

# Kapitalmarktfinanzierung und Familienunternehmen



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist geschäftsführender Gesellschafter der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH in Leonberg; Uwe Nespethal ist Partner der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH in Leonberg

Anknüpfend an unseren ausführlichen Beitrag zu Finanzierungsoptionen für Familienunternehmen über den öffentlichen Kapitalmarkt im Heft 04/2014<sup>1</sup> stellt der folgende Aufsatz

die neuesten Entwicklungen zu diesem Thema vor. Einen Schwerpunkt bildet diesmal der Börsengang mit Aktien, da sich hier in jüngster Zeit neue Möglichkeiten gerade für Familienunternehmen auftun.

## I. Neuemission von Aktien – Der deutsche IPO-Markt belebt sich

Bis zum 31.7.2015 konnten bereits acht Unternehmen ihren Börsengang an der Deutschen Börse absolvieren. Dabei erzielten sie ein Emissionsvolumen von rd. 2,9 Mrd. €. Im Vorjahresvergleich bedeuten diese Werte eine Steigerung um 100 % bezogen auf die Anzahl (4 IPOs) und sogar 222 % (0,9 Mrd. €) bezogen auf das Volumen. Zu den Highlights der letzten 12 Monate gehören die Börsengänge von ZALANDO SE (1.10.2014), ROCKET INTERNET AG (2.10.2015), TLG IMMOBILIEN AG (24.10.2014), TELE COLUMBUS AG (23.1.2015), FERRATUM OYJ (6.2.2015), WINDELN.DE AG (6.5.2015), SILTRONIC AG (11.6.2015), DEUTSCHE PFANDBRIEFBANK AG (16.7.2015) und ADO PROPERTIES S.A. (23.7.2015), die jeweils deutlich über 100 Mio. € am Markt platzieren konnten. Von besonderem Interesse sind die Emissionen ZALANDO, ROCKET INTERNET, FERRATUM sowie WINDELN.DE, da sie einen am deutschen Kapitalmarkt bereits tot geglaubten Typus junger Wachstumsunternehmen charakterisieren. Zuletzt öffnete sich die Börse für diesen Typus von Emittenten in

den Jahren 2004–2007 und davor natürlich in den Jahren 1997–2000. Da einige dieser Emittenten mehrheitlich eigentümergeführt sind, wie bspw. das FinTech-Unternehmen Ferratum, ist diese Entwicklung richtungsweisend für kapitalmarktinteressierte Familienunternehmen mit Technologiebezug. Wie die auf S. 173 folgende Abbildung 1 zeigt, befinden wir uns auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau der Emissionstätigkeit in der Kapitalmarktfinanzierung. In den nächsten Abschnitten möchten wir die neuen Trends aufgreifen, die jüngste IPO-Welle der Technologiewerte beschreiben und die Besonderheiten einer Börseneinführung von Familienunternehmen innerhalb der letzten zehn Jahre analysieren.

## II. Börsengang – Nur für große (Familien-)Unternehmen relevant?

Es gibt zahlreiche Studien, in denen von einem Potenzial von über 1.200 börsenreifen Unternehmen im deutschen Mittelstand ausgegangen wird.<sup>2</sup> In den vergangenen zehn Jahren sind jedoch gerade einmal 216 Börseneinführungen an den deutschen Börsen zu verzeichnen

### INHALT

- I. Neuemission von Aktien – Der deutsche IPO-Markt belebt sich
- II. Börsengang – Nur für große (Familien-)Unternehmen relevant?
- III. Wachstumsunternehmen mit hoher Bewertung finden wieder den Zugang zur Börse – Wiederholt sich der Neue Markt?
- IV. Deutsche Börsenaspiranten liebäugeln mit den US-Börsen
- V. Going Public-Wandelanleihe – Ein alternatives Instrument für IPO-Kandidaten
- VI. Der Unternehmensanleihenmarkt – Schwierigkeiten im Mittelstandsmarkt
  - 1. Institutionelle Emissionen
  - 2. Mittelstandsanleihen
- VII. Eigenkapital ist bei Investoren „en vogue“

### Keywords

Aktien; Börsengang; Familienunternehmen; Going Public-Wandelanleihe; Kapitalmarkt; Neuer Markt

gewesen.<sup>3</sup> Davon gehören 99 Unternehmen zur Kategorie der Familiengesellschaften, d.h. 46 % oder fast jeder zweite Börsengang stammt aus einem Familienunternehmen. Es scheint, dass neben den verbesserungswürdigen Rahmenbedingungen für eine emissionsfreudigere Kapitalmarktlandschaft eine Diskrepanz bei

<sup>1</sup> Siehe „Aktuelle Entwicklungen in der Kapitalmarktfinanzierung für Familienunternehmen“ in FuS 04/2014, S. 146–151

<sup>2</sup> Vgl. DAI-Studie vom 16.12.2014: „Wachstumsmotor Börse stärken: Kapital mobilisieren – Regulierung entschlacken“

