

# IPO lernen!

## Der Gang an die Börse ist durchaus auch für kleine und junge Unternehmen attraktiv

Es gibt zahlreiche Studien, in denen von einem Potenzial von über 1.200 börsenreifen Unternehmen im deutschen Mittelstand ausgegangen wird. In den vergangenen zehn Jahren waren jedoch gerade einmal 211 Börseneinführungen an den deutschen Börsen zu verzeichnen<sup>1</sup>. Uns scheint, dass neben den mehrfach diskutierten, fehlenden Rahmenbedingungen für eine emissionsfreudige Kapitalmarktlandschaft vielleicht auch ein Missverständnis bei den Erwartungen an den öffentlichen Kapitalmarkt unter diesen potenziellen Unternehmen bzw. Unternehmern vorherrscht. **Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen und Uwe Nespethal**

**Abb. 1: Median und Durchschnitt zeigen unterschiedliche Emittententypen an (IPOs 2004–2015)<sup>1</sup>**



1) Börseneinführungen an den deutschen Börsenplätzen im Rahmen eines öffentlichen Angebotes; Stand 15. März 2015  
 2) inkl. ausgeübte Mehrzuteilungsoption  
 Quelle: Blättchen Financial Advisory

Über das fehlende Kapitalmarktverständnis unter Privatanlegern wird aktuell zu Recht diskutiert (z.B. „Aktion pro Aktie“). Dieses macht sich durch den seit Jahren anhaltenden Anlegerschwund in einer dramatischen Form bemerkbar. Anders auf der Angebotsseite. Wie das Deutsche Aktieninstitut in einer neueren Studie<sup>2</sup> sehr schön beschreibt, können die potenziellen Börsengänger in zwei Kategorien eingeteilt werden: Zum einen in die der „börsenwilligen“, aber noch nicht hinreichend „börsenfähigen“ Unternehmen, zu denen in erster Linie die jungen Wachstumsunternehmen zählen. Oft mangelt es hier noch an den erforderlichen Strukturen und auch am „Know-how“. Zum anderen gibt es die Kategorie der börsenfähigen Unternehmen, der sogenannten „Hidden Champions“ der deutschen Industrie, die aus formeller Sicht schon längst Börsenreife besitzen, aber aus den unter-

schiedlichsten Gründen nicht börsenwillig sind. Hier wird vor allem bei Familienunternehmen der drohende Einflussverlust auf die strategischen Belange des Unternehmens befürchtet. Dazu kommt die Überzeugung, dass Börsen nur für sehr große Unternehmen geeignet sind.

### Unwissenheit und Vorurteile ausräumen

Ein Großteil dieser Missverständnisse oder Vorurteile über Neuemissionen kann durch Statistiken über Börseneinführungen entkräftet werden<sup>3</sup>. Auf die Frage, ob es nur Großunternehmen seien, die den Gang an die Börse schaffen, lautet die Antwort nein. Zwar beträgt der durchschnitt-

1) Zeitraum 2004 bis 15. März 2015  
 2) „Wachstumsmotor Börse stärken: Kapital mobilisieren – Regulierung entschlacken“ vom 16.12.2014  
 3) Im Folgenden werden IPOs an den deutschen Börsen im Zeitraum 2004 bis 15. März 2015 betrachtet

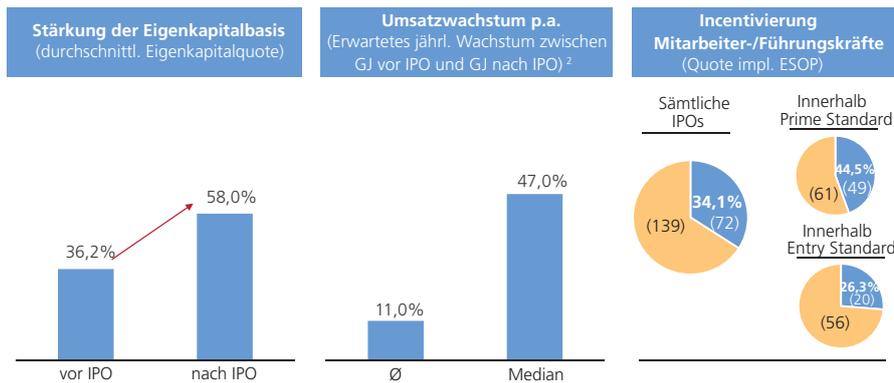
liche Umsatz sämtlicher 211 IPOs der letzten zehn Jahre rund 458 Mio. EUR. Wird jedoch als statistische Größe der Medianwert herangezogen, so beträgt der mittlere Umsatz nur noch etwa 32 Mio. EUR, also nicht einmal ein Zehntel des



