

ZEITSCHRIFT FÜR FAMILIENUNTERNEHMEN UND STRATEGIE

RECHT – MANAGEMENT – FAMILIE – STIFTUNG – VERMÖGEN

AUFSÄTZE

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen
Dr. Stephan Mahn

Familienunternehmen und Börsengang in
Deutschland: Praxisbeispiel Pfisterer Holding SE

Dr. Florian Reinhart
Dr. Natalie Monka

Eintragungen im Stiftungsregister

Prof. Dr. Sven Cravotta

Internationalisierungsstrategien in Zeiten
geopolitischer Spannungen

Prof. Dr. Tom A. Rüsen
Magdalena Wendt

Prof. Dr. Anne K. Heider

Die Rolle der Ehe- und Lebenspartner
in Unternehmerfamilien

STICHWORT KONFLIKTPSYCHOLOGIE

Dr. Franziska v. Kummer
Prof. Dr. Arist v. Schlippe

Schwierige Sensibilität

RECHTSPRECHUNG

Prof. Dr. Rainer Lorz
Dr. Paul Metz

Neues zur Zurechnungsbesteuerung bei
ausländischen Familienstiftungen (und Trusts)



FAMILIENUNTERNEHMEN UND BÖRSENGANG IN DEUTSCHLAND: PRAXISBEISPIEL PFISTERER HOLDING SE

ERFOLGSFAKTOREN, HERAUSFORDERUNGEN UND STRATEGISCHE LEHREN AUS EINEM GELUNGENEN IPO

VON PROF. DR. WOLFGANG BLÄTTCHEN UND DR. STEPHAN MAHN

ABSTRACT

Die Anzahl der IPOs in Deutschland war über die letzten Jahre gering. Der Börsengang von Pfisterer jedoch zeigt, dass erfolgreiche Erstplatzierungen in Deutschland möglich sind. Entscheidend sind eine gründliche Vorbereitung, ein hoch motiviertes Führungsteam mit einer überzeugenden „Story“ und viele Investorengespräche im Vorfeld, um die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarkts für die Aktie gut vorzubereiten. Wenn das IPO gelingt, kann die Wachstumsfinanzierung mit Eigenkapital unabhängig von Diversifikationsentscheidungen der Gesellschafter erfolgen. So kann der Grundstein für eine strategische Unternehmensnachfolge gelegt werden.

I. Ziel und Hintergründe

Am 14. Mai 2025 war es so weit. Vorstand, Aufsichtsrat, weitere Führungskräfte sowie Banker und Berater starteten wie gebannt auf einen Schirm im Saal der Frankfurter Wertpapierbörse, auf dem gleich der erste Kurs zu sehen sein würde: 30 EUR! Der „Lohn“ für viele Monate intensive Vorbereitungen, nervenaufreibende Diskussionen, lange Tage und kurze Wochenenden. Die Begeisterung im Saal war mit Händen zu greifen, nachdem beide Vorstände „unter Aufsicht des Aufsichtsratsvorsitzenden“ den Kurs durch ein gemeinsames lautstarkes Schwingen mit der Glocke „eingeläutet“ hatten¹. Immer-

hin lag der erste Preis im Handel damit rund 11 % über dem Platzierungspreis von 27 EUR pro Aktie, zu dem am Tag zuvor insgesamt ca. 6,9 Mio. Aktien veräußert worden waren, davon 3,5 Mio. Aktien aus einer Kapitalerhöhung, mit der die Pfisterer Holding SE rund 95 Mio. EUR erlöst hat. Einem breiten Publikum aus institutionellen Investoren aus dem In- und Ausland sowie zahlreichen Privatpersonen „gehören“ von nun an rund 39 % an dem Unternehmen, dessen Wert an der Börse an diesem Tag mit ca. 540 Mio. EUR taxiert wurde.

Der Mittelzufluss war für die Pfisterer Gruppe hochwillkommen, um in dem stark wachsenden Markt für das Isolieren und Verbinden elektrischer Leiter an den Schnittstellen in Stromnetzen die notwendigen Investitionen in Technik und Kapazitäten vorzunehmen. Seit einiger Zeit nehmen die weltweiten Investitionen in das elektrische Leitungsnetz stark zu, sei es, um den wachsenden Energiebedarf in Schwellenländern und für eine steigende Anzahl an Datenzentren zu decken, sei es, um die Energienetze für die Energiewende aus- und aufzurüsten oder seit Langem aufgestaute Instandhaltungsinvestitionen durchzuführen. Die Presse berichtet von über vierjährigen Wartezeiten bei Bestellung neuer Transformatoren². Ein vom Unternehmen beauftragtes Gutachten von Roland Berger³ kommt zu dem Ergebnis, dass der Markt für Pfisterer-Produkte im Schnitt der nächsten Jahre weltweit um mehr als 11 % p.a. wächst. Mehrstündige Stromausfälle am Flughafen von London Heathrow oder in großen Teilen Spaniens und Portugals machen offensichtlich, was es bedeutet, wenn kritische Infrastruktur versagt.

Noch bis vor wenigen Jahren waren die Auftragseingänge eher schleppend, und sowohl eine nicht passende Akquisition als auch eine verzögerte Inbetriebnahme einer Produktionsverlagerung waren zu verdauen. Gerade erst war die dadurch ent-

1 Der Aufsichtsratsvorsitzende als einer der beiden Autoren dieses Beitrags dankt den Vorständen Johannes Linden und Dr. Konstantin Kurfiss sowie dem Projektteam für die großartige Leistung bei der Vorbereitung des IPO.

INHALT

- I. Ziel und Hintergründe
- II. Was ermöglicht das IPO?
 1. Eigenkapital für immer und wiederkehrende Kapitalzufuhr
 2. Trennung von Eigenkapital und Eigentum
 3. Regelung der Unternehmensnachfolge
 4. Teilrealisierung durch Gründerfamilien
 5. Mehr Risikotragfähigkeit, verbessertes Standing
 6. Erhöhte Attraktivität für Mitarbeiter, Fachkräfte und Management
 7. Transparente Informationspolitik
- III. Voraussetzungen und Erfolgsfaktoren eines IPO
 1. Unternehmensgröße und Platzierungsvolumen
 2. Markt, Strategie und Strukturen
 3. Professionelles Projektmanagement
 4. Realistisches Zeit- und Kostenbudget
 5. Aufnahmefähige Märkte und Erwartungsmanagement
- IV. Fazit und Schlussfolgerungen für Aspiranten

2 n-tv.de (2025).