<sup>3</sup> Zeitraum 1.1.2004 bis 20.7.2015

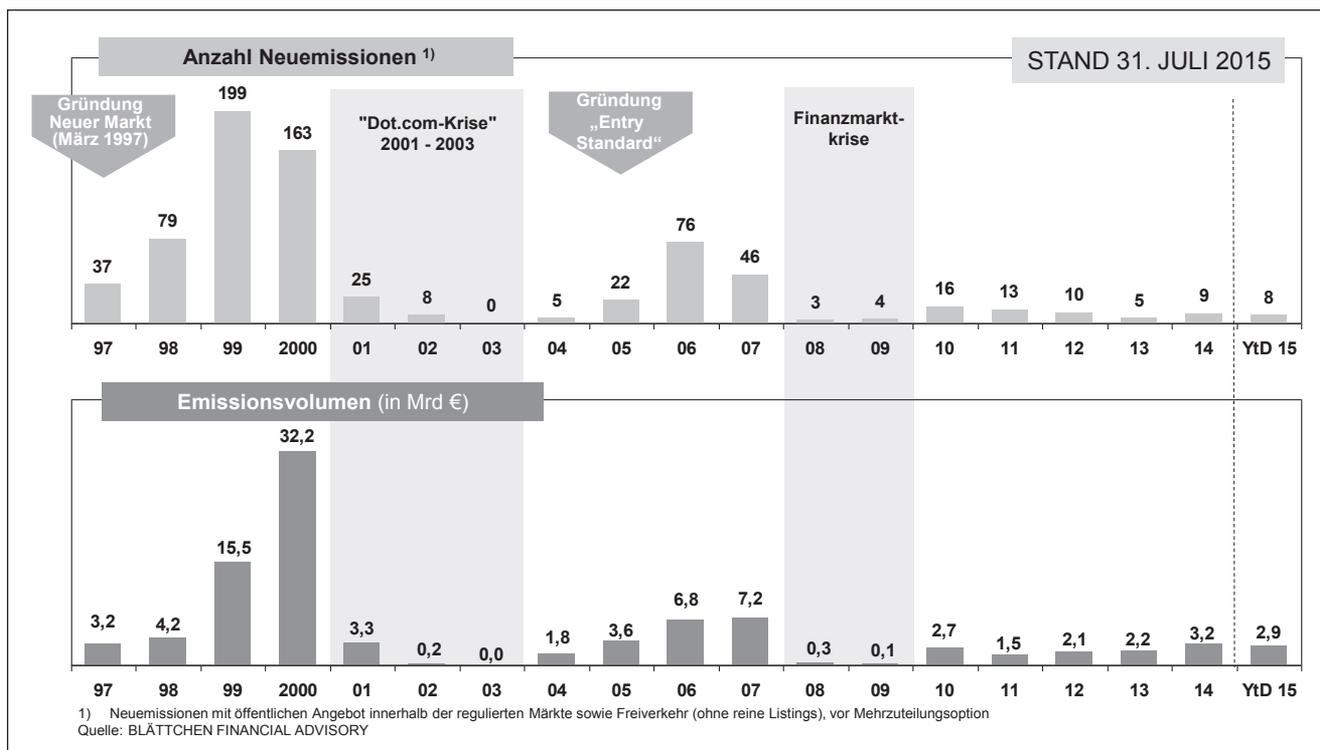


Abb. 1: Deutscher IPO-Markt 1997–2015

den Erwartungen an den öffentlichen Kapitalmarkt unter potenziellen Börsenkandidaten vorherrscht. Vor allem bei Familienunternehmen wird der drohende Einflussverlust auf die strategischen Belange des Unternehmens befürchtet. Dazu kommt die schnell zu widerlegende Überzeugung, dass Börsen nur für sehr große Unternehmen geeignet sind.

Der letzte Aspekt kann entkräftet werden, wenn man sich die Statistiken ansieht. Zwar beträgt der durchschnittliche Umsatz im Geschäftsjahr vor der Börseneinführung sämtlicher 216 IPOs der letzten zehn Jahre beachtliche 454,4 Mio. €. Wird jedoch als statistische Größe der Medianwert herangezogen, so beträgt der mittlere Umsatz nur noch 33,6 Mio. €, also nicht einmal ein Zehntel des Durchschnittswertes. Da der Median auf extreme statistische Ausreißer<sup>4</sup> weniger sensibel reagiert als das arith-

metische Mittel, ist diese Statistik für die Beantwortung von Größenfragen im Vergleich zum arithmetischen Mittel aussagekräftiger. Ähnlich hohe Abweichungen finden sich in den Kennzahlen Börsenwert oder Emissionsvolumen. Danach beträgt der durchschnittliche „Post-Money-Börsenwert“ sämtlicher Emissionen 477,8 Mio. €. Im Median liegt dieser Wert nur noch bei 102,8 Mio. €. Das effektiv erzielte Platzierungsvolumen liegt im Durchschnitt bei stolzen 170,5 Mio. € und im Median nur bei 34,0 Mio. €. Wie sehen diese Statistiken für die 99 Familienunternehmen<sup>5</sup> aus, die seit 2014 an den deutschen Kapitalmarkt gegangen sind? Hier sind die Zahlen nicht so verzerrt wie die des Gesamtuniversums. Der mittlere Umsatz im Geschäftsjahr vor IPO beträgt 98,3 Mio. €, der Median 25,0 Mio. €. Der durchschnittliche Post-Money-Börsenwert weist eine Größenordnung von 202,7 Mio. € auf. Der Medianwert liegt bei rd.

71,5 Mio. €. Das mittlere Emissionsvolumen beträgt unter den Familienunternehmen 65,5 Mio. €, der Median nur 15,5 Mio. €. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Börse gerade für den Mittelstand und für junge Wachstumsunternehmen offen steht.

Keine größeren Abweichungen zeigen sich in den Kennzahlen, die die Motivation für den Gang an die Börse beschreiben. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote liegt bei allen 216 Emittenten zum Zeitpunkt vor dem IPO bei 35,8 % (Median 29,9 %) und steigt nach dem Börsengang auf 57,5 % im Mittelwert (56,9 % im Median). Die Eigenkapitalstärkung durch eine Kapitalerhöhung ist der Hauptgrund für den Schritt an den öffentlichen Kapitalmarkt. Für die 99 Familienunternehmen ist die Quote etwas höher (siehe Tabelle). Die Mittelaufnahme und der dadurch erwartete Bekanntheitsgrad sollen das Wachstum des Unternehmens beschleunigen. Dieses Kernziel konnten wir auch messen. Werden die 216 IPOs der letzten 10 Jahre herangezo-

4 Bspw. durch die Mrd.-Emissionsvolumen IPOs: Tognum (2,1 Mrd. €) oder Postbank (1,6 Mrd. €), Telefónica Deutschland Holding AG (1,5 Mrd. €), Symrise AG (1,4 Mrd. €), Rocket Internet AG (1,4 Mrd. €), LEG Immobilien AG (1,3 Mrd. €), Wacker Chemie AG (1,2 Mrd. €)

