

KOLUMNENSAMMLUNG

Blättchen Financial Advisory



BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

INHALT

	Vorwort	5
02/21	Kapitalmarkt und Impfstoff: Wer finanzierte den Impfstoff?	10
05/21	Ist das deutsche Aktienrecht für Biotechnologieunternehmen noch zeitgemäß?	14
07/21	Welches Incentivierungsinstrument passt zum Lebenszyklus?	16
12/21	Früh übt sich: Wann sollen junge Unternehmen in die Aktiengesellschaft wechseln?	18
01/22	Aktienrückkauf – ein Instrument für strategische Zwecke	20
05/22	American Depositary Shares: Ein „Aktienersatz“ mit Vor- und Nachteilen	22
07/22	Aktienoptionen als Finanzierungsinstrument für schwierige Zeiten	24
12/22	25 Jahre Kapitalmarkt: Euphorie, Ernüchterung und Innovationen	26
	Ein vielseitiges IPO-Jahr Deutsche Emittenten nutzten 2021 die komplette Klavatur von Techniken für den Börsengang	28
	Statistiken	38

Liebe Freunde unseres Hauses,

wir freuen uns sehr Ihnen zum Jahresbeginn unsere neue Kolumnensammlung überreichen zu dürfen, in der wir unsere im Going Public Magazin erschienenen Beiträge aus den Kalenderjahren 2021 und 2022 über verschiedene Themen zum Kapitalmarkt zusammengetragen haben. Dies ist bereits unsere 15. Ausgabe seit der Erstauflage im Jahr 2006.

Nach der Krise ist immer vor der nächsten Krise. Im Jahr 2021 erwarteten wir die Corona-Pandemie schnell hinter uns zu lassen. Die erfolgreiche Impfstoffentwicklung und weltweite Impfkampagnen für eine zügige Impfung sollten dafür sorgen. Diese Erwartung spiegelte sich an den Börsen durch zweistellige Kurszuwächse in den wichtigsten nationalen und internationalen Aktienindizes wider und verhalf den weltweiten IPO-Aktivitäten zu einem nie dagewesenen Emissionsrekord mit über 2.900 Neuzugängen und einem Emissionsvolumen von fast 600 Mrd. USD!

Zu diesem Wachstum trugen vor allem die Börseneinführungen der „Special Purpose Acquisition Companies“ (SPAC) in den USA bei, die über ein Viertel des globalen IPO-Volumens ausmachten. Aufgrund der zu diesem Zeitpunkt noch vorherrschenden Niedrigzinsen wurden diese Übernahmevehikel als attraktiver Anlaghafen von institutionellen Investoren genutzt. Schließlich garantierten sie eine risikofreie Mindestverzinsung.

Das positive Kapitalmarktumfeld belebte auch den deutschen IPO-Markt. Insgesamt fanden 13 IPOs mit einem Emissionsvolumen von 7,4 Mrd. € statt. Weitere zehn Unternehmen gingen über ein „Listing“ an die Börse, die rd. 3,0 Mrd. € vor den Notierungsaufnahmen durch Privatplatzierungen einwerben konnten. Unter den Listings befanden sich vier SPACs, wovon zwei noch im selben Jahr ein Zielunternehmen (tonies, Home2Go) über ein „deSPACing“ an die Börse brachten. Immerhin neun Emittenten notierten erfolgreich an einer ausländischen Börse, von denen drei Unternehmen über einen SPAC-Merger an die Börse gelangten. In Summe war das Jahr 2021 ein sehr erfolgreiches Jahr für Anleger und Emittenten und auch für uns mit einer gemischten Bar- und Sacheinlage des Schweizer Unternehmens AC Immune S.A. an der NASDAQ.

