

DER BÖRSENGANG DER BRAIN AG

BIOTECH-IPO ALS KAPITALMARKTOPTION FÜR FAMILIENUNTERNEHMEN?

PROF. DR. WOLFGANG BLÄTTCHEN UND UWE NESPETHAL

ABSTRACT

Familienunternehmen und Börse: Ein schwieriges Thema. Die Öffentlichkeit, der Dividendendruck und das Gefühl, nicht mehr Herr im eigenen Boot zu sein, wecken bei den Unternehmen oft Skepsis. Doch es geht auch anders. Die BRAIN AG, ein Biotechnologieunternehmen mit Familienbeteiligung, wagte dieses Jahr den Sprung aufs Parkett – doch nicht, ohne alle Optionen abzuwägen. Überhaupt scheint die Biotechnologie derzeit eine sehr lohnenswerte Branche für einen Börsengang zu sein. Dort ist das Umfeld für Finanzierungen über den öffentlichen Kapitalmarkt so gut wie lange nicht mehr. Vor allem in den USA und Europa stehen die Türen offen. Dies und den Börsengang von BRAIN behandelt die folgende Fallstudie.

Weltweit werden umfangreiche Mittel in europäische Biotech-Ideen investiert, ob es nun um medizinische Anwendungsbereiche geht („rote“ Biotechnologie), um Landwirtschaft („grün“) oder um industrielle Anwendungen („weiße“ Biotechnologie): Die Potenziale sind immens, und in den etablierten Großunternehmen wie Bayer, BASF, Merck etc. werden diese häufig nicht entwickelt, sondern in eigenen, spezifisch gegründeten Gesellschaften. Davon gehen jährlich zahlreiche mit bereits vielversprechenden Anfangserfolgen ausgestattete Unternehmen an die Börse. So waren es nach der aktuellen BIOCOM Analyse¹ in den Jahren 2014 und 2015 allein 50 Börseneinführungen europäischer Biotech-Unternehmen (jeweils 25 IPOs in beiden Jahren), die in der Summe der beiden Jahre 2,5 Mrd. Euro (2014: 1,3 Mrd. Euro und 2015: 1,2 Mrd. Euro) platzieren konnten. Das mittlere Emissionsvolumen dieser IPOs liegt bei rund 50 Mio. Euro. Immerhin 37 der 50 Neuemissionen wählten für ihre Notierungsaufnahme einen europäischen Börsenplatz,

darunter vor allem Euronext, ein Verbund der Börsenplätze Paris, Brüssel, Amsterdam (17 IPOs), sowie die *London Stock Exchange* (zehn Erstnotierungen). Die 13 nicht an einer europäischen Börse erfolgten IPOs notierten an den amerikanischen Börsen NASDAQ bzw. NYSE, wobei das „Fremdlisting“ von neun im Jahr 2014 auf nur noch vier im Jahr 2015 merklich zurückgegangen ist. Und in Deutschland? In der „Neuer-Markt“-Zeit gingen 20 deutsche Biotechs in den Jahren 1999 bis 2001 mit einem mittleren Emissionsvolumen von 60 Mio. Euro an die deutsche Börse. Seit zehn Jahren kein einziges.

Zusätzlich konnten die bereits börsennotierten europäischen Biotech-Unternehmen am Sekundärmarkt im Jahr 2014 rund 2,2 Mrd. Euro mit 108 Emissionen und im Jahr 2015 rund 5,0 Mrd. Euro mit 125 Emissionen über sogenannte *Follow-on-Platzierungen* (Bezugsrechtskapitalerhöhungen, PIPE²) über die Börsen einsammeln. Diese Sekundärmarktplatzierungen liegen im Durchschnitt bei 40 Mio. Euro im Jahr 2015 bzw. 20 Mio. Euro im Jahr 2014. Somit stellte der Kapitalmarkt im Jahr 2014 rund 3,4 Mrd. Euro und 2015 sogar 6,3 Mrd. Euro für die Forschungs- und Produktentwicklung der Biotechnologieunternehmen zur Verfügung. In den Jahren 2011 und 2012 lag das Gesamtfinanzierungsvolumen bei weniger als 0,9 Mrd. Euro. Der europäische Biotechnologiemarkt umfasst Ende 2015 insgesamt 191 börsennotierte Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von ca. 110 Mrd. Euro. 18 der Europäer haben ihre alleinige Börsenzulassung an einem der US-Börsenplätze (NASDAQ, NYSE) und weisen eine Marktkapitalisierung von rund 29 Mrd. Euro auf. Zu den bevorzugten europäischen Börsenplätzen gehören der paneuropäische Börsenverbund *Euronext* (52), London (38), *NASDAQ OMX* (31),

1 BIOCOM AG (2016)

INHALT

- I. Biotechnologie und Kapitalmarkt in Deutschland: Hohes Aufholpotenzial
- II. Industrielle Biotechnologie: Ein noch wenig beachtetes Thema am Kapitalmarkt
- III. BRAIN AG: Protagonist der deutschen industriellen Biotechnologie mit Familienhintergrund
- IV. Finanzierung des Kapitalbedarfs: Private Placement vs. Börsengang?
- V. Das Projekt „Börsengang“: Von der Grundsatzentscheidung bis zur Erstnotiz
- VI. Lessons learnt

2 PIPE: *Private Investments in Public Equity*, dabei handelt es sich um eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechtes.