5 Als Familienunternehmen werden hier erfasst, bei denen eine Familie oder -stämme vor dem IPO die Stimmenmehrheit besaß

gen, so berechnet sich ein jährliches Umsatzwachstum der gemittelten Umsätze für die Jahre vor und nach dem IPO von 12 % p.a.<sup>6</sup> Werden aber die Medianwerte der Umsätze für diese Jahre herangezogen, so beträgt die jährliche Wachstumsrate stolze 43 % p.a. Danach sind es vor allem die kleineren Unternehmen, die mit Hilfe der eingeworbenen Mittel aus dem IPO ihr Wachstum beschleunigen können. Bei den Familienunternehmen beträgt dieser Durchschnittswert im Wachstum 26 % p.a. (Median 39 % p.a.). Werden die Emittenten nach Börsensegmenten differenziert, zeigt sich folgendes Bild: Im Entry Standard, vor allem von kleineren Emittenten gewählt, wird von sämtlichen Emittenten sowohl im Median als auch im Durchschnitt ein Umsatzwachstum von rd. 50 % p.a. angestrebt. Im Prime Standard liegt diese Größe im Durchschnitt bei rd. 10 % p.a., wobei im Median 33 % p.a. erwartet werden. Familienunternehmen erwarten ein mittleres Umsatzwachstum im Entry Standard von 31 % p.a. (Median 45 % p.a.) und im Prime Standard von durchschnittlich 25 % p.a. (Median 52 % p.a.). Jedoch ist Umsatzwachstum nicht die alleinige Zielgröße, um IPO-Investoren für ein Engagement zu begeistern. Natürlich spielt auch die Ergebniserwartung eine entscheidende Rolle. 77 % der 216 Emittenten waren bereits im Geschäftsjahr vor der Börseneinführung profitabel. Diese Kennzahl ändert sich nur unwesentlich, wenn nach der Emittentengröße differenziert wird. Unter den Familienunternehmen liegt diese Quote sogar bei 96 %! 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 Biotechnindustrie oder im aktuellen Fall ROCKET

6 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 (Quelle: BFA-Datenbank).

(in Mio €)	Sämtliche IPOs	Familienunternehmen
Anzahl IPOs (seit 2014)	216	99
Ø Umsatz i. GJ vor IPO (Median)	454,4 33,6	98,3 25,0
Ø Börsenwert @ IPO (Median)	477,8 102,8	202,7 71,5
Ø Emissionsvolumen (Median)	170,5 34,0	65,5 18,2
Ø EK-Quote vor IPO (Median)	35,8% 29,9%	37,8% 31,4%
Ø EK-Quote nach IPO (Median)	57,5% 56,9%	62,9% 64,5%
Pos. Nettoergebnis i.GJ. vor IPO	76,9%	96,0%

Quelle: B-FA-Datenbank; Stand 31.07.2015

Abb. 2: Charakteristika der Emittenten 2004–2015

INTERNET bzw. WINDEL.DE. Entscheidendes Bewertungskriterium ist und bleibt aber die Ertragserwartung. Ist diese Erwartung überzeugend, kann der Emittent auf eine akzeptable Bewertung hoffen. So liegt der erzielte „Post-Money-Börsenwert“ im Verhältnis zum erwarteten Umsatz im Jahr nach dem Börsengang beim 3,2x im Mittel und 1,5x im Median. Bei den Familienunternehmen beträgt dieser Umsatzmultiple im Durchschnitt 2,2x bzw. 1,5x im Median.

Die Beteiligung von Führungskräften und Mitarbeitern durch kapitalmarktorientierte Vergütungssysteme ist eine weitere Überlegung für den Schritt an die Börse. So hat jedes dritte IPO (34,4 %) zum Zeitpunkt des Börsengangs ein kapitalmarkt-orientiertes Incentivierungsprogramm (ESOP) eingeführt. Unter den Familienunternehmen liegt diese Quote bei 27,3 %. Hier würde man sich eine höhere Beteiligung wünschen. Vermutlich schrecken aber die komplexen gesetzlichen Anforderungen an die Implementierung eines solchen Programms ab. Dazu zählen die vorgeschriebene vierjährige Sperrfrist für Stockoptions genauso wie die erwartete geringere Liquidität in der Aktie.

### III. Wachstumsunternehmen mit hoher Bewertung finden wieder den Zugang zur Börse – Wiederholt sich der Neue Markt?

ROCKET INTERNET, ZALANDO, oder WINDELN.DE gehören zur Kategorie der Börseneinführungen, die noch vor gut einem Jahren kaum eine Chance hatten, erfolgreich an den Markt zu kommen: ausgewiesene hohe operative Verluste bei hohen Umsatzwachstumsraten, die zu einer beachtlichen Bewertung führen. Hinzu kommt, dass diese Emittenten den Fokus auf das Internetgeschäft haben, das manchen Betrachter an die Anfangszeit des Neuen Marktes vor fast 20 Jahren erinnert. Natürlich ging es auch damals schon um Digitalisierung, aber Schwerpunkt war der Aufbau der Infrastruktur (Mobilfunk, Internet-Browser), die Software/Hardware/Internet (e-commerce), die „rote“ Biotech, Cleantech (Windkraft, Solar) und moderne Medienkonzepte. Heute hat sich der Fortschritt nochmals beschleunigt und das immer präzise Smartphone im Internet und die Fortschritte in der Sensorik erlauben noch weitere „neue Branchen“

