

KOLUMNENSAMMLUNG

Blättchen Financial Advisory



BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

INHALT

	Vorwort	5
01/15	Europäische Venture-IPOs: Euronext und LSE führen	8
03/15	Wann platzt endlich der Knoten?	10
05/15	Über den Sinn eines Ratings für „Mittelstandsanleihen“	12
07/15	Macht das „Fremdgehen“ Sinn?	14
09/15	ESOP werden zu wenig genutzt	16
11/15	Schutz des Familieneinflusses nach der Börseneinführung	18
03/15	Sonderbeitrag: IPO lernen!	20



Liebe Freunde unseres Hauses,

mit 15 Börseneinführungen und einem Gesamtemissionsvolumen von 6,1 Mrd. € war 2015 das beste IPO Jahr in Deutschland seit 2007. Zugleich war es ein sehr erfolgreiches Börsenjahr für Anleger in Technologiewerten. So erzielte der Tec-DAX beachtliche +34% Jahresperformance und toppte damit bei weitem den DAX mit bescheidenen +10%. Daher ist es auch nicht verwunderlich, dass auch wieder Technologie- bzw. Wachstumsunternehmen den Schritt an die Börse wagen. Siltronic, Ferratum, Scout24 oder windeln.de sind Beispiele für gelungene Tech-IPOs in 2015.

Obwohl sich der heimische IPO-Markt für die in den letzten Jahren eher seltenen Emittenten aus dem VC- bzw. Wachstumsbereich wieder öffnet, wird der alternative Börsengang an ausländischen Börsen wie NASDAQ, NYSE oder EURONEXT von einigen Banken, Beratern oder Anwälten beworben. Seit 2013 sind insgesamt sechs in Deutschland ansässige Unternehmen mit einem Emissionsvolumen von insgesamt rd. 580 Mio. € an einem dieser Börsenplätze notiert, davon vier an den US-Börsen und zwei an der paneuropäischen EURONEXT. In 2015 war es das Medizintechnik-Unternehmen Curetis, das im November seinen Börsengang an der Amsterdamer EURONEXT erfolgreich durchführte. Ein häufig verwendetes Argument für das „Fremdgehen“ ist die erzielbare, höhere Bewertung an ausländischen Börsenplätzen und vor allem in den USA. An dieser generellen Aussage sind durchaus Zweifel angebracht. Der Fall voxeljet (US-Listing) versus SLM Solutions (Prime Standard) zeigt,

dass beide zum IPO-Zeitpunkt den gleichen EV/Sales-Multiplikator aufweisen. Der Schritt an eine ausländische Börse kann Sinn machen, sofern eine operative Verbindung zum regionalen Markt besteht bzw. aufgebaut werden soll. Jedoch muss das Kosten-Nutzenverhältnis hinterfragt werden, da insbesondere ein volles US-Listing eine erhöhte Komplexität im „Being Public“ verursacht. Alternativ bietet sich eine deutsche Notierung mit einer Privatplatzierung nach Rule 144a zur Gewinnung von institutionellen US Investoren an, ohne ein aufwändiges US-Listing vornehmen zu müssen: Scout24, Zalando oder windeln.de nutzten diesen zusätzlichen Vertriebskanal.

Es ist zu begrüßen, dass Wachstumsunternehmen auch mit operativen Verlustzahlen wieder einen Zugang zur Börse in Deutschland erhalten. Die Befürchtung, dass sich ein „Neuer Markt“-Effekt wiederholt, kann getrost bei Seite geschoben werden. Diese Tage haben die übrig gebliebenen Nemax-50 Unternehmen im Tec-DAX ihren Höchststand aus dem Kalenderjahr 2000 überschritten, so dass dieses „Totschlagargument“ nicht mehr überzeugt.

Heute sind die Geschäftsmodelle deutlich reifer und haben einen Track Record zum Teil bereits durch zahlreiche großvolumige Finanzierungsrunden bewiesen. Leider hat sich die Deutsche Börse AG nicht für ein neues Technology-Segment überzeugen lassen, jedoch kann die Einführung des „Deutsche Börse Venture Networks“ ein erster Schritt sein, um die Bedeutung des Kapitalmarktzugangs in Deutschland für junge Wachstumsunternehmen hervorzuheben.

Wir freuen uns sehr, im Kalenderjahr 2015 die Platzierung eines fast in Vergessenheit geratenen Kapitalmarktinstruments – der Going Public-Wandelanleihe – für die SeniVita Social Estate AG begleitet zu haben. 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. Die Investoren erhalten mit dem Wandlungsrecht somit die Möglichkeit, nach einem künftigen Börsengang der Emittentin an der Wertsteigerung zu partizipieren. Erfolgt jedoch kein IPO, so erhalten die Investoren die Anleihe einschließlich eines „Strafzinses“ zurück. Im Falle der Senivita-Emission ist diese Wandelanleihe besichert, was unüblich ist. Für die Emittentin bietet dieses Finanzierungsinstrument den Vorteil, durch die Wandlungsoption einen niedrigeren Kupon zu zahlen und bei Wandlung das Eigenkapital zu erhöhen. Die Senivita Going Public Wandelanleihe notiert seit dem 12. Mai 2015 im Freiverkehr der Frankfurter Börse deutlich über ihrem Nominalbetrag.

Zum 10. Mal präsentieren wir Ihnen zum Jahreswechsel diese kleine Sammlung unserer im Going Public Magazin erschienen Kolumnen über aktuelle Kapitalmarktthemen und bedanken uns bei allen Geschäftspartnern, dem Going Public Media und Freunden unseres Hauses für die angenehme Zusammenarbeit.