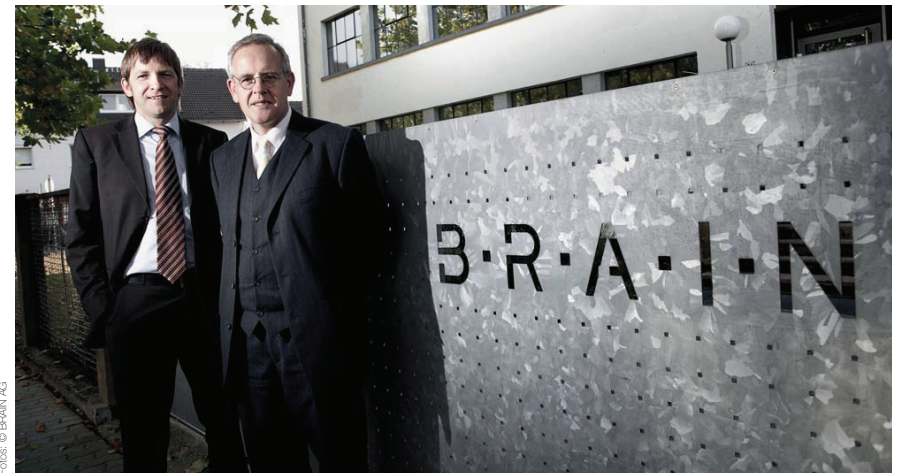


Foto: © BRAIN AG

Die Gründer der BRAIN AG: Dr. Jürgen Eck (l.) und Holger Zinke. Der Börsengang schien die beste Option.

Frankfurt (15) und Zürich (11).³ Die größten Börsenplätze bleiben unangefochten die US-Börsen NASDAQ und NYSE mit derzeit über 400 gelisteten Biotechnologieunternehmen und einer Gesamtmarktkapitalisierung von rund 800 Mrd. Euro. In den beiden Jahren 2014/15 fanden an den US-Börsenplätzen 122 Biotech-IPOs mit einem Volumen von 8,5 Mrd. Euro statt. Darüber hinaus wurden über *Follow-on-Transaktionen* weitere rund 9,5 Mrd. Euro im Jahr 2014 erzielt. Im aktuellen Jahr 2016 sind von den elf in den ersten drei Monaten stattgefundenen IPOs sechs Biotechnologieunternehmen, die in der Summe rund 0,5 Mrd. US-Dollar platzieren konnten. Zwei weitere Emittenten gehören der Medizintechnik an, die weitere 0,15 Mrd. US-Dollar über den öffentlichen Kapitalmarkt einsammelten. Obwohl das erste Quartal 2016 zu den schwächsten IPO-Monaten seit 2009 zählt, zeigt sich, dass Biotechnologie bei internationalen Investoren attraktiv bleibt.⁴

I. BIOTECHNOLOGIE UND KAPITALMARKT IN DEUTSCHLAND: HOHES AUFHOLPOTENZIAL

Ende 2015 existierten in Deutschland über 500 Unternehmen, die sich hauptsächlich mit Biotechnologie beschäftigten und mit über 13.000 Mitarbeitern einen Umsatz von etwa 3,0 Mrd. Euro erzielten.⁵ Bei der Finanzierung dieser Unternehmen zeigt sich folgendes Bild: Im Jahr 2014 wurden insgesamt 445 Mio. Euro über drei Finanzierungsquellen aufgenommen: 51 % oder 229 Mio. Euro über den öffentlichen Kapitalmarkt (IPO, *Follow-on-Transaktionen*). 39 % oder 172 Mio. Euro wurden von Venture-Kapitalisten bereitgestellt. Die restlichen 10 % bzw. 44 Mio. Euro sind aus öffentlichen Fördertöpfen an die Unternehmen geflossen. Immerhin 50 % der Finanzierungen wur-

den somit über die Börse bereitgestellt. Dieses Bild ist leider nicht nachhaltig. So hatte zwei Jahre zuvor das Finanzierungsvolumen eine ähnliche Größenordnung von 404 Mio. Euro, jedoch nur 28 % oder 95 Mio. Euro stammten vom Kapitalmarkt. Der wesentliche Teil (59 % bzw. 205 Mio. Euro) wurde von VC-Investoren bereitgestellt, vor allem durch bekannte *Family Offices* wie Hopp oder Strüngmann.

Wer aber sind die börsennotierten Unternehmen? Laut BIOCOM sind aktuell 15 Biotech-Unternehmen an der deutschen Börse mit einer Marktkapitalisierung von rund 1,7 Mrd. Euro gelistet. Hinzu kommen vier weitere Unternehmen, die an einer ausländischen Börse notiert sind.⁶ Gemessen an der Zahl der in Deutschland ansässigen Biotech-Unternehmen (ca. 500) spielen die börsennotierten Unternehmen mit einem Anteil von weniger als 4 % eine relativ unbedeutende Rolle. Sie vereinigten aber im Jahr 2015 rund 50 % der gesamten Biotech-Finanzierung auf sich.