(in Mio €)	 3D-Drucker Hersteller	 online Versand	 Internet Inkubator	 Mobile Kreditverm.	 online Versand
Segment	Prime Standard	Prime Standard	Entry Standard	Prime Standard	Prime Standard
Emissionsdatum	09.05.2014	01.10.2014	02.10.2014	06.02.2015	06.05.2015
Bookbuilding Spanne	18-23 €	18-22,50 €	35,50-42,50 €	15-18 €	16,50-20,50 €
Ausgabekurs	18,00 €	21,50 €	42,50 €	17,00 €	18,50 €
Emissionsvolumen	180,0	605,2	1.403,7	110,8	183,5
Primary Quote	41,7%	100,0%	99,7%	43,5%	54,5%
Rule 144a	ja	ja	ja	nein	ja
Free Float	49,0%	10,0%	21,5%	26,1%	39,1%
Lead Underwriter	CS, DB	MS, GS, CS	BeBe, JPM, MS	ICF	BofA ML, DB, GS
<b>Umsatz im GJ v. IPO</b>	<b>21,5</b>	<b>1.762,0</b>	<b>72,5</b>	<b>58,2</b>	<b>101,3</b>
EBIT im GJ v. IPO	0,0	-113,9	-12,7	7,3	-11,7
Net Income im GJ v. IPO	-0,4	-116,3	174,2	3,5	-9,8
Umsatz im GJ @ IPO (P)	35,2	2.224,0	n/a	112,0	172,0
EBIT im GJ @ IPO (P)	1,9	25,0	n/a	23,8	-20,3
<b>MarketCap @ IPO</b>	<b>323,7</b>	<b>5.341,3</b>	<b>6.504,3</b>	<b>369,3</b>	<b>469,8</b>
EV @ IPO	255,7	4.376,9	4.666,9	349,4	337,8
<b>EV/Sales (@ IPO)</b>	<b>7,3x</b>	<b>2,0x</b>	-	<b>3,1x</b>	<b>2,0x</b>

Quelle: BF-A Datenbank, Prospekte, Analystenschätzungen

Abb. 3: Beispiele für Tech-IPOs seit 2014

(FINTECH, INDUSTRIE 4.0, CAR-TO-GO etc.). Die Geschäftsmodelle der Börsengänger 2014/15 aus dem Internet-/Tech-Bereich sind bereits viel weiter entwickelt als die „Konzept-IPO's“ Ende der 90er Jahre.

Sind die Emissionskonzepte ähnlich wie vor 20 Jahren? Während die durchschnittlichen Emissionsvolumina in den ersten Jahren im Neuen Markt ca. 51 Mio. € ausmachten, sind sie heute in Deutschland bei den jüngsten Tech-IPO's viel größer, d.h. sie liegen beim etwa 10-fachen! Dies liegt daran, dass die Gesellschaften bereits mehrere größere Finanzierungsrunden hinter sich gebracht haben bevor der Schritt an die Börse erfolgte. Bei den Emissionskonzepten aus Kapitalerhöhung und Umplatzierung gibt es nur wenig Unterschiede. Ähnlichkeiten sind auch in der Bewertung zu finden: Umsatzmultiples über das Zweifache und KGV über das 50-fache. Allerdings war die Bewertung damals noch risikoreicher, da zahlreiche Emittenten über Konzepte ohne Track Record als Geschäftsmodell verfügten. Völlig anders stellt sich mittlerweile die Platzierung dar. War zu „Neue Markt“-Zeiten eine Zuteilungsquote an Privatanleger von bis zu 20–25 % durchaus üblich und von

den Emissionsbanken auch gewollt, erfolgt heute so gut wie keine Zuteilung mehr an Privatanleger. Selbst bei einem den Privatanlegern bekannten Unternehmen wie ZALANDO lag die Zuteilungsquote deutlich unter 5 %. Ursache für diese Zurückhaltung liegt weniger am fehlenden Interesse an diesem Unternehmen als an den erschwerten regulatorischen Rahmenbedingungen, Privatanleger seitens der Emissionsbanken und deren Intermediäre direkt anzusprechen. Welche Auswirkungen die Beschränkung auf institutionelle Anleger und auf die Stabilität der Erstkurse hat, konnte man leider bei WINDELN.DE und ZALANDO beobachten. Während andere Länder den privaten Aktienbesitz auch steuerlich unterstützen, werden hier durch neue Anlegerschutzgesetze die Barrieren erhöht. Dieser vermeintliche Schutz des mündigen Bürgers vor Werbung ist das Gegenteil der „Grundsätze ordnungsmäßiger Zuteilung an Privatanleger“, die in den 90er Jahren Einzug hielt, um Kleinanleger eine transparente und faire Zuteilung zu ermöglichen. Erfreulicherweise nutzen diese IPO's 2014/15 wieder vermehrt moderne Beteiligungssysteme („ESOP“), obwohl der rechtliche

Rahmen weniger Spielräume lässt als früher.

Es ist zu begrüßen, dass junge Wachstumsunternehmen wieder den Zugang zur Börse erhalten. Die Befürchtung, dass sich ein „Neuer Markt“-Effekt wiederholt, kann getrost bei Seite geschoben werden. Die Geschäftsmodelle sind deutlich reifer und haben ihren Track Record zum Teil bereits durch zahlreiche großvolumige Finanzierungsrunden beweisen müssen. Zwar hat sich die Deutsche Börse für ein neues Technology-Segment nicht überzeugen lassen, jedoch kann die Einführung des „Deutsche Börse Venture Networks“<sup>7</sup> ein erster Schritt sein, um die Bedeutung des Kapitalmarktzugangs in Deutschland für junge Wachstumsunternehmen hervorzuheben.

#### IV. Deutsche Börsen-aspiranten liebäugeln mit den US-Börsen

Der Börsengang deutscher Unternehmen an amerikanischen Börsen-

<sup>7</sup> „Deutsche Börse Venture Network“ startete am 11.6.2015. Ziel ist es, Unternehmen und Investoren zusammenzuführen, um effektiv die Finanzierungssituation für junge, wachstumsstarke Unternehmen zu verbessern. Siehe auch: [www.venture-network.com](http://www.venture-network.com)