3 Pfisterer (2025), 9.1. Market.

Überblick IPO-Facts Pfisterer

Emission	
Emittentin	Pfisterer Holding SE
Börse/Segment	FSE/Scale (Open Market)
Angebot (in Mio. Aktien)	
▪ Kapitalerhöhung	3,50
▪ Umplatzierung I	1,69
▪ Umplatzierung II („Upsize“)	1,00
▪ Greenshoe (Umplatzierung)	0,78
ITF	24. April 2025
Öffentliches Angebot	6.–12. Mai 2025
DirectPlace-Angebot	8.–12. Mai 2025
Bookbuildingspanne	25–29 EUR
Ausgabekurs	27,00 EUR
Pre-Money Equity Value (Mio. EUR)	394
Post-Money Equity Value (Mio. EUR)	489
Emissionsvolumen (Mio. EUR)*	188
Kapitalerhöhung (Mio. EUR)	95
Umplatzierung (Mio. EUR)	94
Mitarbeiterbeteiligung im IPO**	54 %
Erstnotiz	14. Mai 2025
Erster Kurs	30,00 EUR

Aktionärsstruktur		
Aktionär	Vor IPO	Nach IPO*
K.H. Pfisterer	69 %	46 %
A.D. Stängel	26 %	13 %
Vorstand/Aufsichtsrat	5 %	3 %
Free Float	0 %	39 %

Kennzahlen			
	2022	2023	2024
(Mio. EUR)	HGB	IFRS	IFRS
Umsatz	288,8	334,1	383,1
EBITDA (adj.)	13,1	52,3	64,6
Marge	4,5 %	15,6 %	16,9 %
EBIT	6,7	41,6	48,0
EBT	0,5	33,3	44,3
Jahresüberschuss	-0,1	25,9	33,8
Eigenkapital	12,6	43,9	83,7
Net Fin. Debt	45,9	63,9	45,1

Lock-up-Vereinbarungen	
▪ Emittentin	180 Tage
▪ Hauptaktionäre	180 Tage
▪ Vorstand/Aufsichtsrat	360 Tage

Involvierte Parteien	
Bankenkonsortium	Berenberg Commerzbank/Oddo LBBW ICF
Anwälte Emittentin	Covington & Burling Hoffmann Liebs
Anwalt Banken	A&O Shearman
Wirtschaftsprüfer	BDO
IR-Agentur	edicto

Abb. 1; *) inkl. Greenshoe und Umplatzierung II; **) 545 oder 54 % der angesprochenen Mitarbeiter nahmen an einem speziellen Bezugsangebot für Mitarbeiter teil; Quelle: Prospekt, Bekanntmachungen

standene „Delle“ in Kapital und Ergebnis ausgebügelt, und nun erwarteten Kunden und Netzbetreiber von Pfisterer, sich zu einem deutlichen Wachstum zu verpflichten. Das primäre Ziel des IPO war neben der Finanzierung des Wachstums auch die Regelung der unternehmerischen Nachfolge. Karl-Heinz Pfisterer, der Enkel des Gründers, hatte sich mit zwischenzeitlich über 80 Jahren bereits im Sommer 2023 im Rahmen der Umwandlung in eine SE aus dem Aufsichtsrat zurückgezogen und hat selbst keine Nachkommen. Bereits seit vielen Jahren verantwortet ein familienfremder Vorstand und seit 2023 ein familienfremder Aufsichtsrat die Leitung des Unternehmens. Gleichzeitig war und ist es für Herrn Pfisterer ein Herzensanliegen, dass Pfisterer die Position der Unabhängigkeit als Unternehmen von „großen“ Netzbetreibern und „großen“ Kabelherstellern behält, um die eigene technologische Kompetenz in der „Nische“ optimal zum Einsatz bringen zu können.

II. Was ermöglicht das IPO?

IPOs sind in Deutschland nicht selbstverständlich. Nur jeweils drei deutsche Unternehmen gingen in den Jahren zwischen 2022 und 2024 mit einem öffentlichen Angebot an die Deutsche Börse⁴. Und da die Zahl der Delistings größer ist als die Zahl der Neuzugänge, notieren Ende 2024 noch 750 Unterneh-

men nach 804 Ende 2022⁵. Da gerät schnell aus dem Blick, welche Vorteile die Börse den Unternehmen bringt:

1. Eigenkapital für immer und immer wiederkehrende Kapitalzufuhr

(Fast) nur an der Börse gibt es Eigenkapital für immer. Auch wenn in einem nicht-notierten Familienunternehmen eine junge Generation zur Unternehmensnachfolge bereitsteht, stellt sich in der Erbfolge einer Familie die Frage, ob diese auch „will“ und „kann“. Vielleicht entwickelt ein erfolgreicher Unternehmer irgendwann einmal andere Prioritäten und möchte nach erfolgreicher Tätigkeit „Kasse machen“. In der Regel geht dann das Unternehmen in andere Hände über. Und die immer zahlreicher gewordenen Private-Equity-Funds sind Eigentümer auf Zeit, da ihre Fondsstrukturen nach einer mehrjährigen Haltedauer zu einem Verkauf zwingen. Im Gegensatz dazu hat die Börse keine begrenzte Lauf- oder Lebenszeit. Hinzu kommt, dass ein erfolgreiches Unternehmen in der Regel immer wieder auf den Kapitalmarkt zugehen kann⁶, um zusätzliches Wachstumskapital einzuwerben. So betrug das Follow-on-Emissionsvolumen börsennotierter deutscher Emittenten im Jahr 2024 beispielsweise 9,8 Mrd. EUR (einschließlich Wandelanleihen), während im selben Jahr am

4 Blättchen Financial Advisory Datenbank.

5 Rieger (2025).

6 Blättchen/Nespethal (2018).



deutschen Kapitalmarkt ein IPO-Volumen von „nur“ 1,5 Mrd. EUR platziert wurde.⁷

2. Trennung von Eigenkapital und Eigentum

Die Börse kann deshalb Eigenkapital „für immer“ bereitstellen, weil die Aktien an zahlreiche Aktionäre gestreut sind und die Aktien immer wieder ihren Halter wechseln können, ohne das Unternehmen dadurch selbst in „Mitleidenschaft“ zu ziehen. Anders als im „Private Market“ wird das notierte Unternehmen täglich, zu kleinen Anteilen „ge- und verkauft“, also auf einem „Marktplatz Börse“ gehandelt.