2014 sind drei deutsche Biotech-Unternehmen nach einer sehr langen Pause an die Börse gegangen. Jedoch wählten sie als Börsenplatz nicht Frankfurt, sondern wie im Falle der Emittenten Innocoll und Affirmed die US-Börse NASDAQ und Probiobio die Euronext. Alle drei Gesellschaften konnten im Rahmen ihres IPOs ca. 120 Mio. Euro einsammeln. 2015 folgte noch das Diagnostikunternehmen Curetis, das über die Euronext rund 30 Mio. Euro einwarb. Nach fast einem Jahrzehnt Emissionspause wurde am 9. Februar 2016 mit dem Börsengang der BRAIN AG an der Frankfurter Wertpapierbörse das Eis für den deutschen Kapitalmarkt mit einem Emissionserlös von 32,5 Mio. Euro gebrochen. Die letzte Notierungsaufnahme eines Biotech-Unternehmens an einer deutschen Börse war die Wilex AG am 13. November 2006.⁷ ➔

3 Notierte Unternehmen Ende 2015

4 IPO-Statistiken der NASDAQ (<http://www.nasdaq.com>)

5 BIOCOM AG (2016)

6 Innocoll, affirmed an der NASDAQ, Probiobio und curetis an der Euronext

7 Datenbank Blättchen Financial Advisory

II. INDUSTRIELLE BIOTECHNOLOGIE: EIN NOCH WENIG BEACHTETES THEMA AM KAPITALMARKT

Der Kapitalmarkt hat vor ca. 20 Jahren die „rote“ Biotechnologie für Investments entdeckt. Hingegen steht die „weiße“ oder industrielle Biotechnologie für viele Investoren bisher kaum im Fokus. Es finden sich im Vergleich zur roten Biotechnologie nur wenige Unternehmen wie die US-Unternehmen Intrexon, Amryis, Solazyme und Senomyx oder die europäischen Pendants wie Evolva oder Novozymes an den Börsen. Das Potenzial der industriellen Biotechnologie bzw. Bioökonomie im weiteren Sinne ist jedoch enorm, da es den Transformationsprozess von chemischen zu biologischen Lösungen beinhaltet. Bereits heute liegt der biotechnologische Anteil in der chemischen Industrie weltweit bei rund 12 % oder 220 Mrd. Euro. Dieser Anteil soll bis zum Jahr 2020 auf 20 % bzw. 515 Mrd. Euro steigen.⁸

III. BRAIN AG: PROTAGONIST DER DEUTSCHEN INDUSTRIELLEN BIOTECHNOLOGIE MIT FAMILIENHINTERGRUND

Seit seiner Gründung im Jahre 1993 fokussierte BRAIN sein Geschäft bis 2010 ausschließlich auf das Kooperationsgeschäft mit weltweit führenden Unternehmen, um biologische Lösungen für Anwendungen in der Konsumgüter-, Kosmetik-, Futtermittel- und Nahrungsmittelindustrie zu entwickeln. Dabei identifiziert BRAIN aus einem unternehmenseigenen BioArchiv neue, leistungsfähige Enzyme, mikrobielle Produzenten-Organismen sowie bioaktive Naturstoffe, die industriell nutzbar gemacht werden können. Die hieraus erzielten Umsatzerlöse stammen im Wesentlichen aus den Projektvergütungen, wie *Upfront*-, *Milestone*- oder *Success Payments*, die zwar profitabel ausfallen, aber nur zu einem gewissen Grad skalierbar sind. Im Jahr 2010 fiel im Gesellschafterkreis und Vorstand die Entscheidung, neben BioScience einen zweiten Geschäftsbereich aufzubauen, der die Entwicklung und Kommerzialisierung eigener Produkte beinhaltet. Dieser zusätzliche Geschäftsbereich – BioIndustrial – ermöglicht eine schnelle Skalierung mit deutlicher Margenausweitung. Im selben Jahr fand auch die erste Akquisition eines „B2B“-Herstellers für kosmetische Produkte statt, gefolgt von weiteren Übernahmen innerhalb der Kosmetik- und Enzymindustrie. Diese Industrialisierungsstrategie hatte einen Investitionsbedarf in Höhe von 25 Mio. Euro zur Folge, der vom bestehenden Investorenkreis finanziert wurde. Zum Aktionärskreis gehören die MP Beteiligungs-GmbH (das Family Office der Familie Putsch/RECARO Gruppe) mit rund 50 %, die MIG-Gruppe als VC-Investor (investiert mit mehreren Fonds) mit rund 23 % sowie das Management und die Gründerfamilien der BRAIN mit rund 26 %. Die MIG Gruppe ist kein typischer VC-Investor, sondern bündelt die Investoren in den einzelnen MIG Fonds. Dies sind zum großen Teil Privat-anleger oder kleinere Family Offices, die in der Summe über 50.000 Personen umfassen.⁹ Diese Besonderheit wurde beim späteren IPO zur Vermarktung genutzt.