Emittenten	<b>voxeljet</b>	<b>Innocoll</b>	<b>affimed</b> <small>unique antibody therapeutics</small>
<b>Branche</b>	■ 3D-Drucker-Hersteller	■ Chirurgische Implantate für Schmerzbehandlung und Wundheilung	■ Behandlungen von Krebserkrankungen mittels Therapien auf Basis von Antikörpern
<b>Struktur</b>			
<b>Datum</b>	18.10.2013	30.07.2014	15.09.2014
<b>Börsenplatz</b>	NYSE	NASDAQ (Global Market)	NASDAQ (Global Market)
<b>Instrument</b>	ADS (1 ADS = 0,2 Namensaktien)	ADS (1 ADS = 1/13,25 Namensaktien)	Common Shares (Namensaktien)
<b>Angebot</b>	■ 6,5 Mio (Primary) zzgl. 0,975 Mio (Secondary) ADS	■ 6,5 Mio (Primary) zzgl. 0,975 Mio (Primary) ADS	■ 8,0 Mio Aktien (Primary) zzgl. 1,2 (Primary) Mio Stück
<b>Umsatz (pre-IPO)</b>	8,7 m€	4,9 m\$	5,1 m\$
<b>EBIT (pre-IPO)</b>	0,2 m€	-9,9 m\$	-15,7 m\$
<b>Emissionsvolumen</b>	97,2 m\$	58,5 m\$	56,0 m\$

Quelle: Wertpapierprospekte, Unternehmensangaben

Abb. 4: Beispiele für US Listings deutscher Emittenten

plätzen wird seit ca. einem Jahr von vielen Marktteilnehmern wie Banken, Beratern und Anwälten stark propagiert. In der Tat ist der US-IPO-Markt im Vergleich zum deutschen bzw. europäischen Kapitalmarkt sehr aufnahmefähig. Bereits in diesem Jahr sind 145 Börseneinführungen bis zum 31.7.2015 mit einem Volumen von 24,0 Mrd. USD an der NSDAQ bzw. NYSE registriert worden.<sup>8</sup> Obwohl wir in Deutschland derzeit eine kleine „IPO-Rallye“ erleben, bewegen wir uns relativ gesehen mit insgesamt sieben Neuemissionen im ersten Halbjahr 2015 bei einem Emissionsvolumen von 2,9 Mrd. € auf niedrigstem Niveau.

Ein wesentlicher Grund für den Erfolg des US-IPO-Marktes ist die Einführung der Jobs-Act-Regelungen vor ca. zwei Jahren, die zu einer Renaissance der Small-Cap-Emissionen (unter 50 Mio. USD Emissionsvolumen) führte. So stieg der Anteil der Börseneinführungen in dieser Größenordnung von 14 % im letzten Jahr auf rd. 25 % bis

Ende Mai 2015.<sup>9</sup> Die deutlich gelockerten SEC Regularien, die für die Erstplatzierung und das Being Public gelten, haben die Hürden für kleinere Emissionen (unter 50 Mio. €) deutlich reduziert. Im Title IV des J.O.B.S. Act werden in Zukunft nicht nur kostspielige Regeln gelockert, sondern auch ein freizügigeres Marketing bei Privatanlegern erlaubt.

Ein häufig angeführtes Argument für den Gang an den US-Markt ist das höhere Bewertungsniveau, das deutsche Emittenten dort erzielen können. An dieser grundsätzlichen Aussage sind durchaus Zweifel angebracht, wie der Fall VOXELJET (US-Listing) versus SLM Solutions (Prime Standard) zeigt. Beide Emittenten wiesen zum IPO-Zeitpunkt den gleichen Umsatzmultiplikator auf Basis des Geschäftsjahrs vor Börseneinführung („pre-money“) von rd. 11,5 auf. Ein weiteres Argument für ein US-Listing ist das bessere Investorenverständnis für spezielle Branchen, insbesondere

in der Biotechnologie. In den letzten zwei Jahren fand an den US-Börsen ein IPO-Boom von Biotechunternehmen statt, den wir am heimischen Markt leider vermissen. Vermutlich wären die beiden US-Börsengänge der deutschen Emittenten INNO-COLL und AFFIMED am hiesigen Börsenplatz nicht oder nur schwer möglich gewesen. Der Schritt an die US-Börse für solche IPO-Kandidaten kann durchaus Sinn machen, sofern auch eine operative Verbindung zum US-Markt besteht bzw. aufgebaut werden soll. Jedoch muss hier das Kosten-/Nutzenverhältnis hinterfragt werden, da ein US Listing signifikant höhere Kosten für den IPO selbst, aber auch eine erhöhte Komplexität bei den Börsenfolgepflichten mit ausländischem Kapitalmarktrecht verursacht.

Grundsätzlich erhöht die Einbindung von US-Investoren die Transaktions-sicherheit. Dazu bietet sich eine Privatplatzierung bei qualifizierten Investoren nach „Rule 144a“ (ohne Registrierungspflicht bei der SEC) an, ohne gleich ein aufwändiges US-

9 Quelle: The Economist „New rules for IPOs in America – Open season“ vom 6.6.2015 bezogen auf eine Studie von Renaissance Capital

8 Quelle: NASDAQ Homepage Stand 31.7.2015

▪ Emittentin	– SeniVita Social Estate AG
▪ Instrument	– Wandelanleihe
▪ Volumen (bis zu)	– 50 Mio. €
▪ Stückelung	– 1.000 €
▪ Laufzeit der Anleihe	– 12.05.2020
▪ Wandlungspreis	– Wandlung von 1.000 € Wandelanleihe in 100 Aktien zum Wandlungspreis 10 €
▪ Wandlungsfrist	– 01.10.2018 bis 31.01.2020
▪ Zinskupon	– 6,50%
▪ Prämie NO-IPO	– 3% auf Nominal (103% Rückerwerbspreis)
▪ Covenants	– Kontrollwechsel – Drittverzug – unzulässige Ausschüttungen
▪ Besicherung	– Mittelverwendungs- und Sicherheitentreuhand; erstrangige Grundschulden, Sicherungsabtretung
▪ Emissionsrating	– „BB“ (Euler Hermes)
▪ Börsennotiz	– Freiverkehr (Open Market) der FWB – mit Informationspflichten gemäß Entry Standard
▪ Zeichnungskanäle	– ICF AG (Emissionsbank); Zeichnungsfunktionalität der FWB, Homepage der Emittentin
▪ Zeichnungsfrist	– 23.04. bis 08.05.2015 für die Zeichnungsfunktionalität, sonst bis 14.04.2016