Leonberg, im Januar 2016

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Uwe Nespethal

Europäische Venture-IPOs: Euronext und LSE führen

Der derzeitige Biotech- bzw. Healthcare-Boom ist bisher am deutschen Primärmarkt völlig vorbeigegangen. Seit 2012 erlebt die Biotech-Branche nach einer fast 10-jährigen Flaute ein fulminantes Comeback, das in den USA initiiert wurde. So stieg die Anzahl der Biotech/Biopharma-Neuemissionen auf mehr als 130 mit einem Gesamtvolumen von über 13 Mrd. US\$. Darunter finden sich auch Unternehmen, die Leadprodukte in der noch sehr frühen klinischen Phase I oder sogar nur pre-klinische Studien besitzen. Vor einigen Jahren waren Börsengänge mit einer solchen Pipelinestruktur undenkbar. Aktuell sind über 340 Biotechwerte an den einzelnen US-Börsenplätzen gelistet. Die Marktkapitalisierung beträgt in Summe rd. 650 Mrd. €. Damit zählt der US-Markt zum weltweit größten Finanzierungsplatz für diesen Teil der „Venture-Industrie“.

Aber wie ist es um den europäischen Kapitalmarkt gestellt? Hier stechen die Börsenplätze „Euronext/Alternext“, die Londoner Börse (LSE), der skandinavische Börsenverbund NASDAQ OMX sowie die Züricher Börse SIX hervor, die den derzeitigen Boom mit Neuemissionen aktiv unterstützen. Der paneuropäische Börsenverbund Euronext mit dem im Freiverkehr angebondenen Alternext haben seit 2010 immerhin 18 Neuzugänge mit einem Volumen von rd. 390 Mio. € für sich gewonnen. An zweiter Stelle steht die Londoner Börse mit dem Zugangssegment Alternative Investment Markets (AIM) mit drei IPOs und einem Volumen von rd. 132 Mio. €. Das EU-regulierte „Main Market“ konnte in 2014 einen Neuzugang mit einem Emissionsvolumen von 260 Mio. € verzeichnen. Insgesamt notieren in London 30 Biotech-Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von 6,3 Mrd. €. Damit steht London an zweiter Stelle nach dem paneuropäischen Verbund Euronext/Alternext mit insgesamt über 40 gelisteten Werten und einem Börsenwert von rd. 13 Mrd. €. Der skandinavische NASDAQ-OMX Markt und die Schweizer Börse SIX weisen in 2013 jeweils einen Neuzugang in Höhe von 1,3 Mio. € bzw. 90 Mio. € aus. Insgesamt notieren an den skandinavischen Börsen 26 Biotech-Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von rd. 18 Mrd. €. Die Schweizer Börse besitzt immerhin neun Biotech-Unternehmen mit einer Gesamtkapitalisierung von über 14 Mrd. € auf ihren Kurszetteln. Nur die Frankfurter Börse konnte von dem bisherigen Neuemissionsboom nicht profitieren, obwohl es hier eine lange Historie für diese Branche gibt. Insgesamt notieren dort 15 Werte mit einer Gesamtkapitalisierung

von rd. 8 Mrd. €. Obwohl in Deutschland eine rege Biotech-Szene mit über 400 Unternehmen existiert, ist die Kapitalmarktfinanzierung an der heimischen Börse anscheinend unattraktiv. Unter den 400 Unternehmen gibt es sehr wohl attraktive und kapitalmarktaugliche Gesellschaften. Das zeigen die Auslandsnotierungen von Innocoll, Affimed oder Probiodrug, die entweder den Sprung über den großen Teich (NASDAQ, NYSE) wagten oder die Euronext für den Börsengang wählten. Hier stellt sich für uns die Frage, warum deutsche Emittenten den deutschen Börsenplatz meiden. Zwei Antworten drängen sich auf. Zum einen erfordert Biotechnologie grundsätzlich sehr viel Spezialwissen von Investoren, um das Potential einzuschätzen. Im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern und Frankreich finden sich in Deutschland kaum noch spezialisierte Investoren, die sich für Neuzugänge interessieren. Hinzu kommt, dass die großen Generalisten ihre Researchabteilungen in diesem Segment in den letzten Jahren deutlich reduziert haben und das „Know-how“ nicht mehr vorgehalten wird. Zum anderen fehlt den Emittenten der direkte Zugang zu Privatanlegern, die im Gegensatz zur üblichen Meinung durchaus Interesse an einem Investment in diesem chancen- und risikoreichen Venture-Segment zeigen. Ein Indiz dafür ist das rege Zeichnungsinteresse bei der Barkapitalerhöhung von PAION mit einem Volumen von über 50 Mio. € in diesem Jahr 2014. Ein anderes Beispiel sind die von Privatanlegern und Family Offices gezeichneten MIG Fonds, die in Biotechnologie-Unternehmensbeteiligungen investieren. Die Kombination aus der Ansprache von spezialisierten Investoren auch aus dem angelsächsischen Raum und die gleichzeitige Einbindung von Privatanlegern sind für heimische Biotech-IPOs entscheidend. Sämtliche Investorengruppen können durchaus auch am deutschen Börsenplatz einbezogen werden. Nur muss dafür der Wille beim Emittenten und den emissionsbegleitenden Banken vorhanden sein. Zugleich sollte die Deutsche Börse diese Möglichkeiten in ihrer Vermarktung besser hervorheben und in der Öffentlichkeit bewerben.