⁸ Wertpapierprospekt der BRAIN AG vom 20. Januar 2016
⁹ MIG Leistungsbilanz 2014

Die Entwicklung der Geschäftsjahre 2011 bis 2015 zeigt, dass die Industrialisierungsstrategie fruchtet. Die BRAIN Gruppe erhöhte ihre Gesamtleistung von 7,9 Mio. Euro auf 25,7 Mio. Euro um jährlich 48 %. Besonders stark wuchs im gleichen Zeitraum der neue Geschäftsbereich BioIndustrial um jährlich 55,4 % von 3,6 Mio. Euro auf 13,5 Mio. Euro. Damit übertraf im Geschäftsjahr 2014/15 erstmalig der Umsatzanteil aus Eigenprodukten (BioIndustrial) das bisher dominierende BioScience-Geschäft mit über 100 Kooperationspartnern. Aufgrund der notwendigen F&E-Aufwendungen für die Produktentwicklungen von jährlich rund 6,0 Mio. Euro wies das operative Ergebnis (EBIT) in den Jahren 2011 bis 2014 einen Fehlbetrag aus. Das künftige Wachstums- und Ertragspotenzial ergibt sich aus der in den letzten Jahren aufgebauten Produktpipeline mit 15 neuen Produkteinführungen für Anwendungen in der Nahrungsmittelindustrie, Enzyme, Wundheilung, *Green Mining* und Kosmetik. Die Kommerzialisierung dieser Produktkandidaten soll entweder über die bestehenden Tochtergesellschaften der BRAIN direkt oder durch Lizenzvergabe an Industriepartner erfolgen. Zugleich ermöglicht das einzigartige BioArchiv mit Tausenden von archivierten Mikroorganismen und pflanzlichen Substanzen einen jährlichen Zuwachs der Produktpipeline von ein bis zwei neuen Kandidaten. Für die Umsetzung dieser Produktstrategie wurde ein Kapitalbedarf von ca. 30 Mio. Euro geplant, der entweder über weitere Finanzierungsrunden der bestehenden und gegebenenfalls neuer Gesellschafter oder wenn möglich über die Börse gedeckt werden sollte. Beide Alternativen wurden untersucht.

IV. FINANZIERUNG DES KAPITALBEDARFS: PRIVATE PLACEMENT VS. BÖRSENGANG?

Die Option, sich für einen Börsengang zu entscheiden, war im Herbst 2014 nicht selbstverständlich. Das IPO-Klima war in Deutschland alles andere als optimal: Neun Börseneinführungen mit einem Gesamtemissionsvolumen von rund 3,3 Mrd. Euro, wovon abgesehen von den drei katastrophalen, chinesischen Emittenten¹⁰ kein IPO unter 180 Mio. Euro Platzierungsvolumen lag. Jedoch gab es einige Indikationen, die für einen Börsengang sprachen: SLM Solutions Group AG, ein 3-D-Druckerhersteller, debütierte im Mai 2014 als erstes bedeutendes Hightech-Unternehmen nach Ausbruch der Finanzkrise sehr erfolgreich an der Frankfurter Börse. Darüber hinaus wurde mit diesem Börsengang die bis dato geführte Meinung widerlegt, dass es nur in den USA möglich ist, eine attraktive Bewertung zu erzielen.¹¹ Zudem wiesen die Emittenten Rocket Internet und Zalando deutlich operative Verluste in ihren letzten veröffentlichten Jahresabschlüssen vor dem Börsengang aus. Somit waren IPO-Investoren wieder gewillt, in wachstumsstarke Verlustunternehmen zu investieren. Auch kam der Umstand zugute, dass in diesem Jahr

¹⁰ Snowbird AG: 9,5 Mio. Euro; JJ Auto AG: 0,7 Mio. Euro und Fenghua Sole-Tech AG: 0,6 Mio. Euro
¹¹ voxeljet AG als Pendant zu SLM Solutions Group AG hat im Oktober 2013 ein IPO mittels *American Depositary Shares* (ADSs) an der New York Stock Exchange vollzogen. Beide Emittenten weisen zum IPO-Zeitpunkt den gleichen Umsatzmultiplikator auf Basis des Geschäftsjahrs vor Börseneinführung (*Pre-Money*) von rund 11,5 auf.

Der Börsengang der BRAIN AG

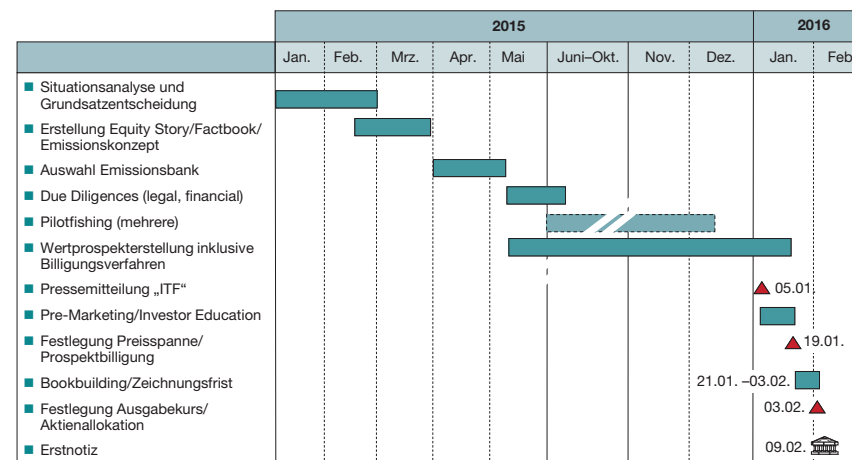


Abbildung 1: Projektablauf und Erstnotiz. (Quelle: Blättchen Financial Advisory)