Quelle: Wertpapierprospekt

Abb. 5: Eckpunkte der Going Public-Wandelanleihe SeniVita Social Estate AG

Listing vornehmen zu müssen. Bei den meisten Technologieemissionen in jüngster Zeit wie SLM Solutions, ZALANDO, ROCKET INTERNET oder WINDEL.DE wurde dieser erweiterte Platzierungsweg gewählt. Da diese Platzierungsform auch mit erhöhten Kosten für die zu erstellende IPO-Dokumentation verbunden ist, lohnt sie sich in der Regel erst, wenn mindestens 10 % des beabsichtigten Platzierungsvolumens über diesen Vertriebskanal erwartet werden. Zudem sollte das Platzierungsvolumen mindestens 50 Mio. € umfassen. Alternativ gibt es natürlich die Möglichkeit einer indirekten Platzierung bei US-Investoren über ihre europäischen Repräsentanten, die oft ihren Sitz in London oder Luxemburg haben.

## V. Going Public-Wandelanleihe – Ein alternatives Instrument für IPO-Kandidaten

Die Wandelanleihe ist bei börsennotierten Gesellschaften ein bewährtes Instrumentarium, um sich vor allem in volatilen Märkten zu finanzie-

ren. Grundsätzlich ist eine Wandelanleihe eine verzinste Anleihe, die für den Inhaber jedoch das Recht beinhaltet, die Anleihe bei Erreichen vereinbarter Wandlungsbedingungen in Aktien des Emittenten einzutauschen. Eine der Wandlungsbedingungen ist das Erreichen eines festgelegten Aktienkurses (Wandlungspreises), zu dem die Anleihe in Aktien umgetauscht (gewandelt) werden kann. In der Regel liegt dieser Wandlungspreis zum Zeitpunkt der Emission der Wandelanleihe deutlich über dem aktuellen Aktienkurs des Emittenten. Die Differenz wird als Wandlungsprämie bezeichnet. Die Höhe der Wandlungsprämie wird durch die Kuponhöhe und Laufzeit der Anleihe bestimmt. Da die Wandelanleihe somit dem Inhaber eine definierte Anzahl von Aktien im Falle einer künftigen Wandlung garantiert, entspricht die Ausgabe einer Wandelanleihe einer vorgelagerten Kapitalerhöhung. Durch eine möglichst hohe Wandlungsprämie auf den Aktienkurs zum Zeitpunkt der Emission kann im Gegensatz zu einer klassischen Kapitalerhöhung – hier erfolgt i.d.R. ein Abschlag – ein höherer Emissi-

onserlös erzielt werden. Im Durchschnitt liegt die Wandlungsprämie bei 20–30 %. Je höher diese Prämie ausfällt, desto geringer ist die künftige potenzielle Verwässerung für das gewünschte Zielemissionsvolumen. Die Voraussetzung für die Emission einer Wandelanleihe ist grundsätzlich die Bereitstellung eines entsprechend hohen bedingten Kapitals, das bei der Wandlung in Anspruch genommen wird.

Von einer „Going Public“-Wandelanleihe wird gesprochen, wenn die Aktien der Emittentin zum Zeitpunkt der Begebung der Wandelanleihe noch nicht börsennotiert sind. Eine spätere Wandlung der Anleihe wird grundsätzlich nur dann erfolgen, wenn die Aktien an der Börse notieren und zusätzlich der Wandlungspreis erreicht wurde. Ansonsten ist üblicherweise eine „Strafzahlung“ fällig.

Ein aktuelles Beispiel für eine „Going Public“-Wandelanleihe ist die Emission der SENIVITA SOCIAL ESTATE AG (SSE AG), die im Mai 2015 mit einem Volumen von bis zu 50 Mio. € in die Platzierung ging. Die Emittentin

(SSE AG) ist eine durch mehrere Sach- und Bareinlagen entstandene Joint Venture-Unternehmung zwischen den Hauptgesellschaftern SENIVITA SOZIAL gGmbH – ein privater Pflegeanbieter – und dem österreichischen Baukonzern ED. ZÜBLIN AG. Die Wandelanleihe hat eine Laufzeit von fünf Jahren (12.5.2020), wobei im Zeitraum 1.10.2018 bis 31.1.2020 die Möglichkeit der Wandlung besteht (Wandlungszeitraum). Sollte die Börsennotierung innerhalb des Wandlungszeitraums nicht stattgefunden haben, erhält der Anleiheninhaber eine Kompensation von 3,0 % auf den Nominalbetrag bei Rückzahlung. Der festgesetzte Wandlungspreis beträgt 10 € pro Aktie, was einem Eigenkapitalwert von 100 Mio. € entspricht. Der Zinskupon beträgt 6,5 %. Eine Besonderheit der Wandelanleihe ist, dass sie einem Rating unterliegt und u.a. durch erstrangige Grundschulden auf angekaufte Grundstücke besichert ist. Die Wandelanleihe selbst wurde am 12.5.2015 in den Freiverkehr der Frankfurter Börse zum Handel eingeführt. Damit erhält der Investor fungible Wertpapiere. Als Investoren für die Wandelanleihe wurden sowohl institutionelle Investoren als auch Privatanleger angesprochen. Für die erste Gruppe wurde eine Emissionsbank beauftragt, die auch die Zulassungsvoraussetzung für die Handelaufnahme in den Freiverkehr verantwortet. Für die Gruppe der Privatanleger wurden zwei Zeichnungskanäle bereitgestellt: Zum einen über die Zeichnungsfunktionalität der Frankfurter Börse und zum anderen direkt über die Homepage der Emittentin.<sup>10</sup> Die Zeichnungsfrist für die Zeichnungsfunktionalität der Börse dauerte vom 23.4.2015 bis 8.5.2015. Bis Ende dieses Zeitraums wurden insgesamt rd. 31 Mio. € gezeichnet. Bis zum 14.4.2016 besteht weiterhin die Möglichkeit, entweder über die

Emissionsbank oder über die Homepage der Gesellschaft zu zeichnen.<sup>11</sup>

## VI. Der Unternehmensanleihenmarkt – Schwierigkeiten im Mittelstandsmarkt

Anleihen sind weiterhin ein beliebtes Mittel, sich bei langfristigen Finanzierungen von den Banken zu emanzipieren. Bei institutionellen Emissionen werden weitere Höchststände erreicht.