Wann platzt endlich der Knoten?

Das Deutsche Aktieninstitut (DAI) schlug mit seiner jüngsten Statistik „ESOP werden zu wenig genutzt“ über die Zahl der Aktienbesitzer in Deutschland Alarm. So hat sich die Anzahl der Bundesbürger, die Aktien oder Anteile an Aktienfonds besitzen, im letzten Jahr gegenüber dem Vorjahr um eine halbe Million reduziert. Vor allem die Anzahl der Anleger, die direkte Aktien in ihren Portfolios halten, fiel von 2,8 auf nur noch 2,5 Millionen. Laut DAI sind es vor allem Belegschaftsaktionäre, die sich hier verabschiedet haben. Als Ursache für das anhaltende Desinteresse an der Aktie werden im Kern folgende Punkte genannt. 1.) Die steuerliche Diskriminierung der Aktie gegenüber festverzinslichen Papieren infolge der Besteuerung sowohl auf Unternehmens- als auch Eigentümerebene. 2.) Die deutlich gestiegene Bürokratie und der damit erhöhte Aufwand bei der Wertpapierberatung („Beipackzettel“), die eine Aktienempfehlung des Beraters nahezu ausschließt. 3.) Die anhaltende Diskussion über die geplante Einführung der Finanztransaktionssteuer, die zu steigenden Kosten im Kauf und Verkauf von Wertpapieren führt. 4.) Die fehlende ökonomische Allgemeinbildung in der Bevölkerung, die das Verständnis über Kapitalmarktverzinsung und Vermögensaufbau vermissen lässt.

Es ist daher zu begrüßen, dass sich die führenden deutschen Direktbanken (Comdirect Bank, Consors Bank, DBAG Bank und ING Diba) durch eine repräsentative Kundenbefragung den zuletzt genannten Punkt der Desinformation unter der Bevölkerung bestätigen lassen und medienwirksam eine gemeinsame „Aktion Pro-Aktie“ ins Leben rufen, um die vorherrschende Skepsis und Vorurteile der Privatanleger gegenüber Aktien abzubauen. Zudem wird der 16. März 2015 mit Unterstützung der Deutschen Börse AG als „Tag der Aktie“ ausgerufen. An diesem Tag sollen beim Kauf aller DAX-30 Aktien sowie ausgewählter DAX 30 ETFs am Handelsplatz der Frankfurter Börse die Ordergebühren sowie sonstige Entgelte entfallen. Auch wenn diese Aktion vornehmlich im Eigeninteresse der Initiatoren steht, so ist eine mediale Präsenz der Aktie als Anlageinstrument sehr wünschenswert. Leider ist „die Aktie“ oder „der Aktionär“ sowohl in der breiten Medienlandschaft als auch in der Politik in der Vergangenheit mehr in die

Schmuddelecke als „Spekulationsinstrument für Reiche bzw. skrupellose Spekulanten“ gerückt worden. Zudem wird ständig das Volkstrauma des Niederganges des Neuen Marktes und der „Volksaktie“ Telekom hervorgebracht, um jegliches Aktieninvestment als Glücksspiel zu diskreditieren. Über die Vermischung „Telekom/Neuer Markt“ kann man sich nur wundern. Hier bedarf es in der Tat einer objektiven Aufklärung!

Das bekannte Renditedreieck des Deutschen Aktieninstituts zeigt sehr schön, dass unabhängig vom Zeitpunkt eines Einstiegs in die DAX 30-Werte über einen für die Altersvorsorge üblichen Anlagehorizont von 10 Jahren oder mehr als 50 Jahren mit Ausnahme von nur fünf Fällen immer eine positive Performance erzielt wurde. So legte der Aktienmarkt von 2004 bis 2014 trotz Finanzkrise jährlich um 8,4 % zu. Selbst wer im Jahr 1999 den schlechtesten aller Einstiegszeitpunkte wählte, erzielte immer noch eine Rendite von 2,3 % p.a.. Bei längeren Anlagezeiträumen von 20 bis 30 Jahren lag die jährliche Rendite sogar zwischen 6% und 9%. Ein ähnliches Bild kann vermutlich auch für Investitionen im SDAX oder MDAX beobachtet werden. Erfreulicherweise lohnt es sich auch wieder bei Aktieneinführungen oder IPOs als Erstzeichner dabei zu sein. Die beiden Börseneinführungen von TeleColumbus und Ferratum im noch jungen Jahr brachten für die Erstzeichner bereits jetzt eine aktuelle Performance von jeweils rund 12%. Allerdings müssen die Privatanleger dann auch wie früher von den Investmentbanken bei der Platzierung berücksichtigt werden.

Wir hoffen, dass das derzeitige Umfeld und die beginnenden Initiativen („Pro-Aktie“) allmählich zu einem Stimmungsumschwung führen und sich Privatanleger wieder mit dem Thema „Kapitalmarktanlage über Aktien“ befassen und sich zunehmend für dieses Finanzierungsinstrument entscheiden. Diese Entwicklung ist nicht nur positiv für die Vermögensbildung der Investoren sondern auch entscheidend für die Finanzierungs- und Innovationskraft des Industriestandortes Deutschland, das dringend einen tieferen Kapitalmarkt für Risikokapital braucht.