sowohl an den US-Börsenplätzen als auch in Europa (Euronext, London Stock Exchange) zahlreiche „Biotech-IPOs“ stattfanden.

Für BRAIN stellte der Börsengang aus mehreren Gründen die bessere Option dar: Der öffentliche Kapitalmarkt bietet einem „Familienunternehmen“ Unabhängigkeit und facettenreiche Gestaltungsmöglichkeiten in der künftigen Wachstumsfinanzierung. Bisher finanzierte sich das Unternehmen ausschließlich im bisherigen Gesellschafterkreis. Will man aber passende Unternehmen akquirieren, stößt ein begrenzter Aktionärskreis schnell an seine Grenzen. Man kam zu dem Ergebnis, dass der Kapitalmarkt an dieser Stelle deutlich flexibler ist und Spiel mit unterschiedlichen Finanzierungsinstrumenten wie Wandel-, Optionsanleihen, Bezugsrechtskapitalerhöhungen, PIPES oder Aktientausch ermöglicht. Schließlich ist der IPO nur der erste Schritt zur Kapitalaufnahme, dem in der Regel mehrere folgen. Der zweite Grund, der für den Börsengang sprach, ist die Publikumswirksamkeit eines börsennotierten Unternehmens. BRAIN ist ein vergleichsweise kleines Unternehmen, das international mit Großunternehmen zusammenarbeitet. Die Börsennotierung bedeutet immer ein Qualitätssiegel sowohl für Kunden als auch für Lieferanten. Zudem schafft die Möglichkeit, den Kapitalmarkt bei Bedarf anzuzapfen, bei Kooperationspartnern ein erhöhtes Vertrauen, kapitalintensive Produktentwicklungen und -einführungen gemeinsam zu begleiten.

Ein weiterer positiver Aspekt eines Börsengangs ist die langfristige *Incentivierung* der Mitarbeiter über ein aktienbasiertes Beteiligungsprogramm. Die Auflegung eines *Stock-Option*-

oder *Matching-Stocks*-Programms bietet für Fach- und Führungskräfte eine attraktive Vergütung, die sonst für kleinere Unternehmen nicht darstellbar wäre. Trotz des bleibenden Kapitalmarkt- und damit Transaktionsrisikos war der Börsengang für Aufsichtsrat und Vorstand die zu bevorzugende Alternative für die anstehende Finanzierung.

V. DAS PROJEKT „BÖRSENGANG“: VON DER GRUNDSATZENTSCHEIDUNG BIS ZUR ERSTNOTIZ

Mit der Entscheidung, an die Börse zu gehen, sind folgende Fragestellungen zu beantworten: Welcher Zeitpunkt ist der richtige? Welcher Börsenplatz und welches Börsensegment machen Sinn? Welche Investoren sollen gewonnen werden? Wer ist die passende Emissionsbank für die Platzierung? Mit welcher Bewertung kann gerechnet werden? Wie kann die *Equity Story* formuliert werden, die von den Zielinvestoren verstanden wird? Wie sieht ein kapitalmarktorientiertes Beteiligungsprogramm aus? Welche formellen Voraussetzungen sind zu erfüllen?

Die Grundsatzentscheidung bei der Auswahl des Börsenplatzes und Börsensegments fiel relativ schnell und war eng verbunden mit der Definition der Zielinvestoren. Zum einen war es dem Vorstand bewusst, dass der Platzierungserfolg wesentlich von der Begeisterung institutioneller Investoren abhängt, die einen allgemeinen Branchenfokus aufweisen. Da BRAIN kein klassisches „rotes“ Biotechnologieunternehmen oder *Healthcare*-Unternehmen ist, sondern mit seinem Produktfokus eher in das Segment der breiten Spezialchemie passt, würden ➤

sich kaum „Biotech-Spezialisten“ für die Aktie begeistern. Zugleich konnte damit ein Auslandslisting etwa an der NASDAQ oder der Euronext infrage gestellt werden. Dieser Schritt hätte gegebenenfalls Sinn gemacht, wenn BRAIN tatsächlich ein klassischer Emittent aus der roten Biotech-Branche wäre, da vor allem US-Investoren sehr aufnahmefreudig für solche Neuemissionen sind. Inwieweit US-Investoren über eine Privatplatzierung gemäß *Rule 144a*¹² zu berücksichtigen sind, sollte zu einem späteren Zeitpunkt mit der Emissionsbank diskutiert werden.