### 1. Institutionelle Emissionen

Im 1. Halbjahr 2015 erreichte der Corporate Bond Markt deutscher Non-Financial Emittenten ein Volumen von 51,9 Mrd. € mit 108 Emissionen und damit bereits 62 % des gesamten Vorjahresvolumens von 83,7 Mrd. €. Im Vergleich zum 1. Halbjahr 2014 hat das Emissionsvolumen 44,9 Mrd. € betragen, was einer Steigerung von 15,5 % entspricht. Allerdings ging die Anzahl der Emissionen von 133 um 18,8 % zurück.

Der Löwenanteil wurde von sog. Investmentgrade Emittenten platziert. Im letzten Jahr beträgt deren Quote rd. 83 % auf das Emissionsvolumen und im ersten Halbjahr dieses Jahres rd. 79 %. Der jeweilige Rest entfällt auf die High-Yield Emittenten. Zu den beständigsten Hauptemittenten zählen die deutschen Automobilhersteller VW, DAIMLER und BMW, die rd. 45 % des Gesamtmarktes in den ersten sechs Monaten platzierten. Die größten Non-Automotive Emittenten in diesem Jahr waren mit mehreren Tranchen SIEMENS (7,1 Mrd. €), ZF Gruppe (5,4 Mrd. €), SAP SE (1,8 Mrd. €), SCHAEFFLER Gruppe (1,6 Mrd. €) oder THYSSENKRUPP (1,4 Mrd. €). 55,7 % des Emissionsvolumens in diesem Jahr sind Euro-Anleihen. Für das gesamte letzte Jahr beträgt der Euro-Anteil noch 66,3 %.

Das Frankfurter Börsensegment „Prime Standard für Unternehmensanleihen“, das sich an institutionelle Investoren und Privatanleger wendet und Anleihevolumen ab 100 Mio. € berücksichtigt,<sup>12</sup> konnte im letzten Jahr vier Neuzugänge mit einem Volumen von 500 Mio. € verzeichnen. In diesem Jahr notierte die ADLER REAL ESTATE AG ihre neubegebene Anleihe in Höhe von 300 Mio. € in diesem Segment. Zum 30.6.2015 befinden sich in diesem Segment insgesamt 16 Anleihen von 12 Emittenten mit einem Gesamtanleihevolumen von rd. 4,9 Mrd. €.

### 2. Mittelstandsanleihen

Trotz des günstigen Zinsumfeldes ging die volumenmäßige Emissionstätigkeit im Mittelstandsanleihe-segment im Jahr 2014 gegenüber 2013 um 71 % zurück. So wurden im vergangenen Jahr innerhalb der Mittelstandssegmente nur 435 Mio. €<sup>13</sup> bzw. 9 Anleihen platziert.<sup>14</sup> 2013 lag das Volumen noch bei 1.490 Mio. € bzw. 36 Emissionen. Stattdessen erfolgten im letzten Jahr zahlreiche Aufstockungen von bereits emittierten Anleihen mit einem Volumen von 531 Mio. € durch 15 Emittenten im Wege von Privatplatzierungen an institutionelle Investoren bzw. Family Offices. Im ersten Halbjahr 2015 sind nur drei Anleihen mit einem effektiven Volumen von 104,3 Mio. € (prospektiertes Volumen 170,0 Mio. €) im Rahmen eines öffentlichen Angebots platziert worden.

Der Deutsche Börse AG gelang es im letzten und im laufenden Jahr sämtliche Emissionen mit einem öffentlichen Angebot und einem prospektiertem Volumen von 435 Mio. € bzw.

<sup>10</sup> Siehe den Lexikon-Beitrag „Die Zeichnungsfunktionalitäten der Börsen für die Platzierung von Wertpapieren“ in FuS 03/2011

<sup>11</sup> Siehe auch: [www.senivita-social-estate.de/investor-relation/unterlagen/online-zeichnungsschein/](http://www.senivita-social-estate.de/investor-relation/unterlagen/online-zeichnungsschein/)

<sup>12</sup> Eine ausführliche Darstellung des Segments siehe Blättchen/ Nespethal: „Prime Standard für Unternehmensanleihen: Ein Börsensegment für institutionelle Anleiheemittenten mit Privatanlegerbezug“ in Familienunternehmen und Stiftung (FuS) 04/2012

<sup>13</sup> Prospektiertes Emissionsvolumen

<sup>14</sup> Emissionen innerhalb der Börsensegmente: bondm (Stuttgart), Entry Standard (Frankfurt), mittelstandsmarkt (Düsseldorf), m:access (München) und Mittelstandsbörse Deutschland (Hamburg/Hannover)