Über den Sinn eines Ratings für „Mittelstandsanleihen“

Nachdem die Börse Düsseldorf im Rahmen ihrer Neusegmentierung für Unternehmensanleihen die Ratingpflicht abgeschafft hat, wird nun heftig über Sinn und Zweck eines Ratings diskutiert. Begründet wird dieser Verzicht damit, dass es zwischen dem Pricing einer Anleihe (Renditeerwartung) und ihrer Ratingeinstufung (Ausfallrisiko) keine Korrelation gäbe. Somit sei der Ausgabewert eines Ratings quasi obsolet. Eine Risikoklassifizierung soll im neuen Segment „Primärmarkt“ der Düsseldorfer Börse durch die Sub-Segmente A, B, C erreicht werden, die sich an den tatsächlichen Emissionsrenditen der Anleihen orientieren. Ergänzend zu dieser Argumentation steht die empirische Beobachtung, dass zum Zeitpunkt der Anleiheemission die vergebenen Ratingnoten in vielen Fällen über einen Zeitraum von nur wenigen Monaten um mehrere Notes nach unten korrigiert werden mussten. Für Außenstehende erscheint dadurch das „Erstrating“ deutlich zu positiv und wenig verlässlich.

Eine Diskussion über die richtige Ratingmethodik oder über die richtige Ratingagentur zu führen, halten wir für wenig zielführend, obwohl sich auf diesem Feld durchaus merkwürdige Vorgänge ereignet haben. Dafür gibt es Wettbewerb unter den Ratinganbietern und zumindest die langjährigen amerikanischen Erfahrungen im Anleihenmarkt lehren, dass Rating Agenturen nicht so falsch liegen. Bisher ist auch noch niemand auf die Idee gekommen, dass die Börse Empfehlungen über Methoden und Auswahl des richtigen Anbieters bei der Erstellung von Aktienresearch und seinem Pricing abgeben sollte.

Als die Stuttgarter Börse mit uns das Regelwerk für das erste Börsensegment für mittelständische Unternehmensanleihen diskutierte, wurde bewusst auf ein Unternehmensrating für nichtbörsennotierte Unternehmen Wert gelegt. Für Emittenten hingegen, die bereits mit Wertpapieren an einem der Prädikatssegmente wie Entry Standard, m:access oder im Regulierten Markt notierten, wurde von einer Ratingpflicht abgesehen. Hintergrund für diese Ausnahme war,

dass es für die nicht börsennotierten Gesellschaften keine transparente Historie gibt. Zwar muss der Emittent in jedem öffentlichen Angebot einen von der BaFin gebilligten Wertpapierprospekt veröffentlichen, in dem auch eine Historie (zwei Jahre) abzubilden ist, doch sind im Vergleich zu einem Ratingbericht nur wenige analytische Aussagen zur Finanzierungstragfähigkeit des Emittenten enthalten. Ferner wird durch die Ratingnote eine Einschätzung des Ratinganalysten über die künftige Entwicklung der Gesellschaft im Zeitraum der Anleihenlaufzeit gegeben, die im Prospekt aus Haftungsgründen nie veröffentlicht wird. Der Mehrwert im Erst-Rating liegt vor allem in der Transparenz über die Vergangenheit und einer ersten Einschätzung über das Risiko des Emittenten, der so bei nicht börsennotierten Gesellschaften vor allem für Privatanleger nur unzureichend vorhanden ist. Bei börsennotierten Unternehmen ist diese historische Transparenz über die publizierten Geschäfts-, Quartalsberichte oder Ad-hoc Mitteilungen gegeben und wird über den täglichen Börsenkurs reflektiert. Dadurch ist jeder Investor eher in der Lage, sich ein Bild über die Gesellschaft zu machen und ein sogenanntes „Schattenrating“ zu erstellen. Im Falle der Düsseldorfer Börse muss sich ein Privatanleger ausschließlich auf den Wertpapierprospekt verlassen, ohne auf ein neutrales Gutachten zurückgreifen zu können. Im Umkehrschluss wird ihm ein Instrumentarium für mehr Transparenz entzogen. Die Risikobewertung bzw. Preisfindung findet so wie vor der Einführung von „Mittelstandsanleihen“ wieder über institutionelle Investoren im Spread statt. Da kann der Anleger nur hoffen, dass deren Bewertung die richtige ist. Eine neutrale Risikobewertung für eine autonome Entscheidung zum Preisbildungsprozess gibt es nicht mehr und wir finden uns in der Welt vor Mai 2010 wieder. Bei kleineren Emissionen, die für institutionelle Investoren kaum von Interesse sind, ist diese „tautologische Vorgehensweise“ nicht zielführend. Aus diesem Grund befürworten wir die Beibehaltung der Ratingpflicht im Entry Standard der Deutschen Börse AG, auch wenn dies zu einem gewissen Mehraufwand für den Emittenten führt. Dies ist der Preis für eine stabilisierende Privatanleger-Tranche.

Macht das „Fremdgehen“ Sinn?

Der Börsengang deutscher Unternehmen an amerikanischen Börsenplätzen ist zurzeit in aller Munde und wird von vielen Marktteilnehmern wie Banken, Beratern und Anwälten sehr stark propagiert. In der Tat ist der US-IPO-Markt im Vergleich zum deutschen bzw. europäischen Kapitalmarkt sehr aufnahmefähig. Bereits in den ersten fünf Monaten sind 83 Börseneinführungen mit einem Volumen von 14,1 Mrd. USD an der NSDAQ bzw. NYSE registriert worden. Obwohl wir in Deutschland derzeit eine kleine „IPO-Rallye“ erleben, bewegen wir uns relativ gesehen mit bis dato insgesamt fünf Neuemissionen bei einem Emissionsvolumen von 1,4 Mrd. € auf niedrigstem Niveau.