Mit dem Ausbruch des Russland-Ukraine-Krieges im Februar 2022 folgte die nächste Krise und ließ die Energiepreise insbesondere in Europa extrem steigen. Dadurch erhielt die Inflation in den westlichen Industrieländern einen weiteren Schub: in der EU und in den USA über die Marke von 10%. Die Zentralbanken reagierten darauf mit starken Zinserhöhungen. Der schnelle Zinsanstieg setzte vor allem den Tech-Unternehmen deutlich zu, die erhebliche Bewertungskorrekturen erfahren mussten. In dieser Gemengelage kühlten sich die globalen Aktien- als auch die IPO-Märkte schlagartig ab. Das Neuemissionsvolumen schrumpfte gegenüber dem Vorjahr um 71% auf 177 Mrd. USD und die Anzahl der IPO um 48% auf 1.549. Besonders unter den SPAC Emissionen ist der Rückgang spürbar, die im Volumen um rd. 90% gegenüber dem Rekordjahr 2021 schrumpften. An den deutschen Börsenplätzen konnten nur noch drei IPOs sowie fünf Listings registriert werden. Dennoch übertraf das gesamte Emissionsvolumen mit 9,0 Mrd. € das Vorjahr um 22%. Dazu trug der Börsengang der Porsche AG mit nahezu

100% des Jahresvolumens bei. Unter den fünf Listings befanden sich zwei neue SPACs, die 325 Mio. € über eine Privatplatzierung einsammelten. An den Auslandsbörsen fanden nur noch zwei Börsengänge deutscher Emittenten statt, darunter einer, der auf einen SPAC verschmolz. Unsere Geschäfte in 2022 waren dennoch erfolgreich und kulminierten im November mit der Ausübung der Pre-IPO ESOP Tranche der BioNTech SE aus dem Jahr 2018 im Volumen von 1,5 Mrd. € vor Steuern.

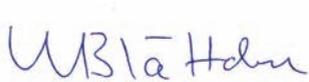
Das Jahr 2022 war aber auch ein wichtiges Jubiläumsjahr: Zum einen wurde vor 25 Jahren der Neue Markt ins Leben gerufen, der am deutschen Kapitalmarkt eine Revolution auslöste. Aus unserer Sicht war die Eröffnung am 10. März mit unseren Kunden MobilCom (IPO) und Bertrandt (Überläufer aus dem geregelten Markt) eine Sternstunde des deutschen Kapitalmarktes. Junge Technologieunternehmen konnten alternativ zu einer langwierigen und damals sehr kleinteiligen VC-Finanzierung auf einmal beachtliche Mittel zu einer hohen Bewertung an der Börse einwerben. In den sieben Jahren seines Bestehens wurden über 500 Unternehmen an den deutschen Börsenplätzen eingeführt, davon über 350 oder fast 70% im Neuen Markt. Weder vorher noch danach gab es in so kurzer Zeit eine so große Anzahl von IPOs an den deutschen Börsen. Bertrandt kapitalisiert heute mit über 400 Mio. € und MobilCom Freenet sogar mit 2,5 Mrd. €.

Zum anderen erschien im Jahr 1997 die erste Auflage des „Going Public Magazins“, das erste Heft im deutschsprachigen Raum, das sich ausschließlich mit Börseneinführungen befasste. Wir freuen uns sehr, nahezu beginnend mit der ersten Auflage mit zahlreichen Beiträgen und unserer regelmäßig erscheinenden Kolumnen zum deutschen Kapitalmarkt ein wenig zum Erfolg dieses einzigartigen Magazins beigetragen zu haben.

Wir beglückwünschen Markus Rieger, unseren langjährigen Geschäftsfreund und Verlagsgründer sowie sein Team zu diesem Jubiläum und wünschen weiterhin viel Erfolg!

Natürlich bedanken wir uns auch bei allen anderen Geschäftspartnern und Freunden unseres Hauses für die vertrauensvolle Zusammenarbeit und wünschen Ihnen zum Neuen Jahr viel Glück und Erfolg. Der Rückblick auf die letzten 25 Jahre Kapitalmarkt Deutschland zeigt, dass wir für einen neuen IPO Boom dringend Veränderungen im Aktienrecht und im Instrumentenkasten der Regularien brauchen.

