eigene Perspektive zur Bewertung des Unternehmens schon vor der Einladung von Banken zu erstellen (6 Monate vor IPO). Investoren sind zu großen Teilen der Meinung, dass Banken den Emittenten überhöhte Bewertungen vorlegen – deshalb sollte der Emittent sich eigenständig über die Bewertung und ihre Treiber informieren. Der Emittent muss einen möglichen Dissens zwischen Preisvorstellungen der Angebots- und der Nachfrageseite so früh wie möglich erkennen. Tut er das nicht, läuft er Gefahr, im Korsett eines IPO-Prozesses eine böse Überraschung zu erleben – im Extremfall das Scheitern seines Vorhabens.

Die Mehrheit der Umfrageteilnehmer empfiehlt die Aufnahme des Kontakts mit Investoren und Analysten im Rahmen von Pre-IPO-Roadshows und beispielsweise Einladungen zu Werksbesuchen. Allerdings sind die Investoren der Meinung, dass diese Maßnahmen erst relativ kurz vor dem Start eines offiziellen IPO-Prozesses (6 Monate) sinnvoll sind. Die Investoren wollen nur gut vorbereitete Unternehmen treffen, die ernsthafte IPO-Pläne glaubhaft machen können. Die Fondsmanager wollen CEO und CFO kennenlernen; sie erwarten eine stringente Präsentation der Unternehmensstrategie, die in einen Industrie- und Marktausblick eingebettet ist und von ersten

belastbaren Finanzdaten flankiert wird. So haben die Investoren die Chance, sich ein Bild vom Managementteam und der Equity Story zu verschaffen – auch im Vergleich zu alternativen Investitionsmöglichkeiten.

Das frühzeitige Interesse der Anleger bietet den Unternehmen eine große Chance. Durch geeignete Maßnahmen können die Eckpfeiler der Equity Story des Unternehmens schon bei interessierten Investoren im Markt verankert werden, bevor der eigentliche Prozess beginnt, und Feedback dazu kann noch Berücksichtigung finden. Im engen Zeitfenster des IPO-Prozesses verringert sich dann der Erklärungsbedarf für die Story, und das Management kann sich auf die Überzeugungsarbeit zu wenigen, wirklich kritischen Punkten konzentrieren: So sinkt die Wahrscheinlichkeit öffentlicher Attacken auf die Equity Story, und die Chance für ein erfolgreiches IPO steigt.

## 4 Was zeichnet die Equity Story erfolgreicher IPOs aus?

In Summe sind die Investoren mit der informativen Ausgestaltung der ihnen dargebotenen Equity Stories zufrieden. Jeder IPO-Kandidat muss dafür Sorge tragen, dass er dem gestiegenen Anspruchsniveau des Marktes gerecht wird.

Bestimmte Elemente der Equity Story sind den Anlegern besonders wichtig (vergleiche Abbildung 10). Hierzu zählen vor allem die strategische Positionierung gegenüber dem Wettbewerb (Nennung „sehr wichtig“: 79 Prozent), weiterhin der Leistungsausweis des Topmanagements (55 Prozent), die Hinterlegung von operativen und strategischen Plänen mit konkreten Maßnahmen (37 Prozent) sowie die Darstellung von Marktstrukturen und -ausblick (37 Prozent).

Mehr als die Hälfte (53 Prozent) der Investoren hält die üblicherweise angebotenen Ausführungen zum Leistungsausweis des Managements für

ausreichend, und über vier Fünftel (84 Prozent) meinen dies auch im Hinblick auf die Darstellung von Ausblick und Strukturen der Absatzmärkte des Emittenten (vergleiche Abbildung 11). Allerdings wünscht sich mehr als die Hälfte der Investoren (58 Prozent) Verbesserungen bei der Darlegung der strategischen Positionierung des IPO-Kandidaten im Vergleich zum Wettbewerb und eine Konkretisierung der strategischen und operativen Pläne durch die Angabe von praktischen Maßnahmen zu ihrer Erreichung (53 Prozent).