Der wichtigste Aspekt, der für eine Börsennotierung in Frankfurt sprach, war die Absicht, Privatanleger und Mitarbeiter des Unternehmens bei der Zeichnung einzubeziehen. Außerdem war BRAIN über die MIG Fonds bereits bei ca. 35.000 Anlegern in Deutschland und Österreich sehr bekannt. Auf diesen wertvollen Anlegerpool zu verzichten, wäre bedauerlich gewesen. Da BRAIN seit mehreren Jahren bereits einen freiwilligen Konzernabschluss nach IFRS erstellt, stellte eine Börsenzulassung im *Prime Standard* der Deutschen Börse AG keine wesentliche Hürde dar.

Den richtigen Zeitpunkt für den Börsengang festzulegen, hängt im Wesentlichen von zwei Parametern ab. Der erste ist technischer Natur und richtet sich nach den regulatorischen Vorschriften der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und den Usancen der Emissionsbank über das Alter der letzten im Wertpapierprospekt aufzunehmenden Abschlusszahlen. Zum anderen sind die Zeitfenster zu berücksichtigen, in denen vor allem ferienbedingt (Sommerferien, Weihnachtsen, Jahreswechsel) eine Investorenansprache keinen Sinn macht. Da BRAIN seinen Jahresabschluss zum 30. September feststellt, kommen als Zeitfenster für eine Platzierung die Zeiträume September bis Anfang Dezember, Mitte Januar bis Anfang Februar sowie Mai bis Mitte Juli infrage. Als realistisch wurden die beiden Zeitfenster September bis Anfang Dezember 2015 oder Januar 2016 gesehen. Somit hatte die Auswahl der Emissionsbank spätestens im Mai 2015 zu erfolgen, um noch genügend Zeit für die erforderlichen Dokumentationen und Vermarktungsaktivitäten (*Due Diligence*, Erstellung und Billigung des Wertpapierprospekts, Analystenpräsentation, *Investor Education*, *Pre-Marketing* etc.) zu haben. Dennoch bleibt eine Unbekannte im gesamten IPO-Projekt immer bestehen: das Börsenumfeld.

Um zielgerichtete Gespräche mit den infrage kommenden Emissionsbanken zu führen, musste zunächst ein sogenanntes *Fact Book* erstellt werden. Darin sind das Geschäftsmodell, die künftige Strategie, historische Zahlen der letzten drei Jahre sowie eine *Post-Money*-Planung zu präsentieren. Ebenfalls finden sich darin bereits Eckpunkte zum geplanten Emissionskonzept, Aussagen zum geplanten Umfang der Kapitalerhöhung und zu einer möglichen Umplatzierung der Altgesellschafter, zum präferierten Börsensegment und zu den Zielinvestoren, zum Managementbeteiligungsprogramm sowie zum Zeitplan. In den anschließenden Bankengesprächen wurde vorgeführt,

wer das vorgestellte Konzept am weitesten trägt und natürlich zu welchen Bedingungen.

Mit der Auswahl der Emissionsbank im Mai 2015 wurde auch der Startschuss für die technische Durchführung des Börsengangs gegeben. Als Ziel für die Notierungsaufnahme wurde das Zeitfenster nach der Sommerpause vereinbart, um genügend Zeit für die vorbereitende Vermarktung zum einen und zum anderen die Aufnahme der Neunmonatszahlen im Wertpapierprospekt zum 30. Juni 2015 zu ermöglichen. Besonderen Stellenwert legte man auf einen frühzeitigen Kontakt zu potenziellen Investoren im Rahmen des sogenannten *Pilot-fishings* oder *Market Soundings*, um Transaktionssicherheit noch vor dem eigentlichen öffentlichen Angebot zu erhalten. Das IPO-Projektteam wurde um zahlreiche Dienstleister erweitert, die es zu koordinieren galt. Dazu zählen u.a. die Anwälte seitens der Emittentin und der Emissionsbank, die für die *Legal Due Diligence* und Wertpapierprospekterstellung verantwortlich sind, Wirtschaftsprüfer, IR- und PR-Verantwortliche, Analysten und natürlich das Projektteam der emissionsbegleitenden Bank. Neben den Dokumentationsanforderungen wurden zeitgleich Maßnahmen für die Umsetzung kapitalmarktrechtlicher und formaler Erfordernisse gestartet, wozu Satzungsanpassungen, Kapitalerhöhungen, Beschlüsse zu den Kapitalien (Bedingtes, Genehmigtes), *Stock-Options*-Programm, Vorstands- und Aufsichtsratskomplettierungen, Gründung von kapitalmarktrelevanten Ausschüssen im Aufsichtsrat, kapitalmarkttaugliche Vergütungsmodelle für Vorstand und Aufsichtsrat sowie weitergehende Erfordernisse der *Corporate Governance* gehören. Besonders arbeitsintensiv zeigt sich grundsätzlich immer die Wertpapierprospekterstellung, die in mehreren physischen Sitzungen im Team sowie in Telefonaten erfolgt. Ebenfalls gehört eine sehr enge Abstimmung mit der BaFin zum Zeitplan und zu Prospektinhalten dazu.