### ZU DEN AUTOREN

**Prof. Dr. Wolfgang Blättchen** ist geschäftsführender Gesellschafter der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH und ist seit 30 Jahren als unabhängiger Berater für Kapitalmarktstrategien aktiv. In dieser Zeit konnte er rund 50 erfolgreiche IPOs und IBOs sowie zahlreiche weiterführende Kapitalmarkttransaktionen begleiten. Er ist aktives Mitglied in Aufsichts- und Beiräten börsennotierter und privater Unternehmen, Ansprechpartner der Börsen sowie Autor zahlreicher Publikationen zum Thema Kapitalmarkt.

**Uwe Nespethal (CIA)** ist Partner und Mitgesellschafter der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH. Er ist über 17 Jahre im Kapitalmarktgeschäft tätig und begleitete in diesem Zeitraum zahlreiche Kapitalmarkttransaktionen. Er ist Autor zahlreicher Veröffentlichungen zum Thema Kapitalmarkt und Börse.

Abb. 2: Motive für ein IPO<sup>1</sup>

1) Quelle bilden die Analystenschätzungen zum Zeitpunkt des IPO; jährliche Wachstumsrate wurde als CAGR ermittelt

2) Basis bilden 211 Börseneinführungen an den deutschen Börsen im Zeitraum 2004 bis 15.03.2015

Quelle: Blättchen Financial Advisory

und 1,5x im Median oder das KGV auf Basis des erwarteten Nettogewinns im Jahr nach dem IPO bei 19,4x (Mittelwert) bzw. 13,5x (Median).

### Mitarbeiterbeteiligung als IPO-Motivation

Die Beteiligung von Führungskräften und Mitarbeitern durch kapitalmarktorientierte Vergütungssysteme bleibt eine weitere Motivation für den Schritt an die Börse. So hat jedes dritte IPO (34%) zum Zeitpunkt des Börsengangs ein sogenanntes „ESOP“ eingeführt. Vor allem Emittenten, die den Prime Standard als Zugangssegment wählen, beteiligten mit rund 45% ihre Mitarbeiter und Führungskräfte. Im Entry Standard haben nur 26% der Emittenten ein Beteiligungsprogramm aufgesetzt. Ursache für diese Diskrepanz liegt u.a. darin, dass zahlreiche Emittenten innerhalb des Prime Standards aus vorherigen LBO-Transaktionen stammen, in denen die Führungskräfte frühzeitig im Rahmen eines MEP<sup>6</sup> beteiligt wurden. Bei den kleineren Emittenten schrecken vermutlich die komplexen gesetzlichen Anforderungen an die Implementierung eines solchen Programms ab. Dazu zählt die vorgeschriebene vierjährige Sperrfrist für Stockoptions genauso wie die erwartete geringere Liquidität in der Aktie.

### Fazit

Unsere Statistiken zeigen, dass es den typischen Börsengang bzw. den typischen Emittenten nicht gibt. Unternehmer sowohl von jungen Wachstumsunternehmen als auch von etablierten Gesellschaften sollten frühzeitig das „IPO lernen“, um Vorurteile abzubauen oder sich von überzogenen Erwartungen zu verabschieden. Dabei können die Börsen eine Mentorfunktion im Rahmen von IPO-Readiness-Veranstaltungen übernehmen, wie es beispielsweise die Dubliner Börse für angehende Emittenten praktiziert<sup>7</sup>.