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 weisen 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 Innocoll 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 verursachen.

Grundsätzlich erhöht die Einbindung von US-Investoren die Transaktionsicherheit. Dazu bietet sich eine Privatplatzierung bei qualifizierten Investoren

nach „Rule 144a“ (ohne Registrierungspflicht bei der SEC) an, ohne gleich ein aufwendiges US-Listing vornehmen zu müssen. Bei den meisten Technologieemissionen in jüngster Zeit wie SLM Solutions, Zalando, Rocket Internet oder windeln.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.

Ein wesentlicher Grund für den Erfolg des US-IPO Marktes ist die Einführung der Jobs-Act-Regelung 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% in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres. Die deutlich gelockerten SEC Regularien, die für die Erstplatzierung und das Being Public gelten, haben die Hürden für kleinere Emissionen deutlich reduziert. Im Title IV des J.O.B.S. Act sind in Zukunft nicht nur kostspielige Regeln gelockert worden, sondern auch ein freizügigeres Marketing bei Privatanlegern erlaubt – genau das Gegenteil von dem, was in der Börsenwüste Deutschland passiert. Deutschland verfügt über eine Reihe von chancenreichen IPO-Kandidaten, die in den neuen Technologiefeldern Social Media, Internetdienstleistungen oder Industrie 4.0 aktiv sind. Da viele von diesen Unternehmen den operativen Schwerpunkt auf den europäischen Markt haben oder über ein sehr starkes Branding beim deutschen Retailkunden verfügen, bietet sich ein Börsengang in Deutschland an, der auch die Einbindung von US-Investoren ermöglicht. Ein merklicher Abbau der Regularien für kleinere Emittenten - ähnlich dem amerikanischen Vorbild - könnte zu einem IPO-Boom führen und damit privaten Investoren die Möglichkeit erschließen von diesen Chancen zu profitieren.

ESOP werden zu wenig genutzt

Die Frage der Beteiligung von Führungskräften oder Entscheidungsträgern stellt sich nicht nur zum Zeitpunkt des Börsengangs sondern oftmals schon sehr viel früher. Obwohl kapitalmarktbasierete Beteiligungsprogramme während des Börsengangs eigentlich üblich sein sollten, findet man sie in den letzten zehn Jahren nur bei rund einem Drittel (34%) der Neuemissionen (74 Emittenten). Etwa die Hälfte (53%) haben klassische Stock Options Programme bzw. Aktienoptionen aufgelegt. Nur 14% kombinierten die Ausgabe von Aktienoptionen mit dem Erwerb bzw. dem Halten von Aktien im Rahmen eines sogenannten Matching Stock Programms. Die weiteren 15% der Emittenten gewährten den Begünstigten virtuelle Aktien (Phantom Stocks), die eine reine Barvergütung aus der Aktienperformance beinhaltet. Die restlichen 19% der 74 Emittenten haben Modelle einer direkten Aktienbeteiligung vor dem IPO bzw. eines vergünstigten Kaufes während und nach dem IPO implementiert. Etwa die Hälfte der Emittenten verfügte bereits Jahre vor dem IPO über ein Beteiligungsprogramm, das zum Börsengang den kapitalmarktkonformen Erfordernissen angepasst wurde.

Für „Start-ups“ bzw. junge, stark wachsende Unternehmen, die typischerweise bis zum Börsengang eine Reihe von Finanzierungsrunden durchgehen, hat sich die Ausgabe von „Phantom Stocks“ etabliert. Im Gegensatz zu einer direkten Beteiligung durch den Erwerb von Anteilen der Gesellschaft entsteht hier nur eine schuldrechtliche Erfolgsbeteiligung, die bei einem IPO oder Trade Sale ausgeübt werden kann. Da der Begünstigte keine Gesellschafterstellung einnimmt, entstehen keine Mitspracherechte und vor allem auch keine Stimmrechtsverwässerungen für die Altgesellschafter bzw. für die künftigen VC-Investoren in den anstehenden Finanzierungsrunden. Sollte der Begünstigte das Unternehmen vorzeitig verlassen, haben virtuelle Aktien den Vorteil, dass der Aktionärskreis geschlossen bleibt. Für die Begünstigten selbst ist die Gewährung von „Phantom Shares“ steuerlich attraktiv, da erst bei Ausübung bzw. Bezahlung der Differenz zwischen dem Verkehrswert der Aktie und dem Bezugspreis eine Steuerschuld entsteht. Würde derjenige richtige Anteile mit entsprechendem Discount er-

halten, wird er sofort mit einer „dry income“-Situation konfrontiert. Dennoch ist bei „Phantom Share“ Programmen vor allem bei einem IPO zu beachten, dass für die Gesellschaft ein erheblicher Kompensationsaufwand entstehen kann. Dieser außerordentliche Personalaufwand kann u.U. dazu führen, dass ein wesentlicher Teil des geplanten Emissionserlöses aus dem Börsengang für die Abgeltung dieses Programms aufgewendet werden muss. Dies steht im Widerspruch zu den Interessen der neuen Aktionäre, so dass diese vorbörslichen Programme in ein kapitalmarkttaugliches bzw. „Ownership-Programm“ umgestaltet werden müssen. Ein typisches „Ownership-Programm“ bilden sogenannte Matching Stock-Programme, die den Begünstigten mit Optionen für die Auszahlungstreckung entschädigen.