Wie bereits erwähnt ist der frühzeitige Kontakt zu Investoren entscheidend für den Erfolg des Börsengangs. Auf der institutionellen Seite erfolgten bereits kurz nach der Bankenmandatierung erste *One-on-Ones* mit einer Handvoll sogenannter Kerninvestoren in ganz Europa, die zum einen wertvolle Einschätzungen zur Equity Story und zum Management und zum anderen bereits erste Aussagen über Zeichnungswilligkeit geben. Dieses Feedback ist zugleich sehr wertvoll, um die anstehende Analystenpräsentation vorzubereiten. Auf der Zielinvestorensseite der öffentlichen Privatanleger sowie der „Friends & Family“ wurden Maßnahmen definiert, um eine gezielte Ansprache vor und während der Zeichnungsphase innerhalb der rechtlichen Rahmenbedingungen zu ermöglichen. Da die Emissionsbank keine Retailbank ist und damit interessierte Privatanleger nicht direkt über die Bank zeichnen können, mussten Zeichnungsmöglichkeiten neben der Einbindung von Onlinebanken gefunden werden. Für die Gruppe der Friends & Family, der Mitarbeiter der BRAIN und der Anleger der MIG Fonds in Deutschland und Österreich wurde eine exklusive Zeichnungsmöglichkeit auf der Homepage der BRAIN installiert. Hierfür wurden ein etablierter Softwareanbieter und eine für die Zeichnungsabwicklung erfahrene Zahlstelle eingebunden. Das Kommunikationskonzept sah für diese Anlegergruppe auch vor, Veranstaltungen in einigen

¹² *Rule 144a* steht für die Möglichkeit der Ansprache von „qualifizierten Investoren“ (institutionelle US-Investoren), ohne eine aufwendige SEC-Registrierung vornehmen zu müssen.

Aktienzuteilung beim IPO der BRAIN AG*

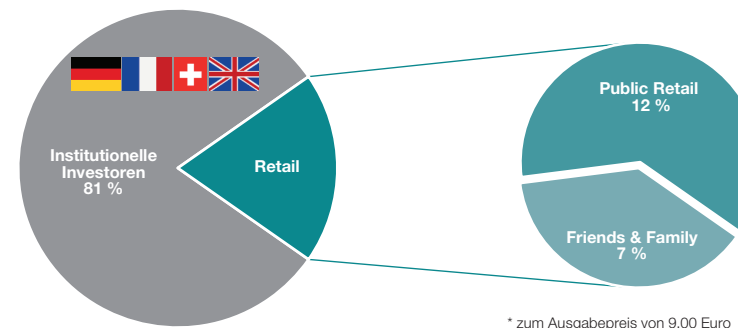


Abbildung 2: Institutionelle Investoren sind in der Mehrheit. (Quelle: BRAIN AG)

Großstädten durchzuführen. Interessierte Personen konnten sich auch frühzeitig auf der Homepage registrieren lassen, um weitergehende Informationen über den geplanten Börsengang zeitnah zu erhalten. Für den öffentlichen Retail konnte auf die Xetra-Zeichnungsfunktionalität der Deutschen Börse AG zurückgegriffen werden.

Im September 2015 trübte sich plötzlich das Börsenumfeld derart ein, dass eine Platzierung im geplanten Zeitfenster bis Ende Oktober auf Basis der neun Monatszahlen zu riskant erschien. Da diese Eintrübung vor allem die Griechenlandkrise verursachte und somit von temporärer Dauer war, wurde als neuer Platzierungszeitraum Mitte November/Anfang Dezember 2015 bzw. Anfang Januar 2016 vereinbart. Diese Verschiebung hatte zur Konsequenz, dass in den Wertpapierprospekt nun der Jahresabschluss für das abgelaufene Geschäftsjahr zum 30. September 2015 einfließen musste. Zugleich konnte die „gewonnene“ Zeit genutzt werden, um die Gespräche mit Ankerinvestoren zu intensivieren und die Öffentlichkeitsarbeit breiter aufzustellen. Im November wurde in Abstimmung mit der Emissionsbank und dem Feedback der Investorengespräche der Zeitpunkt für den Beginn der Investor Education und anschließenden *Roadshow* auf Anfang Januar 2016 festgelegt. Dieser Zeitplan bietet den Vorteil, mehrere Wochen im Januar für die geplanten Privatanlegerveranstaltungen zu haben und sich als ersten Börsengänger des Jahres 2016 anzukündigen, was natürlich die mediale Aufmerksamkeit auf sich lenkt.