Wie ein genauere Blick auf die Bedeutung einzelner Finanzgrößen für die Beurteilung eines IPO-Kandidaten zeigt, stellen die Anleger auf die Fundamentaldaten ab (vergleiche Abbildung 12).

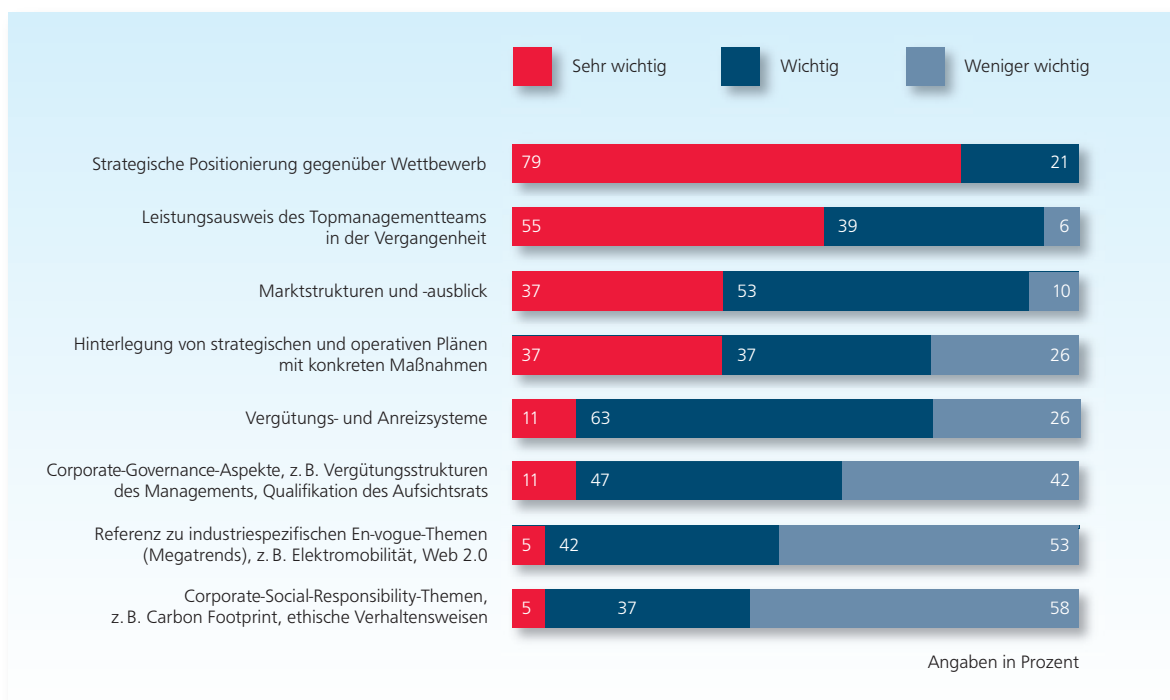