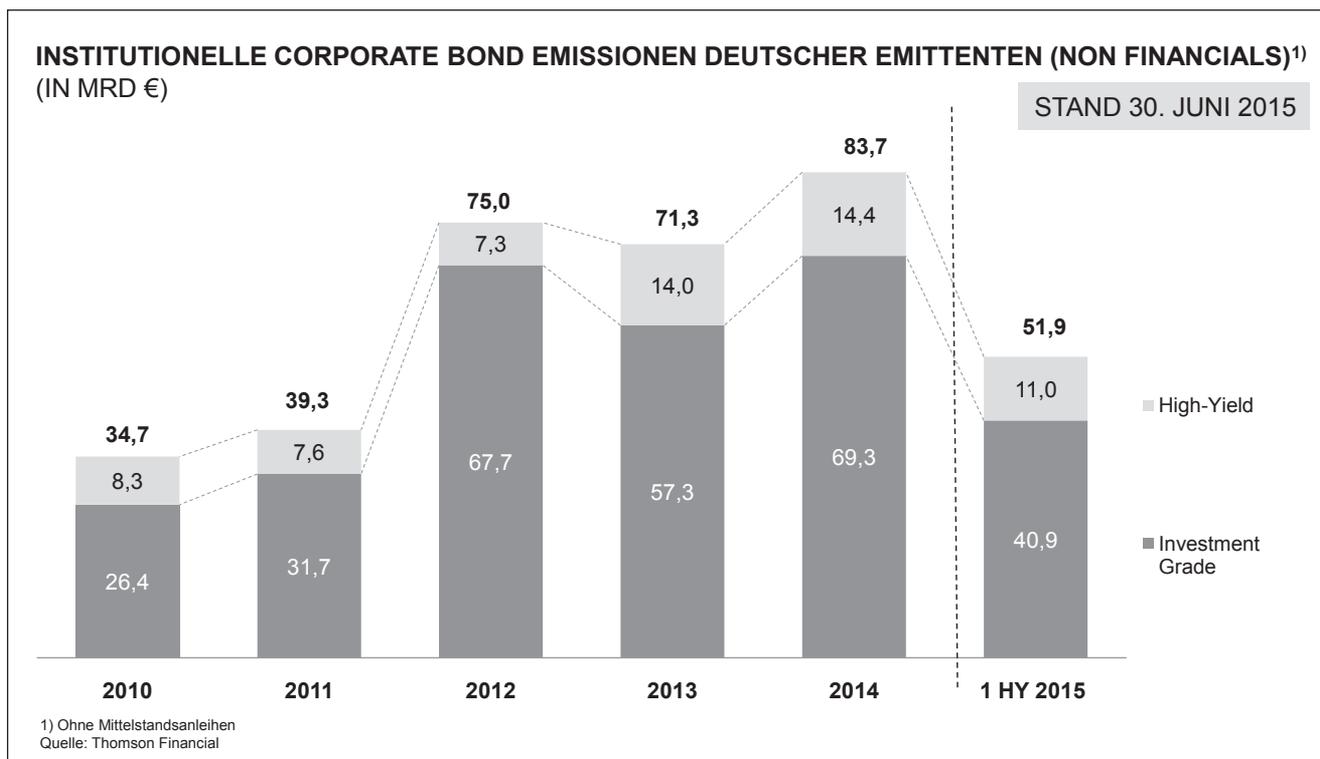


Abb. 6: Marktüberblick des Corporate Bond Marktes deutscher Emittenten

170 Mio. € an sich zu ziehen. Nach Ankündigung der Stuttgarter und der Düsseldorfer Börse, ihre bestehenden Segmente nicht mehr zu bewerben bzw. in der ursprünglichen Struktur fortzuführen, stellt sich die Börsenlandschaft neu dar.<sup>15</sup> Zum 30. Juni 2015 notieren im Entry Standard 56 Anleihen mit einem prospektierten Emissionsvolumen von 2,6 Mrd. €. Im auslaufenden Stuttgarter bondm waren es zum gleichen Stichtag noch 18 Anleihen mit einem prospektierten Gesamtemissionsvolumen von 1,2 Mrd. €. Die Börse Düsseldorf mit dem neuen Segment „Primärmarkt“ ist mit neun Anleihen und rd. 130 Mio. € Volumen präsent. Am Börsenplatz München (m:access) sind drei Anleihen mit rd. 40 Mio. € Nominalwert gelistet. Die Börse Ham-

<sup>15</sup> Die Stuttgarter Börse beabsichtigt das Segment „auslaufen“ zu lassen, indem keine Neuemissionen mehr zugelassen werden. Die Düsseldorfer Börse schloss zum 22. Januar 2015 ihr bisheriges Segment „mittelstandsmarkt“ und führt die darin gelisteten Unternehmen in das Freiverkehrssegment „Primärmarkt“. Darin ist ein Rating nicht mehr erforderlich.

burg/Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland) spielt in der Anleiheemission keine Rolle mehr.

Für Emittenten ist derzeit nur noch die Frankfurter Börse mit dem Entry Standard aufgrund der Sekundärmarktliquidität und Investorenakzeptanz ein „ernstzunehmender“ Börsenplatz, um kleinere Anleihen zu platzieren. Insgesamt beläuft sich dieser Markt aber immer noch auf ca. 4,0 Mrd. € und wird sich bei veränderter Zinslandschaft schnell wiederbeleben.

### VII. Eigenkapital ist bei Investoren „en vogue“

Was lässt sich aus diesen neuen Entwicklungen schließen? Ein Börsengang mit Aktien in Deutschland ist vor allem für technologieorientierte Wachstumsunternehmen wieder eine realistische Option geworden. Während Fremdkapital am Kapitalmarkt sich eher zum Private Placement im Schuldscheinmarkt verlagert hat, der mittlerweile auch schlechtere Boni-

täten aufnimmt, kommt der Aktienmarkt wieder in Bewegung.

Wenn die alten Vorbehalte bezüglich Rechtsform, Fremdbestimmung, Öffentlichkeit und Regularien ausgeräumt werden, dann ist der Kapitalmarkt für Aktien auch für kleinere Emissionsvolumina wieder offen. Die Bewertungen sind attraktiv und maßgeschneiderte Konzepte (z.B. HELLA<sup>16</sup>) erhöhen die Transaktions-sicherheit. Will man Mitarbeiter beteiligen, Kapital und Management trennen, klare Strukturen schaffen und eine Vielzahl von Finanzierungsinstrumenten nutzen, dann bleibt die börsennotierte Aktiengesellschaft eine interessante Option für langfristige Finanzierungslösungen auch für Familienunternehmen.

<sup>16</sup> Die Börseneinführung der Hella KGaA Hueck & Co. am 6.11.2014 erfolgte durch ein sog. „IPO Light“ oder „Safe IPO“, d.h. bei der Notierungsaufnahme fand kein öffentliches Angebot statt, sondern die Kapitalerhöhung und Umplatzierung wurden im Vorfeld durch Privatplatzierungen an ausgewählte Investoren vollzogen.