Am 5. Januar 2016 wurde durch eine Pressemitteilung die sogenannte *Intention to Float* (ITF) veröffentlicht, in der BRAIN die Absicht eines Börsenganges in den nächsten Wochen ankündigte. Mit dieser Mitteilung versandte die Emissionsbank zeitgleich an über 1.000 institutionelle Adressen in ganz Europa die IPO-Research-Studie, womit auch die Investor Education bzw. das Pre-Marketing begann. Im Rahmen dieser Investor Education wurden in mehreren Investorenmeetings belastbare

Einschätzungen über die Bewertung und die Zeichnungswilligkeit eingeholt. Dieser Abschnitt endete am 19. Januar 2016 in einer Zeit, in der sich das Börsenumfeld extrem volatil verhielt. Trotz des widrigen Umfeldes war das Feedback so vielversprechend, dass der Vorstand und die Emissionsbank sich für den Schritt des öffentlichen Angebotes für den Zeitraum 21. Januar bis 3. Februar 2016 entschieden. Die Preisspanne wurde mit 9,00 Euro bis 12,00 Euro festgelegt, und der Umfang der angebotenen, neuen Aktien mit 3,5 Mio. Stück ermöglichte, dass das Zielvolumen von mindestens 30 Mio. Euro erreicht werden konnte. Am 21. Januar 2016 begann mit vorheriger Billigung des Wertpapierprospektes durch die BaFin die Zeichnungsfrist für Privatanleger mit Sitz in Deutschland und Österreich und für institutionelle Investoren innerhalb Europas, die mit einer *Roadshow* des Vorstandes in mehreren europäischen Städten wie London, Paris, Zürich, Frankfurt sowie Privatanlegerveranstaltungen begleitet wurde. Wie geplant konnten Privatanleger über die Homepage der Gesellschaft und der Xetra-Zeichnungsfunktionalität der Deutschen Börse zeichnen. Am späten Nachmittag des 3. Februar 2016 wurden schließlich die Bücher geschlossen. Obwohl das Börsenumfeld in diesen zwei Wochen weiterhin sehr volatil blieb, konnte das Buch überzeichnet werden. Insgesamt wurden 3,5 Mio. Aktien aus der Kapitalerhöhung und weitere 0,103 Mio. Stück im Rahmen der Mehrzuteilungsoption (*Greenshoe*) zum Ausgabekurs von 9,00 Euro zugeteilt. Das effektive Emissionsvolumen beträgt somit 32,5 Mio. Euro. Der Zeichnungsanteil der Privatanleger erreichte mit rund 20 % ein Niveau, das zuletzt in Deutschland bei IPOs in den Jahren 1999/2000 gesehen wurde, aber bei Börseneinführungen in den USA oder sogar Frankreich durchaus üblich ist. Inwieweit das *Pricing* mit 9,00 Euro richtig war, zeigte sich am ersten Handelstag (9. Januar 2016), am dem der erste Kurs mit 9,15 Euro festgestellt wurde. In den folgenden Tagen stabilisierte sich der Kurs um die 10,00 Euro, was einer Bewertung von immerhin viermal Umsatz 2015/16 entspricht. ➤



Forschung bei BRAIN: Das Unternehmen entwickelt biologische Lösungen für die Konsumgüter-, Kosmetik- und Nahrungsmittelindustrie.

VI. LESSONS LEARNT

Entscheidend für den Erfolg des Börsengangs ist die frühzeitige Ansprache von Ankerinvestoren, um belastbare Urteile für die Platzierbarkeit zu bekommen. Darüber hinaus reflektiert das Investoren-Feedback, ob die Equity Story verständlich formuliert wurde und vor allem ob das Management überzeugend ankommt. Leider ist in diesem Zusammenhang die BaFin noch sehr restriktiv, da konkret über den IPO erst mit der Veröffentlichung des gebilligten Wertpapierprospektes in der Öffentlichkeit gesprochen werden darf. Eine Handhabung, wie sie in den USA üblich ist, wäre auch hier zu wünschen, da dort bereits mit einem *Pink Herring* (Entwurf des Wertpapierprospektes) sehr früh in der Öffentlichkeit über den Börsengang gesprochen werden kann. Ein weiterer wesentlicher Erfolgsfaktor für den BRAIN IPO war, sich nicht nur auf institutionelle Adressen zu verlassen, sondern auch Privatanleger frühzeitig und gezielt anzusprechen. Mit einer zeitlich ausgedehnten und umfangreichen Kommunikationsstrategie sowie speziellen Zeichnungsmöglichkeiten für Friends & Family und öffentlichen Retail gelang es, den Anteil der Privatanleger bei ca. 20 % der Emission anzusiedeln. Bei den bisherigen Börseneinführungen in

Deutschland liegt der übliche Anteil bei weniger als 3 %. Börsenkandidaten mit bekannten Marken sollten in ihrem Emissionskonzept diese Anlegergruppe nicht vergessen, zumal Privatanleger für Liquidität im späteren Börsenhandel sorgen. Darauf deutet der erfreuliche Kursverlauf der letzten Wochen trotz schwierigem Börsenumfeld hin. Dieser Erfolg macht Hoffnung, dass diese Kapitalmarktoption für Unternehmen, bei denen Familien eine wichtige Rolle spielen, wieder aktuell wird. ♦



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist Gründer und Gesellschafter der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH.



Uwe Nespethal gehört seit Gründung des Unternehmens im Jahre 2010 zum Partnerkreis.

LITERATURVERZEICHNIS

BIOCOM AG (Hg.) (2016):

Analysis of European Biotech Companies on the Stock Markets: US versus Europe. Berlin.

KEYWORDS

Börsengang (IPO) • Finanzierung • Family Business Governance