Abbildung 10: Bedeutung einzelner Equity-Story-Elemente

Abbildung 11:  
Darlegung  
einzelner Equity-  
Story-Elemente

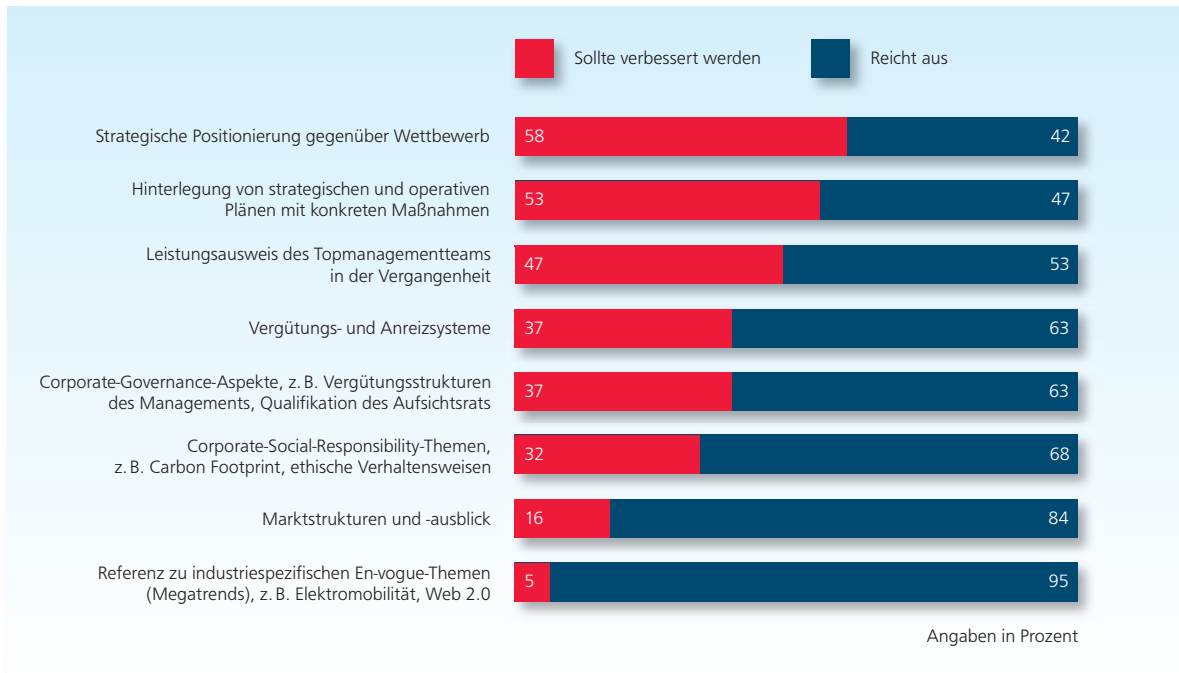
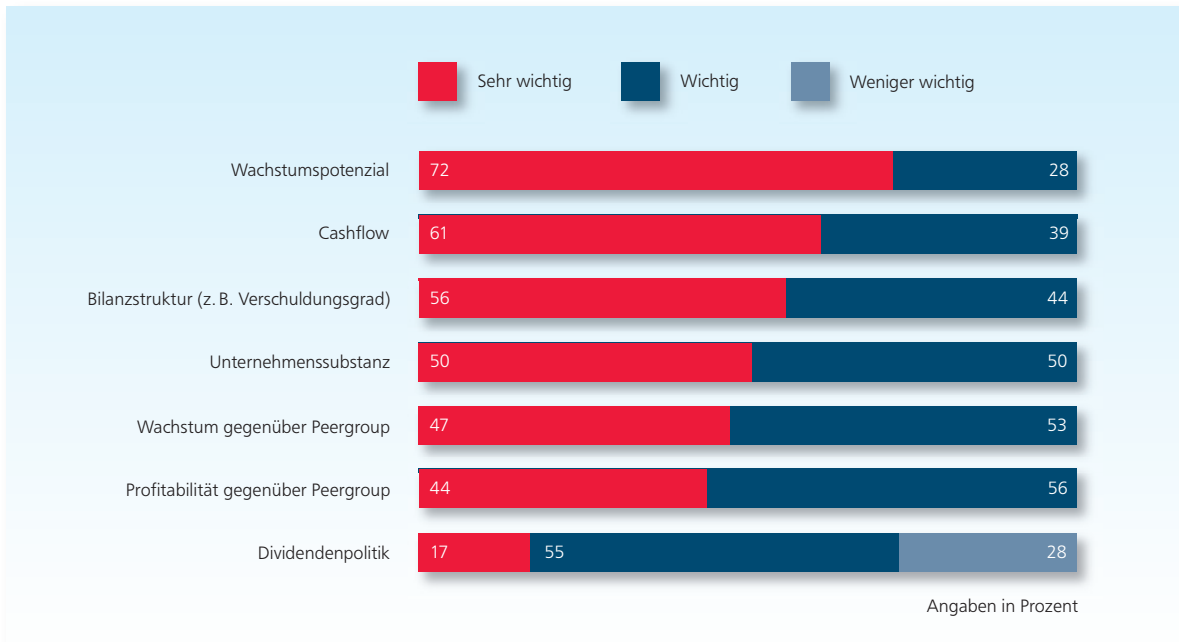