3. Regelung der Unternehmensnachfolge

In vielen traditionsreichen Unternehmen gibt es gute Erfahrungen mit der Fremdgeschäftsführung. Insofern ist die Trennung zwischen Eigentum und Geschäftsleitung nichts, was erst ein börsennotiertes Unternehmen ermöglicht. Aber die Börse macht es bedeutend leichter, diese Trennung insbesondere mit dem Vorstand und Aufsichtsrat zu leben, da die Vertragsdauern kurz sein können und damit Performance in den Mittelpunkt rückt. Dazuhin können die Finanzierungs- und Dividendenentscheidungen des Unternehmens unabhängiger von den Groß- oder Familienaktionären getroffen werden. So kann z.B. ein Unternehmen im Wege einer Barkapitalerhöhung weitere Mittel einwerben und bestehende Großaktionäre darauf verzichten, sich daran zu beteiligen. Bei der Pfisterer Holding SE kam ein weiterer Aspekt hinzu: Der langjährige Unternehmenslenker Karl-Heinz Pfisterer hat keine eigenen Kinder und entschieden, seinen Aktienbesitz im Falle seines Ablebens an eine von ihm und seiner Frau gegründete Stiftung zu vererben. In diesem Fall tritt die KAP Stiftung an seine Stelle als Großaktionär der Pfisterer Holding SE. Da es sich um eine gemeinnützige Stiftung handelt, wird auch keine Erbschaftsteuer fällig.

4. Teilrealisierung durch Gründerfamilien

Groß- oder Familienaktionäre in notierten Unternehmen können ihren Anteilsbesitz auch teilweise veräußern oder als Sicherheit verwenden, um einen Kredit zu erhalten. Diese Möglichkeit der Umplatzierung besteht zum einen im IPO selbst: So betrug der Anteil der Umplatzierung am gesamten Emissionsvolumen im Schnitt der 29 deutschen IPOs zwischen 2020 und Mai 2025 ohne das IPO der Porsche AG immerhin 57 % (jeweils ohne Greenshoe).

Daneben besteht die Möglichkeit späterer Umplatzierungen. Ein Beispiel hierfür ist die Veräußerung von 1,5 Mio. Aktien

der Heidelberg Materials AG für 263 Mio. EUR am 29. Mai 2025 innerhalb nur weniger Minuten im Bookbuilding-Verfahren, die die Anteilsquote des Großaktionärs Ludwig Merckle um 1 % auf 27,6 % reduzierte⁸. Derartige Möglichkeiten stehen im nicht notierten Unternehmen in der Regel nicht zur Verfügung.

Auch eine Erbschaftsteuer könnte im Bedarfsfall durch Platzierung eines Aktienpakets bezahlt werden. Dies umso mehr, wenn die von Ökonomen geforderte „Flat Tax“ die heute ungleiche Behandlung von unterschiedlichen Vermögensarten angleichen sollte⁹. Damit ließe sich auch die schon über viele Jahre anhaltende Diskussion über „Verschonungsregeln“ für Betriebsvermögen beenden, ohne die Familienunternehmen angeblich überfordert wären, da die Erbschaftsteuer „... nur aus der vorhandenen Substanz“ der Unternehmen beglichen werden könne, die so ihre „Kreditwürdigkeit“ verlieren könnten¹⁰. Hier böte die Börsennotierung einen Ausweg, der gepaart mit einer einheitlichen Flat Tax und einer Stundungsregel die Zahlung der Erbschaftsteuer durch vertragliche Umplatzierungen vom Unternehmen entkoppeln würde.

Im Pfisterer-IPO haben die Altaktionäre fast 50 % des Emissionsvolumens bestritten und in Summe ca. 3,4 Mio. Aktien für ca. 94 Mio. EUR umplatziert. Dennoch blieb Herr Pfisterer nach IPO mit mehr als 46 % der mit Abstand größte Aktionär des Unternehmens.

5. Mehr Risikotragfähigkeit, verbessertes Standing

Mit dem IPO fließt dem Unternehmen in der Regel externes Eigenkapital zu. Damit verbessert sich die Eigenkapitalquote des Unternehmens. Im Schnitt der deutschen IPOs zwischen 2020 und Mai 2025 erhöhte sich die Eigenkapitalquote durch das IPO von 27 % auf 48 %¹¹. Auf dieser Basis verbessern sich auch das Rating und die Kreditwürdigkeit. Auch ist es möglich, mit diesem Kapital andere, ggf. risikoreichere Investitionen („neue Geschäftsmodelle“) durchzuführen, für die eine Fremdfinanzierung nicht in Betracht kommt.¹²

6. Erhöhte Attraktivität für Mitarbeiter, Fachkräfte und Management

Mit der Börsennotiz stehen dem Unternehmen neue Möglichkeiten der Incentivierung und Beteiligung von Mitarbeitern und Führungskräften zur Verfügung¹³. Auf Basis der vergangenen zehn Jahre ergibt sich folgendes Bild (s. Abb. 2).

⁸ Ruhkamp (2025).

⁹ Löhr/Pennekamp (2025).

¹⁰ Kormann/Blumers (2025).

¹¹ Blättchen Financial Advisory Datenbank.