Die Ausgabe von Aktienoptionen unterliegt allerdings restriktiven Bedingungen, die das deutsche Aktienrecht vorgibt: Es ist eine vierjährige Sperrfrist zu beachten, Erfolgshürden müssen definiert werden und ein bedingtes Kapital von max. 10% des bestehenden Grundkapitals ist notwendig. Die verhältnismäßig lange Sperrfrist kann durch ein „rollierendes“ Programm etwas entschärft werden, in dem jährlich neue Optionen mit einer langen Laufzeit ausgegeben werden. Zudem steht dem Emittent eine zusätzliche Ausgabe von Phantom Shares frei, die keiner gesetzlichen Ausgestaltungspflicht unterliegt. Allerdings ist die Ausübung von Phantom Shares mit einer Cashbelastung verbunden, die für Unternehmen in Verlustjahren schwierig werden kann.

Der Erfolg einer sich derzeit bildenden neuen Start-up-Kultur wird maßgeblich durch die Incentivierung der Key-Mitarbeiter beeinflusst. Die Restriktionen, die der Gesetzgeber für klassische Stock Options derzeit vorgibt, macht das Modell auch im internationalen Vergleich für diese Gruppe unattraktiv. An dieser Stelle wäre eine zeitgemäße „Deregulierung“ wünschenswert, um den Börsenplatz Deutschland attraktiver zu machen.

Schutz des Familieneinflusses nach der Börseneinführung

Von den 220 IPOs, die seit 2004 bis Ende Oktober 2015 an den deutschen Börsen stattfanden, können 100 Emittenten zur Kategorie „Familienunternehmen“ gezählt werden. Dazu gehören nach unserer Definition Emittenten, bei der ein Familienstamm mindestens 50% der Stimmenanteile vor dem Börsengang hält. Diese 100 Familienunternehmen erzielten im Geschäftsjahr vor dem IPO einen durchschnittlichen Umsatz von 98 Mio. € (Median 25 Mio. €). Das mittlere EBIT betrug im selben Zeitraum 12 Mio. € (Median: 3,6 Mio. €) und 97% der Emittenten wiesen vor dem Börsengang ein positives Nettoergebnis aus. Was die Bewertung betrifft, so erzielten diese Familienunternehmen eine durchschnittliche Post-Money-IPO-Bewertung von 203 Mio. € (Median: 73 Mio. €) und platzierten im Mittel ein Emissionsvolumen von 66 Mio. € (Median: 18 Mio. €). Der Großteil des platzierten Emissionserlöses (Mittelwert: 77%, Median: 87%) floss für das weitere Wachstum in die Gesellschaft. Diese Zahlen zeigen deutlich, dass ein typisches Familienunternehmen, das den Schritt an die Börse in diesem 10-Jahreszeitraum erfolgreich vollzog, dem Mittelstand bzw. dem Small-Cap-Segment zugehört und den Börsengang in erster Linie für die Mittelaufnahme nutzt.

Was bedeutet dieser Schritt? Der Schritt an die Börse bedeutet für den Familienunternehmer einen anonymen Aktionärskreis als Mitgesellschafter aufzunehmen und damit einen gewissen Grad an Einfluss auf die strategischen Belange der Gesellschaft abzugeben. Im Folgenden zeigen wir, dass diese Aktionärerweiterung nicht zwingend zu einer signifikanten Einschränkung in der Unternehmensführung für die Familie führt.

Eine gesellschaftsrechtliche Möglichkeit, die Einflussnahme der Familie zu schützen, bietet die Wahl der Rechtsform. Die schärfste Möglichkeit, um die Mitbestimmungsrechte der neuen IPO-Aktionäre zu beschränken, bietet die KGaA. Bei dieser Rechtsform bildet der persönlich haftende Komplementär die Geschäftsführung (Vorstand), der durch die Kommanditaktionäre (IPO-Aktionäre) bzw. durch deren gewählten Aufsichtsrat nicht ersetzt werden kann. Da dieses Konstrukt jedoch von der Kapitalmarktseite nur schwerlich akzeptiert wird, ist unter den 100 untersuchten

Familienunternehmen keines zu finden, das diese Rechtsform aufweist. 97% der Gesellschaften wählten die bekannte Rechtsform der Aktiengesellschaft. Die restlichen 3% haben eine ausländische Rechtsform (Qyj, PLC) bzw. eine Gesellschaft wählte die europäische Aktiengesellschaft (SE). Innerhalb einer deutschen Aktiengesellschaft bestehen genug Möglichkeiten, den Familieneinfluss langfristig zu wahren. Zum einen können die Organe (Aufsichtsrat und Vorstand) mit Vertretern der Familie besetzt werden. So waren auch bei 40% der untersuchten Familiengesellschaften in den Aufsichtsräten Familienmitglieder zu finden. In den Vorständen beträgt der Anteil sogar 95%. Da der Kapitalmarkt zunehmend eine stärkere Unabhängigkeit des Aufsichtsrats fordert, ist die Einflussnahme der Familie in diesem Organ mit 40% unterproportional. Eine weitere Möglichkeit zur Wahrung der mehrheitlichen Mitbestimmung bildet die Aktiengattung „Vorzugsaktie ohne Stimmrecht“. Dieses Instrument wurde jüngst beim „Safe IPO“ der Schaeffler AG angewandt, nachdem es viele Jahre in Ungnade gefallen war: Bisher bleibt diese familienfreundliche Aktiengattung eine Seltenheit. Vor dem Schaeffler IPO war es letztmalig die Schuler AG, die bei ihrem IPO im Jahr 1999 Vorzugsaktien emittierte. Da die Vorzugsaktie vor allem bei den Emissionsbanken auf wenig Gegenliebe stößt, bleibt der Familie noch die Möglichkeit, die Verwässerung auf die einfachen Mehrheit der Stimmrechte nach dem IPO zu begrenzen. In der Regel bleibt die Teilnahmequote der Streubesitzaktionäre in der öffentlichen Hauptversammlung oft unter 30%, so dass die „einfache Stimmenmehrheit“ der Familie zu einer „qualifizierten Mehrheit“ bei der Abstimmung führt. Bei den 100 untersuchten Familienunternehmen beträgt der durchschnittliche Familienanteil nach dem IPO dementsprechend immer noch 59% (Median 60%).