Abbildung 12:  
Bedeutung  
einzelner Finanz-  
größen für die  
IPO-Investment-  
Entscheidung



Knapp drei Viertel (72 Prozent) bezeichnen Angaben zum Wachstum (beziehungsweise Wachstumspotenzial) als sehr wichtig. Grundlegende Daten zu Cashflow und Bilanzstruktur halten knapp zwei Drittel (61 Prozent) beziehungsweise gut die Hälfte (56 Prozent) für sehr wichtig. Erstaunlich ist, dass mehr als ein Viertel (28 Prozent) die Dividendenpolitik als weniger wichtig erachtet. Damit nimmt das Thema Dividende den letzten Rang in der Reihenfolge der abgefragten Finanzgrößen ein. Auch beim Vergleich mit der Peergroup lässt sich erkennen, dass Fondsmanager eher an Fundamentaldaten interessiert sind. Zwar bezeichnet mehr als ein Drittel der Befragten (44 Prozent) die Profitabilität gegenüber der Peergroup als sehr wichtig, allerdings ist dies ein vergleichsweise geringer Wert.

Die Darstellung der Auswirkungen von Megatrends auf das emittierende Unternehmen, Corporate Social Responsibility (CSR) und Corporate Governance (CG) werden von den Asset Managern im Vergleich zu anderen Faktoren als weniger relevant bewertet. Das mag daran liegen, dass es dafür an allgemein akzeptierten Bewertungsmaßstäben fehlt (vergleiche Abbildung 13 und 14). Ethische Unternehmensführung ist gleichwohl für über zwei Drittel (68 Prozent) der Investoren besonders wichtig. Weniger als die Hälfte (42 Prozent) lässt das ökologische Verhalten der Kandidaten in die Beurteilung einfließen. Bei beiden genannten Themen geht die Mehrheit der Investoren allerdings davon aus, dass sie zukünftig noch wichtiger werden.

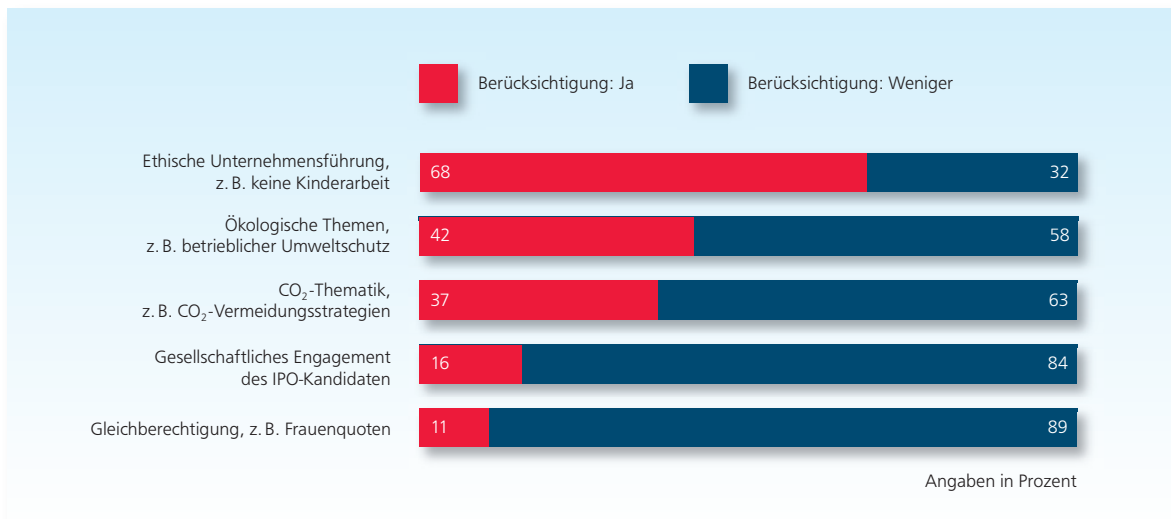
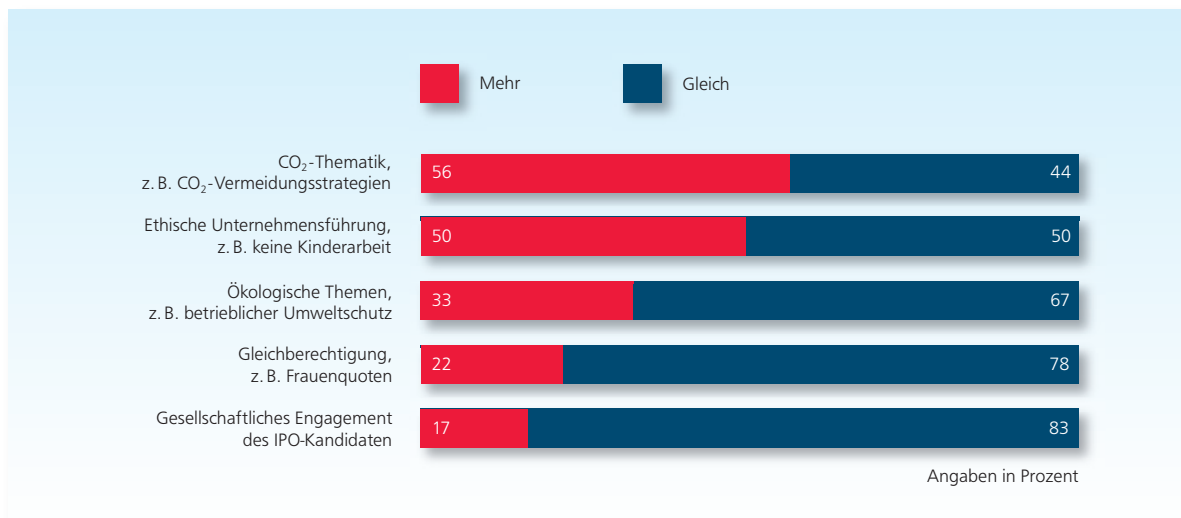