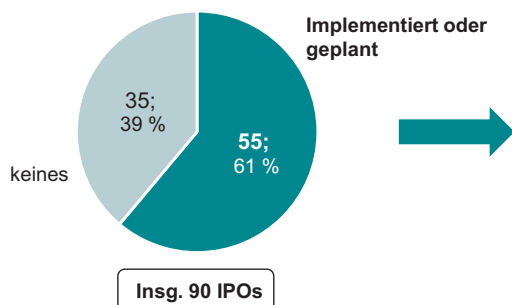
¹² Blättchen/Nespethal (2017).

¹³ Blättchen/Mahn (2022).

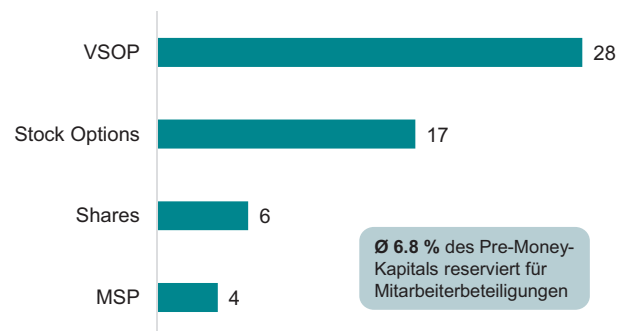
⁷ 7 Blättchen Financial Advisory Datenbank.

Mitarbeiterincentivierung zum IPO 2014 – 2024*

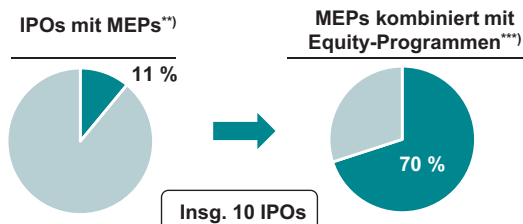
ESOP gewährt zum IPO



Instrumente



Management Equity Programme (MEP) zum IPO



Legende

- 4) **Virtual-Stock-Option-Programme (VSOPs)**, die mit „Stock Appreciation Rights“, „Restricted Share Units“ oder „Performance Share Units“ gesettlet werden
- 5) **Matching-Stock-Programme (MSPs)**, die für den Erhalt von (virtuellen) Optionen den Besitz von Aktien voraussetzen

Abb. 2; *) ohne Listings; **) von insgesamt 90 IPOs; ***) virtuelle und „echte“ Optionsprogramme;
Quelle: Blättchen Financial Advisory Datenbank

Bei Pfisterer war das Thema besonders breit gefächert. So konnten z.B. die Mitarbeiter an wichtigen Standorten nicht nur im Wege einer bevorrechtigten Zuteilung an der Zeichnung der Aktie teilnehmen, die Gesellschaft hat die Zeichnung sogar mit einem Betrag von bis zu 2.000 EUR pro Mitarbeiter bezuschusst. In Deutschland ist das aufgrund der Regelungen in § 3 Nr. 39 EStG seit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz sogar steuer- und sozialabgabenfrei möglich. Entsprechend haben sich 545 Mitarbeiter im In- und Ausland oder 54 % der angesprochenen Belegschaft auf diese Weise an dem IPO beteiligt. Viele Beschäftigte haben bei dieser Gelegenheit häufig zum ersten Mal überhaupt eine Aktie erworben.

Im Vorfeld des IPO wurde in Anlehnung an Erfahrungen anderer Emittenten ein „virtuelles Optionsprogramm“ (VSOP) an die durch die Vorbereitungen besonders belasteten Führungskräfte ausgegeben, um sie im Hinblick auf das arbeitsaufwendige IPO zusätzlich zu motivieren und an das Unter-

nehmen zu binden. Mit dem Erfolg des IPO konnten sich die betreffenden Führungskräfte über die Teilnahme an diesem Programm freuen, da die Teilnehmer die ersten 50 % der virtuellen Optionen auf Basis des Ausübungskurses zum Emissionspreis einlösen und die weiteren jeweils 25 % in den beiden Folgejahren vom Kurserfolg profitieren können. Für die zwei Folgetranchen zählt der zum Stichtag jeweils vorherrschende Börsenkurs¹⁴.

Zusätzlich zu diesen Incentivierungsmaßnahmen wird die Vergütung für Führungskräfte mit einem echten Optionsprogramm erweitert. Diese Optionen werden nach dem IPO rollierend jährlich als „Long-Term Incentive“ („LTI“) ausgegeben.

Dabei gilt eine Wartezeit, die in Deutschland bei der Ausgabe von Optionen mit mindestens vier Jahren lang bemessen

14 Pfisterer (2025), 11.3. Virtual Share Option Program.



ist, bis Inhaber ihre Optionen ausüben dürfen. Im Falle Pfisterer muss für den Vorstand der Aktienkurs nach vier Jahren den Kurs bei Ausgabe um mindestens 30 % übersteigen, und zusätzlich muss die Performance der Pfisterer-Aktie die des SDAX als Vergleichsmaßstab mindestens erreichen. Auf Vorstandsebene gibt es neben der Fixvergütung noch einen „Short-Term Incentive“ („STI“), der sich jährlich anhand der Zielerreichung im Hinblick auf finanzielle Kennzahlen (operativer Cashflow und EBITDA-Marge) sowie ESG-Rating bemisst¹⁵. Weiter kommen hier noch „Share Ownership Guidelines“ hinzu, in denen sich der amtierende Vorstand verpflichtet, unmittelbar nach Börsengang mindestens 300 % und zu dem folgenden jährlichen Zieldatum jeweils mindestens 250 % des jährlichen Bruttofixgehalts als Gegenwert in Pfisterer-Aktien zu halten¹⁶.

All diese Vergütungselemente verfolgen das Ziel, die Vergütung der Unternehmensführung über einen längeren Zeitraum an die Performance der Aktie zu binden und damit einen Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Führungskräften zu vermeiden oder zu begrenzen, sodass alle an „einem Strang ziehen“.