Durch die geschickte Auswahl des Emissionskonzeptes kann der Familieneinfluss nach dem Börsengang auch ohne den Einsatz von komplizierten Gesellschaftsstrukturen bzw. der Emission von Vorzugsaktien erreicht werden. Der anonyme Streubesitz ermöglicht eine Stimmenmehrheit der Familie, auch bei einer Verwässerung unter der 50%-Marke. So bleibt die langfristige Einflussnahme der Familie auch nach weiteren Kapitalmarktmaßnahmen gesichert.

IPO lernen!

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen / Uwe Nespethal

Es gibt zahlreiche Studien in denen von einem Potential von über 1.200 börsenreifen Unternehmen im deutschen Mittelstand ausgegangen wird. In den vergangenen zehn Jahren sind jedoch gerade einmal 211 Börseneinführungen an den deutschen Börsen zu verzeichnen gewesen. Uns scheint, dass neben den mehrfach diskutierten, fehlenden Rahmenbedingungen für eine emissionsfreundige Kapitalmarktlandschaft vielleicht auch ein Missverständnis bei den Erwartungen an den öffentlichen Kapitalmarkt unter diesen potentiellen Unternehmen bzw. Unternehmern vorherrscht. Über das fehlende Kapitalmarktverständnis unter Privatanlegern wird aktuell zu Recht diskutiert („Aktion pro Aktie“). Es 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 sehr schön beschreibt, können die potentiellen 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 börsenfähig, aber aus den unterschiedlichsten 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.

Ein Großteil dieser Missverständnisse oder Vorurteile über Neuemissionen kann durch Statistiken über Börseneinführungen entkräftet werden. Auf die Frage, ob es nur Großunternehmen sind, die den Gang an die Börse schaffen, lautet die Antwort: „nein“. Zwar beträgt der durchschnittliche Umsatz sämtlicher 211

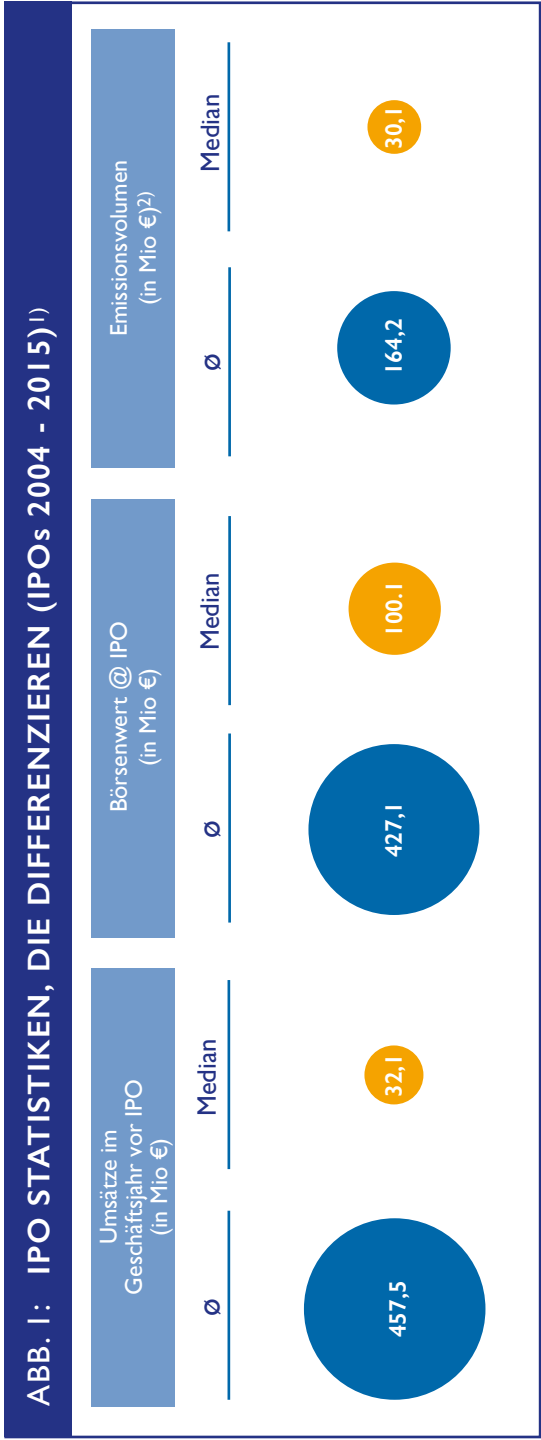
¹ Zeitraum 2004 bis 15. März 2015

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

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

IPOs der letzten zehn Jahre rd. 458 Mio. €. Wird jedoch als statistische Größe der Medianwert herangezogen, so beträgt der mittlere Umsatz nur noch rd. 32 Mio. €, also nicht einmal ein Zehntel des Durchschnittswertes. Ähnliche Tendenzen finden sich in den Kennzahlen Börsenwert oder Emissionsvolumen. Danach beträgt der durchschnittliche „Post-Money-Börsenwert“ sämtlicher Emissionen rd. 472 Mio. €. Im Median liegt dieser Wert nur bei 100 Mio. €. Das effektiv erzielte Platzierungsvolumen liegt im Durchschnitt bei beachtlichen 164 Mio. € und im Median nur noch bei 30 Mio. €. Da der Median auf extreme statistische Ausreißer 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!