Abbildung 13: Bedeutung einzelner Corporate-Social-Responsibility-Themen für die Beurteilung eines IPO-Kandidaten

Die Intensität der jüngst öffentlich geführten Diskussion um die Gleichberechtigung und Repräsentanz von Frauen in Führungspositionen schlägt sich noch nicht in der Berücksichtigung durch Investoren bei der Beurteilung von IPO-Kandidaten nieder. Nur ein Teil der Anleger berücksichtigt das bei der Beurteilung des IPO bzw. will es in Zukunft stärker einfließen lassen. Das könnte darauf hindeuten, dass den Investoren allein rein fachliche Kriterien des Führungspersonals unabhängig von Geschlecht, Herkunft etc. wichtig sind.

In Summe kann konstatiert werden, dass CSR-Themen für die Investoren bei der Beurteilung von IPOs bislang eine eher untergeordnete Rolle spielen, künftig aber stärker in den Fokus rücken werden. Potenzielle Emittenten müssen sich bewusst sein, dass es sich bei vielen dieser Themen um Hygienefaktoren handelt, deren Übererfüllung nur schwer messbar ist und die kaum besonders honoriert wird (z. B. gesellschaftliches Engagement). Ihre Untererfüllung kann aber gravierende Konsequenzen bis hin zum Scheitern des IPO oder gar des Unternehmens haben.

Abbildung 14:  
Zukünftige Bedeutung einzelner Corporate-Social-Responsibility-Themen für die Beurteilung eines IPO-Kandidaten