15 Pfisterer (2025), 16.2.3.2. Compensation System and Benefits.

16 Pfisterer (2025), 16.2.3.3. Share Ownership Guideline.

7. Transparente Informationspolitik

Als börsennotiertes Unternehmen kann man seine Ergebnisse, seien sie gut oder schlecht, nicht „verstecken“. Vielmehr gibt das Börsensegment vor, wie viel Zeit man hat, um die Öffentlichkeit über das abgelaufene Geschäftsjahr zu informieren, und in welcher Form. Darüber hinaus sind unterjährige Berichte gefordert, in EU-regulierten Marktsegmenten nach den internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS. Dabei steht es jedem Emittenten frei, aus eigenem Antrieb mehr zu tun als erforderlich. So hat sich Pfisterer in seinem Wertpapierprospekt dazu verpflichtet, trotz eines Listings im nicht EU-regulierten Scale-Segment innerhalb des Freiverkehrs der Deutschen Börse freiwillig nach IFRS mit Umsatzkostenverfahren zu berichten, und zwar mit den Offenlegungspflichten eines Prime-Standard-Unternehmens einschließlich Quartalsberichten. Das Scale-Segment wurde ausgewählt, da der in den Wertpapierprospekt aufzunehmende Jahresabschluss des Jahres 2022 nicht nach IFRS, sondern nur nach HGB vorlag. Im regulierten Markt wäre auch für 2022 ein IFRS-Abschluss erforderlich gewesen. Darüber hinaus muss Pfisterer im Scale z.B. den „Deutschen Corporate Governance Kodex“ nur freiwillig beachten, keinen Vergütungsbericht erstellen, und die Aktionäre brauchen auch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)

Corporate-Governance-Anforderungen per Gesetz vs. Pfisterer

		Pfisterer	„Freiverkehr“**	Regulierter Markt**
Reporting	Anwendung internationale Rechnungslegung wie IFRS (§ 37y WpHG)	✓	-	✓
	Bilanzeit der Geschäftsführung für Jahres- u. Zwischenabschluss (§ 37v, y WpHG)	✓	-	✓
	Aufnahme Entsprechenserklärung DCGK im Jahresabschluss und Internet (§§ 289 AktG, 161 AktG)	-	-	✓
	Corporate-Social-Responsibility-(CSR-)Berichte (§§ 289b HGB)	✓	-	✓ ***
	Ausweitung der Erklärung der Unternehmensführung um weitere Diversitätsangaben (§§ 289 f. HGB)	-	-	✓ ***
	Individualisierte Angaben zu den Vorstandsbezügen (§ 285 Nr. 9 und § 314 Abs. 1 Nr. 6 HGB) und Erstellung eines separaten aktienrechtlichen Vergütungsberichts (§ 162 AktG)	tlw	-	✓
Transparenz	Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)	✓	✓	✓
	Mitteilung Directors' Dealings (Art. 19 MAR)	✓	✓	✓
	Führung Insiderverzeichnisse (Art. 18 MAR)	✓	✓	✓
	Mitteilung von Veränderungen der Stimmrechtsanteile (§ 21 WpHG)	-	-	✓
	Beachtung Verbot von Insidergeschäften (Art. 8 MAR)	✓	✓	✓
	Beachtung Verbot von Marktmanipulationen (Art. 15 MAR)	✓	✓	✓
WpÜG	Anwendung des WpÜG, insb. Pflichtangebot bei Mehrheitserwerber (30 %-Schwelle)	-	-	✓
Organpflichten	Fachliche Besetzung des Aufsichtsrats/Prüfungsausschusses (§ 100 Abs. 5 AktG, § 107 AktG)	✓	-	✓
	Nachhaltigkeit (Langfristigkeit) der Vorstandsvergütung (§ 87 AktG)	tlw	-	✓
	Karenzzeit von Vorstandsmitgliedern (zwei Jahre) für den Wechsel in den Aufsichtsrat (§ 100 AktG)	-	-	✓
	„Advisory Vote“ der HV bezüglich Höhe der Vorstandsvergütung (§ 120 Abs. 4 AktG)	-	-	✓
	Verjährungsfristverlängerung für Schadensersatz von fünf auf zehn Jahre (§ 93 Abs. 6 AktG)	5 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	Angemessenheit der Gesamtbezüge des Vorstands (§ 87 AktG)	✓	✓	✓
	Persönliche Haftung des Aufsichtsrats bei unangemessenen Vorstandsbezügen (§ 116 AktG)	✓	✓	✓
	Schadensselbstbehalt bei Abschluss D&O-Versicherung des Vorstands (Selbstbeteiligung 10 % der Schadenssumme bzw. 1,5 x Jahresfixgehalt gemäß § 93 AktG)	✓	✓	✓

Abb. 3; *) im Sinne einer Notierungsaufnahme im Freiverkehr/Open Market sowie innerhalb Exchange-Regulated-Market-Segmente wie Scale; **) im Sinne des WpHG („Regulierter Markt“); ***) mit mehr als 500 Arbeitnehmern;
Quelle: WpHG, AktG, HGB, MAR (Marktmissbrauchsverordnung)

nicht zu beachten. Letzteres ist relevant, da Karl-Heinz Pfisterer seinen 46 %-Anteil mit seinem Ableben an eine Stiftung vererben möchte, woraus mit dem Überschreiten der 30 %-Schwelle keine Pflicht zur Abgabe eines Angebots an alle anderen Aktionäre erwachsen soll. Dem Emissionserfolg hat die Wahl des Segments jedenfalls keinen Abbruch getan, da vor allem den internationalen Reportinganforderungen gefolgt wird.

Darüber hinaus steht der Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft nicht nur in Investorengesprächen, sondern auch auf der öffentlichen Hauptversammlung regelmäßig Rede und Antwort. Sollten während des Jahres wichtige Ereignisse die Gewinnaussichten des Unternehmens deutlich beeinflussen, so unterliegt das notierte Unternehmen einer sogenannten Ad-hoc-Pflicht, um zu verhindern, dass wesentliche Informationen in der Öffentlichkeit ungleich verteilt sind.