1) Börseneinführungen an den deutschen Börsenplätzen im Rahmen eines öffentlichen Angebotes, Stand 15. März 2015

2) Inklusive ausgeübte Mehrzuteilungsoption

Quelle: Bättchen Financial Advisory

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 rd. 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 10 Jahre herangezogen, so berechnet sich ein jährliches Umsatzwachstum der gemittelten Umsätze für die Jahre vor und nach dem IPO von 11% p.a.⁵ – eigentlich eine bescheidene Größe! Werden aber die Medianwerte der Umsätze für diese Jahre herangezogen, so beträgt die jährliche Wachstumsrate stolze 74%! Es sind vor allem die kleineren Unternehmen, die mit Hilfe des Börsengangs und der eingeworbenen Mittel ihr Wachstum beschleunigen können. Dies zeigt sich noch deutlicher, 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 rd. 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 Ergebniserwartung 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 Ertragservartung. Ist diese Erwartung überzeugend, kann der Emittent auf eine stattliche

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.

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

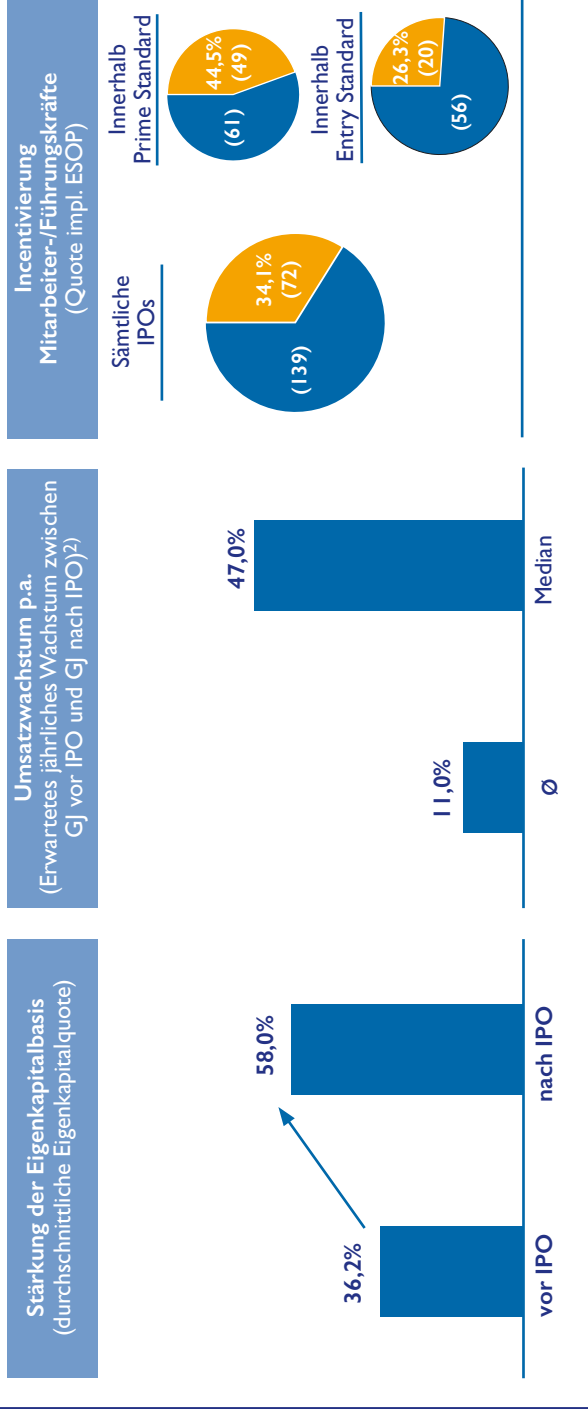
Die Beteiligung von Führungskräften und Mitarbeitern durch kapitalmarkt-orientierte Vergütungssysteme bleibt eine weitere Motivation für den Schritt an die Börse. So hat jedes dritte IPO (34%) zum Zeitpunkt des Börsengangs ein sogenanntes „ESOP“ eingeführt. Vor allem Emittenten, die den Prime Standard als Zugangssegment wählten, beteiligten mit rd. 45% ihre Mitarbeiter und Führungskräfte. Im Entry Standard haben nur 26% der Emittenten ein Beteiligungsprogramm aufgesetzt. Die 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 MEP⁶ beteiligt wurden. Bei den kleineren Emittenten schrecken vermutlich 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.

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 praktiziert⁷.

⁶ Management Equity Program

⁷ „Preparing you for capital market success“
(<http://www.ise.ie/Products-Services/List-your-company/ESM/>)

ABB. II: IPO MOTIVE IN STATISTIKEN 1)



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 2044 bis 15.03.2015

Quelle: Blättchen Financial Advisory

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

Römerstraße 109 | 71229 Leonberg
BOX 1338 | 71203 Leonberg

T + 49 (0) 71 52.61 01 94.0

F + 49 (0) 71 52.61 01 94.9

@ info@blaettchen-fa.de

www.blaettchen-fa.de