## 4 Was zeichnet die Equity Story erfolgreicher IPOs aus?

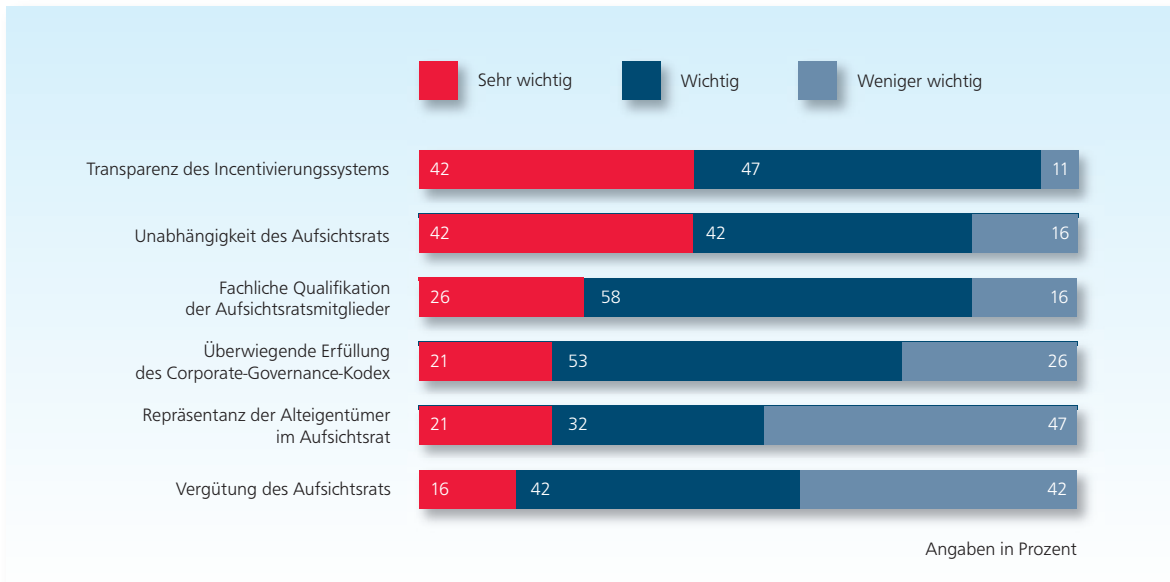


Abbildung 15: Bedeutung einzelner Corporate-Governance-Elemente für die Beurteilung eines IPO-Kandidaten

Unter den CG-Themen ist die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats für mehr als 40 Prozent der Investoren sehr wichtig (vergleiche Abbildung 15). Die Anzahl der Sehr-wichtig-Nennungen ist deutlich höher als im Fall der fachlichen Qualifikation des Aufsichtsrats. Das deutet darauf hin, dass eine fehlende Unabhängigkeit des Aufsichtsrats möglicherweise eine besondere Sorge der Investoren ist. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass der Free Float von IPOs regelmäßig unter 50 Prozent liegt, ist dies nicht verwunderlich: Ein niedriger Free Float und die damit verbundene starke Position der Alteigentümer macht einen unabhängigen Aufsichtsrat umso wichtiger. Dementsprechend verwundert es auch nicht, dass die Repräsentanz der Alteigentümer im Aufsichtsrat unter den CG-Themen den Investoren weniger wichtig ist (47 Prozent).

Im Hinblick auf den Aufsichtsrat dominiert das Bedürfnis der Investoren nach industrieerfahrenen Aufsichtsräten. 58 Prozent der Investoren halten die Erfahrung als Aufsichtsrat und mit dem Kapitalmarkt (74 Prozent) für wichtig beziehungsweise sehr wichtig (vergleiche Abbildung 16).