In Summe führt das zu einer deutlich transparenteren Außen-darstellung eines börsennotierten Unternehmens, das damit nicht nur für seine Aktionäre, sondern auch für Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten und die gesamte Öffentlichkeit deutlich „nahbarer“ wird.

III. Voraussetzungen und Erfolgsfaktoren eines IPO

1. Unternehmensgröße und Platzierungsvolumen

Sicherlich ist der Kapitalmarkt nicht für jedes Unternehmen geeignet. Ein skalierbares Geschäftsmodell und eine gewisse Mindestgröße sind erfahrungsgemäß wichtige Voraussetzungen. Insbesondere bei letzterem Aspekt existieren sehr unterschiedliche Einschätzungen. Während vor allem Vertreter großer internationaler Investmentbanken die Größenordnungen häufig am liebsten im Milliardenbereich verorten würden, ist vielen Unternehmen auch mit Emissionserlösen im zweistelligen Millionenbereich ein wichtiger Weg zum Wachstum geebnet.

Allerdings will ein Volumen auch platziert werden. Beispielsweise verfügt Schweden über einen Markt für kleine Unternehmen – so gab es in dem Zeitraum zwischen 2016 und 2023 in Schweden mit ca. einem Achtel der Bevölkerung 508 IPOs und damit etwa siebenmal so viele wie in Deutschland im selben Zeitraum¹⁷. Das liegt unter anderem daran, dass das Altersvorsorgesystem in Schweden teilweise auf Investments in den Aktienmarkt aufgebaut ist und auch der Aktienbesitz unter Privatanlegern in Schweden eine weit höhere Bedeutung hat als in Deutschland. Die meisten IPOs deutscher Unternehmen sind auf große internationale Investoren mit Sitz in UK oder anderen internationalen Standorten angewiesen. Häufig sind die institutionellen Investoren aus Deutschland nur minderheitlich an der Platzierung beteiligt und Privatanleger haben in Deutschland traditionell leider¹⁸ eher eine untergeordnete Rolle im einstelligen Prozentbe-

reich. Bei Pfisterer beispielsweise betrug das Platzierungsvolumen einschließlich Umplatzierung ca. 190 Mio. EUR. Von dem Gesamtvolumen gingen nur 3 % an klassische Privatanleger.

2. Markt, Strategie und Strukturen

Um Investoren von einem IPO zu überzeugen, muss das Unternehmen in einem Markt tätig sein, der Wachstumsfantasie besitzt. Im Falle von Pfisterer war das durch den weltweit wachsenden Strombedarf, die Instandhaltungsbedürftigen Stromnetze und die in Umsetzung befindliche Energiewende gut zu vermitteln.

Darauf aufbauend muss das Management und vor allem der Vorstand den Investoren ein strategisches Konzept nahebringen, das die Möglichkeiten des wachsenden Markts nutzt und mit Aussagen unterlegt, die plausibel und glaubwürdig sind. Dies ist meist mühevoll und hat den Vorstand zusammen mit den Emissionsbanken zwischen Dezember und Mitte Mai zu mehr als 150 sogenannten Pilotfishing- und Investor-Education-Gesprächen geführt. Gleichzeitig muss das Rechnungswesen in der Lage sein, die Zahlen in der erforderlichen Tiefe und Frist abzubilden. Vorstand und Topmanagement müssen sich darauf einstellen, auch nach dem IPO einen großen Teil ihrer Zeit Gesprächen mit Analysten, Journalisten und Investoren zu widmen. Eine kompetente IR-Verantwortung ist hier wichtig.

3. Professionelles Projektmanagement

Hier empfiehlt sich eine zentrale Projektverantwortung im und nah am Vorstand. Man sollte mit einem erfahrenen „Coach“ sprechen, der diesen Prozess bereits mehrmals durchlaufen hat. In wenigen Wochen nach Start der Überlegungen kann mit diesem ein Bild zusammengetragen werden, um eine To-do-Liste zu erstellen und eine Idee zu bekommen, wie viel Zeit und welche internen und externen Ressourcen notwendig sind. Dies betrifft die unterschiedlichsten Bereiche: Gibt es ein strategisches Wachstumskonzept, das angesichts erwarteter Marktentwicklungen vermittelbar ist? Liegt eine kapitalmarktfähige Rechtsstruktur mit der passenden „Corporate Governance“ vor? Welcher Kapitalbedarf und welche Planung lassen sich erarbeiten? Was muss in Compliance, Rechnungswesen und Controlling investiert werden, um den Anforderungen gerecht zu werden? Welche Platzierungsziele verfolgen die Gesellschafter? In welchem zeitlichen Rahmen möchte man ans Ziel gelangen? Welche Berater, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer und IR-Berater soll man auswählen? Wie möchten die Aktionäre in den Gremien repräsentiert werden? Für all diese Fragen muss man ein Gefühl bekommen, um einen realistischen Maßnahmenplan aufstellen zu können. Und man muss es nicht allein tun. Man braucht ein starkes Managementteam im und um das Unternehmen, das die Dinge vorantreibt, auch neben dem aufreibenden Tagesgeschäft.



¹⁷ Kuhn/Guntrum (2025).

¹⁸ Blättchen/Nespethal (2016).

4. Realistisches Zeit- und Kostenbudget

Wann soll man mit den Vorbereitungen für das IPO beginnen? Es gibt keine einheitliche Antwort. Erheblicher Vorbereitungsaufwand kann für das Rechnungswesen erforderlich sein, beispielsweise, um im Umsatzkostenverfahren nach IFRS zu berichten, so wie Pfisterer. Dafür benötigt man in der Regel mehr als ein Jahr Zeit sowie eine erfahrene externe Unterstützung. Pfisterer startete die Bemühungen im Jahr 2023, um im Mai 2025 an die Börse zu gehen.