4) Bspw. Tognum (2,1 Mrd. Volumen) oder Postbank (1,6 Mrd. EUR Volumen)

5) Da die Prognosen aus den IPO-Studien entnommen wurden, handelt es sich um die Erwartungen der Analysten. Für die Berechnung des jährlichen Wachstums wurde das geometrische Mittel (CAGR) verwendet.

6) Management Equity Program

7) „Preparing you for capital market success“

([www.wise.ie/Products/Services/List-your-company/ESM/](http://www.wise.ie/Products/Services/List-your-company/ESM/))

Durchschnittswertes. Ähnliche Tendenzen finden sich in den Kennzahlen Börsenwert oder Emissionsvolumen. Danach beträgt der durchschnittliche „Post-Money-Börsenwert“ sämtlicher Emissionen rund 472 Mio. EUR. Im Median liegt dieser Wert nur bei 100 Mio. EUR. Das effektiv erzielte Platzierungsvolumen liegt im Durchschnitt bei beachtlichen 164 Mio. EUR und im Median nur noch bei 30 Mio. EUR. Da der Median auf extreme statistische Ausreißer<sup>4</sup> weniger sensibel reagiert als das arithmetische Mittel, sollte diese Statistik für die Beantwortung von Größenfragen herangezogen werden. Danach stand und steht die Börse gerade für den Mittelstand und für junge Wachstumsunternehmen offen!

Nur bei der Eigenkapitalquote, die wir vor und nach dem Börsengang gemessen haben, zeigt sich kein großer Unterschied zwischen den beiden statistischen Größen. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote liegt vor dem IPO bei rund 36% (Median 30%) und steigt nach dem Börsengang auf 58% im Mittelwert (58% im Median). Hier zeigt sich auch der wesentliche Grund für einen Börsengang: Eigenkapitalstärkung durch Kapitalerhöhung. Die Mittelaufnahme und der dadurch erwartete Bekanntheitsgrad („Being Public“) sollen das Wachstum des Unternehmens beschleunigen. Dieses Kernziel konnten wir auch messen. Werden die IPOs der letzten zehn Jahre herangezogen, so berechnet sich ein jährliches Umsatzwachstum der gemittelten Umsätze für die Jahre vor und nach dem IPO von 11% p.a.<sup>5</sup>. Eigentlich eine bescheidene Größe. Werden aber die Medianwerte der Umsätze für diese Jahre heran-

gezogen, so beträgt die jährliche Wachstumsrate stolze 74%.

### Nicht nur Umsatzwachstum zählt

Es sind vor allem die kleineren Unternehmen, die mit Hilfe des Börsengangs und der eingeworbenen Mittel ihr Wachstum beschleunigen können. Noch deutlicher wird dies, wenn die Emittenten nach Börsensegmenten differenziert werden. Im Entry Standard – vor allem von kleineren Emittenten gewählt – wird sowohl im Median als auch im Durchschnitt ein Umsatzwachstum von rd. 55% p.a. angestrebt. Im Prime Standard liegt diese Größe im Durchschnitt bei rund 11% p.a., wobei im Median 38% p.a. erwartet werden. Jedoch ist Umsatzwachstum nicht die alleinige Zielgröße, um IPO-Investoren für ein Engagement zu begeistern. Natürlich spielt auch die Ergebnisermittlung eine entscheidende Rolle. 76% der 211 Emittenten waren bereits im Geschäftsjahr vor der Börseneinführung profitabel. Diese Kennzahl ändert sich nur unwesentlich, wenn nach der Emittentengröße differenziert wird. Damit muss die Erwartung insbesondere unter jüngeren IPO-Anwärtern gedämpft werden, Umsatzwachstum stehe vor Profitabilität. Es gibt hier zwar Ausnahmen wie z.B. Unternehmen aus der Biotechindustrie oder im aktuellen Fall Rocket Internet. Entscheidendes Bewertungskriterium ist und bleibt aber die Ertragsermittlung. Ist diese Erwartung überzeugend, kann der Emittent auf eine stattliche Bewertung hoffen. So liegt der erzielte „Post-Money-Börsenwert“ im Verhältnis zum erwarteten Umsatz im Jahr nach dem Börsengang bei 3,2x im Mittel