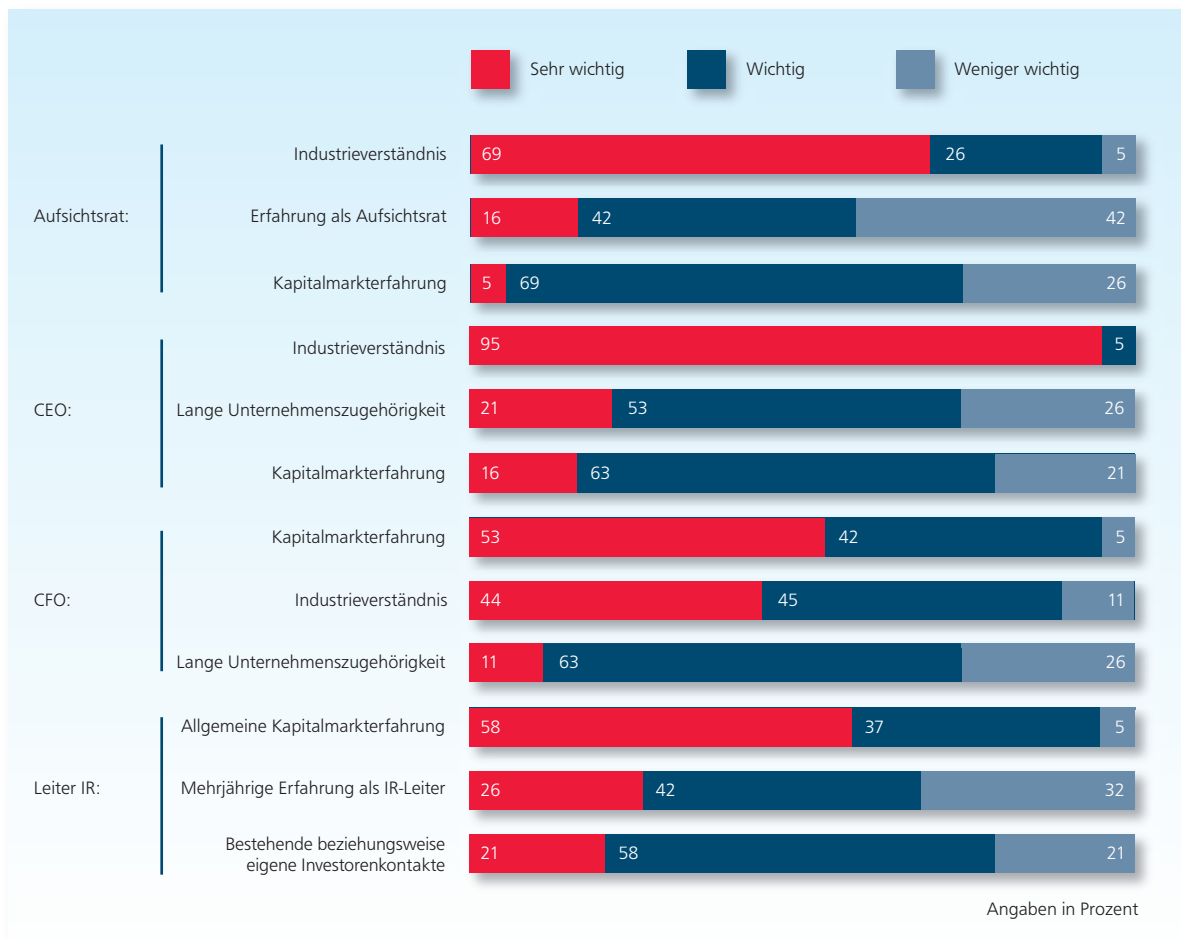
Beim CEO dominiert im Anforderungsprofil ganz klar das Industrieverständnis. Er steht für die erfolgreiche und nachhaltige strategische Positionierung des IPO-Kandidaten. Kapitalmarkterfahrung des CEO halten fast zwei Drittel (63 Prozent) der Investoren für wichtig. Die geringe Anzahl von Sehr-wichtig-Nennungen (16 Prozent) deutet darauf hin, dass eine nicht existente Kapitalmarkterfahrung aus Sicht der Investoren durch überlegenes Industrieverständnis und gegebenenfalls durch Training kompensiert werden kann.

Beim CFO ist Kapitalmarkterfahrung aus Sicht der Investoren beinahe unabdingbar (95 Prozent beurteilen diese als wichtig oder sehr wichtig). Bei der Dauer der Unternehmenszugehörigkeit sind die Investoren toleranter als beim CEO.

Aus Sicht der Investoren kommt dem Leiter der IR als täglichem Ansprechpartner besondere Bedeutung zu. Die geringe Anzahl von Sehr-wichtig-

Nennungen bei der mehrjährigen Erfahrung in vergleichbarer Position (26 Prozent) deutet darauf hin, dass IPO-Kandidaten nicht zwingend IR-Leiter von anderen börsennotierten Unternehmen abwerben müssen. Gegebenenfalls sind auch andere Kandidaten hierfür geeignet, sofern sie Kapitalmarkterfahrung (z. B. aus Tätigkeit als Banker) glaubhaft machen können.