Die Umwandlung in eine kapitalmarktfähige Rechtsform und Unternehmensstruktur mit ausgewogener „Corporate Governance“, d.h. Besetzung und Machtverteilung in den Organen, kann ebenfalls aufwendig sein, da häufig ein beträchtlicher zeitlicher Vorlauf in steuerliche Abwägungen und erforderliche Dokumentationen sowie die Besetzung von Vorstand und Aufsichtsrat, Ressortverteilung und Ausschusszusammensetzung fließt. Im Falle Pfisterer firmierte die Holding bereits seit 2006 in der Rechtsform einer AG. Die Umwandlung in eine SE im Jahre 2023 hatte zum Ziel, die Internationalität der Gesellschaft nochmals stärker zum Ausdruck zu bringen und die Mitbestimmung im Aufsichtsrat einzufrieren.

Während diese beiden Themen einen Vorlauf von mehr als einem Jahr erfordern können, ist die Ausarbeitung einer überzeugenden „Equity Story“ mit einer schlüssigen Strategie und Unternehmensplanung auch im Rahmen von ca. neun bis zwölf Monaten möglich. Bei Pfisterer hat man hierfür etwa neun Monate benötigt.

Ferner ist es erforderlich, einen internen Datenraum von langer Hand mit allen für eine „Due Diligence“ erforderlichen Unterlagen zu bestücken sowie sich rechtzeitig um einen erfahrenen Prospektanwalt zu kümmern, der über etablierte Kanäle zur BaFin verfügt und die Fakten für den Emissionsprospekt effizient zusammenträgt.

Dem Abschlussprüfer kommt ebenfalls eine wichtige Rolle zu, da er nicht nur wie üblich einen uneingeschränkten Bestätigungsvermerk erteilen sollte, sondern auch im Rahmen der Prospektarbeiten einen sogenannten Comfort Letter ausstellt, in dem er bestätigt, dass die im Prospekt enthaltenen Zahlen korrekt sind.

Um die Haftung für Prospekt und Comfort für Unternehmen und abgebende Aktionäre abzubilden, empfiehlt sich der Abschluss einer entsprechenden Versicherung, für deren Ausarbeitung es spezialisierte Makler gibt.

Nicht zuletzt sind spätestens etwa sechs Monate vor IPO die geeigneten Emissionsbanken auszuwählen, die die Aktie vermarkten und Zugang zu den für das Unternehmen geeigneten Investoren haben. Hier spielen nicht nur Erfahrung, Image und internationale Größe eine wichtige Rolle, sondern auch das spezifische Verständnis für die jeweilige „Equity Story“ mit der entsprechenden Researchkompetenz ist ein wichtiger Faktor, da eine institutionelle Vermarktung der Aktie nur mit einem glaubwürdigen Analystenteam gelingt, das die jeweilige Branche kennt und die spezifischen Vorzüge des Emittenten transportiert. Gut strukturierte Gespräche mit Emissionsbanken sind auch ein erster „Test“ für die Kapitalmarktfähigkeit des Unternehmens und der Equity Story. Im

Ergebnis sollten sie hinsichtlich des IPO-Vorhabens sowie der Emissionsziele in Platzierungsvolumen und Bewertung zu den Erwartungen von Management und Eigentümern passen. Im Falle Pfisterer bestand das Konsortium aus vier Adressen: Neben den beiden Joint Global Coordinators Berenberg und Commerzbank waren dies der Co-Global Coordinator Landesbank Baden-Württemberg und der Co-Manager ICF Bank. Auf diese Weise war sichergestellt, dass den Investoren das Research unterschiedlicher Häuser sowie die Institutional-Sales-Departments von vier Banken mit unterschiedlichem, besonders auch internationalem Investorenzugang zur Verfügung stand. Daneben waren mit der Commerzbank und der LBBW zwei langjährige Partner mit eigener Retailkundschaft im Konsortium vertreten.

Im Zuge des IPO wird die Öffentlichkeit auf das Unternehmen aufmerksam gemacht. Der gesamte Außenauftritt aus Logo, Website, ggf. Werbung etc. muss dieser „Feuertaufe“ gerecht werden, und auch der rechtzeitige Aufbau eines IR-Bereichs im Rahmen der eigenen Website ist eine Aufgabe, der man sich bereits Monate vor Erstnotiz widmen sollte. Das Einschalten eines IR- und PR-Beraters erleichtert die gezielte Ansprache von Journalisten und trägt zur zielgruppengerechten Kommunikation vor und nach dem IPO entscheidend bei.

Daneben gibt es weitere Handlungsstränge, die hier nicht im Detail beleuchtet werden sollen. Um allen Aspekten rechtzeitig und professionell gerecht werden zu können, empfiehlt sich die Einschaltung eines Beraters, der die Fallstricke kennt und den IPO-Prozess schon mehr als einmal begleitet hat. Die Kosten eines IPO sind erheblich, und der Aufwand lohnt vor allem dann, wenn man beabsichtigt, den Kapitalmarkt als strategische Wachstums- und Finanzierungsquelle einschließlich Vergütungsinstrumenten regelmäßig zu nutzen. Im Falle von Pfisterer beispielsweise lagen die geschätzten Kosten für das Unternehmen bei 8,6 Mio. EUR oder 9 % des Bruttoerlöses¹⁹. Zu beachten ist, dass in der Regel ein überwiegender Teil der Kosten erfolgsabhängig ist, d.h., bei einem Abbruch oder Verschieben des IPO wird dieser Teil der Kosten (noch) nicht fällig.

5. Aufnahmefähige Märkte und Erwartungsmanagement

Es ist eine Binsenweisheit: Jeden Tag kann es an der Börse aufgrund der Nachrichtenlage zu Aufwärts-, aber insbesondere auch zu Abwärtsbewegungen kommen. Schwingt das Pendel zu stark und ist die Nachrichtenlage zu kritisch, ist die „Vola“ Gift für jedes IPO. Und: So etwas lässt sich nicht vorhersehen und nicht planen. Ein Rest an Unsicherheit bleibt immer, wenn die Ankündigung, die „Intention to Float“ in der Öffentlichkeit ist.