Abbildung 16:  
Bedeutung einzelner Managementkompetenzen für ausgewählte Unternehmensvertreter



# Methodik

Gemeinsam haben der BVI Bundesverband für Investment und Asset Management e. V. und McKinsey & Company, Inc., institutionelle Investoren zu ihrer Einschätzung der zukünftigen Entwicklung des deutschen IPO-Markts und der Faktoren von erfolgreichen Börsengängen befragt. Die Ergebnisse dieser Studie beruhen im Wesentlichen auf einer schriftlichen Befragung der Mitglieder des BVI, durchgeführt zwischen Ende Mai und Mitte Juni 2011.

Von den 41 Gesellschaften beziehungsweise Gesellschaftsgruppen, an die der Fragebogen versandt wurde, haben 13 (32 Prozent) erklärt, prinzipiell nicht in IPOs zu investieren. Von den verbleibenden 28 Gesellschaften beziehungsweise Gesellschaftsgruppen haben 18 den Fragebogen beantwortet zurückgeschickt. Das entspricht

64 Prozent der in IPOs investierenden Gesellschaften beziehungsweise Gesellschaftsgruppen. Die Teilnehmer der Umfrage repräsentieren beinahe 90 Prozent (exakt 88,0 Prozent) des verwalteten Vermögens der befragten BVI-Mitglieder.<sup>4</sup>

Bei der Gestaltung des Fragebogens wurden Erkenntnisse aus Recherchen in Literatur und Medien zum Thema Börsengänge, Gespräche mit Stakeholdern am IPO-Prozess (z. B. Banken und Anwälte) und Interviews mit Investoren berücksichtigt. Insgesamt umfasste der Fragebogen 23 Fragen; ein Großteil davon bot Raum für freie Antworten. So hatten die Investoren die Möglichkeit, zusätzlich zu vorgegebenen Antwortauswahlmöglichkeiten ihre Meinung dezidiert zum Ausdruck zu bringen.

---

<sup>4</sup> Gemessen am durchschnittlichen Aktienanteil der Vermögen von in Deutschland aufgelegten Wertpapierpublikums- und -spezialfonds und unter Ausschluss der nicht in IPOs investierenden Gesellschaften beziehungsweise Gesellschaftsgruppen.

# Autoren

McKinsey & Company, Inc.  
Carl Wieandt, Partner  
Dr. Jan Krause, Associate Principal  
Johannes Kaar, Senior Associate

Kontakt:  
McKinsey & Company, Inc.  
Taunustor 2  
60311 Frankfurt am Main  
Tel. +49 69 7162-0  
[ipo-serviceline@mckinsey.com](mailto:ipo-serviceline@mckinsey.com)

BVI Bundesverband Investment  
und Asset Management e. V.  
Rudolf Siebel, LL.M, Geschäftsführer  
Frank Schöndorf, Abteilungsdirektor  
Panagiotis Siskos, Abteilungsdirektor

Kontakt:  
BVI Bundesverband Investment und  
Asset Management e. V.  
Eschenheimer Anlage 28  
60318 Frankfurt am Main

(Ab September 2011):  
Bockenheimer Anlage 15  
60322 Frankfurt am Main  
Tel. +49 69 154090-250  
[presse@bvi.de](mailto:presse@bvi.de)



BVI Bundesverband Investment  
und Asset Management e. V.  
Eschenheimer Anlage 28  
60318 Frankfurt am Main

(Ab September 2011):  
Bockenheimer Anlage 15  
60322 Frankfurt am Main  
Tel. +49 69 154090-0  
Fax +49 69 5971406  
<http://www.bvi.de>

## McKinsey&Company

McKinsey & Company, Inc.  
Taunustor 2  
60311 Frankfurt am Main  
Tel. +49 69 7162-0  
Fax +49 69 7162-5700  
<http://www.mckinsey.de>