Dennoch wird man versuchen, im Vorfeld dieser Ankündigung durch umfangreiche Kontakte zu Investoren ein Gefühl zu bekommen, ob und zu welchem Wert Investoren Interesse an der Aktie haben. Dabei spielen auch Abschlüsse vom

¹⁹ Pfisterer (2025), 4.1. Proceeds and Costs of the Offering.

„Fair Value“ eine Rolle, den die Researchanalysten in ihren Reports auf Grundlage ihrer Prognosen und Bewertungsmodelle ermitteln. Diese Abschlüsse reflektieren die Unsicherheit des jeweiligen Marktumfelds und sollen Investoren motivieren, in das IPO zu investieren. Ob sich das im Nachhinein durch eine positive Kursentwicklung bei Erstnotiz übersetzt, ist noch unsicher. Bei Pfisterer waren es wie oben erwähnt ca. 11 %, der erste Kurs lag bei 30 EUR um 11 % über dem Emissionspreis, den die Investoren bezahlt hatten. Der Bericht für das erste Quartal, der am 27. Mai 2025 veröffentlicht wurde, hat die Investoren in ihrem Vertrauen bestätigt; der Halbjahresbericht, veröffentlicht am 22. August 2025, ebenfalls. Entsprechend verlief die Kursentwicklung sehr positiv. Zwischenzeitlich steht der Kurs bei 71,90 EUR (30. September). Daraus ergibt sich eine Marktkapitalisierung von 1,3 Mrd. EUR, was Pfisterer im Scale an die Spitze katapultiert.

IV. Fazit und Schlussfolgerungen für Aspiranten

Ein erfolgreiches IPO ist ein hehres Ziel und für die Beteiligten ein Moment großer Freude und Erleichterung. Es ermöglicht wie kein anderes Instrument das Mobilisieren von Wachstumskapital, bei Bedarf auch mehrfach, die Regelung der unternehmerischen Nachfolge, eine kapitalmarktorientierte Incentivierung von Führungskräften und ist eine gute Grundlage für einen höheren Bekanntheitsgrad und ein verbessertes Standing in Branche und Öffentlichkeit. Neben einer gewissen Unternehmensgröße und einem skalierbaren Geschäftsmodell setzt ein solches Unterfangen eine gründliche Vorbereitung, einen aufnahmefähigen Kapitalmarkt, ein kommunikatives Management und ein straffes Projektmanagement voraus, da die vielfältigen Voraussetzungen neben dem aufreibenden Tagesgeschäft vollständig und zeitgerecht eingehalten werden müssen. Vertrauensvolle Bankenpartner mit nationaler und internationaler Platzierungskraft spielen eine wichtige Rolle. Trotz allem bleibt es in Deutschland ein schwieriges Unterfangen. Leider finden in Deutschland viel zu wenige erfolgreiche Börseneinführungen statt, da zu wenige Anleger in Deutschland in deutsche Aktien investieren und im Gegensatz zu anderen Ländern auch die Altersvorsorge zu wenig auf Investments in das Eigenkapital erfolgreicher Unternehmen setzt. Die geringe institutionelle Nachfrage aus Deutschland macht IPOs hier schwieriger. Die Beispiele der nach Ankündigung noch verschobenen IPOs Autodoc und Brainlab zeigen, dass die Aufnahmefähigkeit des deutschen Kapitalmarkts im ersten Halbjahr 2025 nicht immer gegeben war. Eine teilweise kapitalmarktunterlegte Rentenversicherung mit ihren Kapital-sammelstellen würde hier helfen. ♦

LITERATURVERZEICHNIS

Blättchen Financial Advisory Datenbank.

Blättchen, W./Mahn, S. (2022):

Börse als Basis für Mitarbeiterbeteiligung. In: FuS – Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie, 12(6), S. 229–234.

Blättchen, W./Nespethal, U. (2016):

Börsengang der BRAIN AG. In: FuS – Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie, 6(3), S. 96–102.

Blättchen, W./Nespethal, U. (2017):

Wer finanziert den digitalen Umbruch? In: FuS – Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie, 7(3), S. 88–94.

Blättchen, W./Nespethal, U. (2018):

Renaissance des Kapitalmarktes. In: FuS – Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie, 8(4), S. 124–129.

Kormann, H./Blumers, W. (2025):

Ohne Verschonung keine Zukunft für Familienunternehmen.

In: FuS – Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie, 15(3), S. 92–96.

Kuhn, N./Guntrum, S. (2025):

Der schwedische Kapitalmarkt als Erfolgsmodell. In: Corporate Finance, Mai/Juni 2025, S. 133–136.

Löhr, J./Pennekamp, J. (2025):

Die Steuer für die ärmeren Reichen. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 20. August 2025.

n-tv.de (2025):

Interview mit Schierenbeck, Andreas, Chef von Hitachi Energy.

Pfisterer (2025):

Wertpapierprospekt vom 5. Mai 2025.

Rieger, M. (2025):

Listed Germany. Die börsennotierte Deutschland AG in Zahlen. In: GoingPublic, 28(1), S. 26–33.

Ruhkamp, C. (2025):

Großaktionäre stoßen reihenweise Aktienpakete ab.

In: Börsen-Zeitung vom 31. Mai 2025.



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist Gründer und Geschäftsführer der Blättchen Financial Advisory GmbH und gilt als ausgewiesener Experte für Kapitalmarktfinanzierungen, IPOs und Corporate Governance. Neben seiner Beratungstätigkeit lehrte er an Hochschulen zu den Themen Finanzierung, Kapitalmarkt und Familienunternehmen.

Dr. Stephan Mahn ist Partner bei Blättchen Financial Advisory und berät mittelständische wie börsennotierte Unternehmen in Fragen der Finanzierung, Kapitalmarktkommunikation und Nachfolge. Seine Schwerpunkte liegen in der Begleitung von IPOs sowie in Strategien zur Eigenkapitalfinanzierung und Mitarbeiterbeteiligung.

KEYWORDS

Börsengang (IPO) • Eigenkapitalfinanzierung • Eigentümerunternehmen • Kapitalmarktstrategie • Nachfolgeplanung