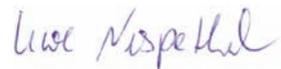
Leonberg, im Januar 2023



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Dr. Stephan Mahn



Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GMBH



Kapitalmarkt und Impfstoff: Wer finanzierte den Impfstoff?

Wir hatten in unserer Kolumne 08/2020 „Wer finanziert den Impfstoff?“ die Bedeutung des Kapitalmarktes bei der Finanzierung hervorgehoben. Wagniskapital braucht die Aussicht auf Gewinne für eingegangene finanzielle Risiken und den Antrieb für die Suche nach der schnellsten Lösung. Nur wenige Monate später, nachdem dieser Artikel erschien, sind tatsächlich drei zugelassene, hoch wirksame Impfstoffe von BioNTech, Moderna und Oxford/Astra Zeneca in die globale Vermarktung gegangen. Weitere Zulassungen anderer Hersteller wie CureVac oder Novavax stehen an. Kaum hat die private Wirtschaft ihre beachtliche Leistungsfähigkeit unter Beweis gestellt, kommen schon Stimmen hoch, den Impfstoff zum „öffentlichen Gut“ zu erklären, um aufgrund der derzeitigen Lieferengpässe den Ausbau der Produktionskapazitäten durch zwangsweise Lizenzvergabe an andere Pharmaproduzenten zu beschleunigen. Dies soll vor allem von der Bestellpolitik durch die EU ablenken. Ein dafür mehrfach hervorgebrachtes Argument verschiedenster Politiker aller Colour und leider auch in aktuellen Berichterstattungen der öffentlich-rechtlichen Fernsehanstalten ist, dass ein Großteil der Entwicklung des Impfstoffes vom Staat finanziert wurde. Das amerikanische Beispiel BARDA zieht hier nicht, da hier tatsächlich die Entwicklung mit erheblichen Mitteln in der Frühphase finanziert wurde, wie von Moderna immer wieder öffentlich geäußert.¹

Wir haben uns die Mühe gemacht, aus den öffentlich zugänglichen Informationen von BioNTech und CureVac herauszufinden, wie groß der tatsächliche staatliche Anteil (EU bzw. Deutschland) bei der Finanzierung der Impfstoffentwicklung bis dato gewesen ist. BioNTech konnte seit dem Start des Projektes „Lightspeed“ im Februar 2020 bis heute rd. 1,6 Mrd. USD für die Entwicklung des Impfstoffes einsammeln. Da der Impfstoff auf dem Know-how der über Jahre entwickelten mRNA Technologieplattform resultiert, scheint es uns schlüssig, mindestens 50% des seit Gründung des Unternehmens bis Start des Projektes „Lightspeed“ investierten Kapitals von über 800 Mio. USD, also 400 Mio. USD, dem Vakzine-Finanzierungstopf zuzurechnen. Damit beträgt das rechnerische gesamte Finanzierungsvolumen rd. 2,0 Mrd. USD. Von staatlicher Seite sind rd. 580 Mio. USD in das Unternehmen geflossen, wobei das BMBF 440 Mio. USD bzw. 375 Mio. EUR

¹Siehe unsere Kolumne 08/2020

als Zuschuss gewährte. Die restlichen 140 Mio. USD kamen von der Europäischen Investitionsbank (EIB) in Form von Darlehen. Damit liegt der Staatsanteil an der Gesamtfinanzierung bei geschätzten 28%. Eine ähnliche Größenordnung von 590 Mio. USD brachte der „öffentliche Kapitalmarkt“ auf. Da BioNTech an der NASDAQ notiert und sich sein öffentliches Angebot ausschließlich an US-Investoren richtet, finanziert der US-Kapitalmarkt mit etwa demselben Anteil BioNTechs Impfstoffentwicklung. Die restlichen 43% oder 880 Mio. USD stammen von den Gründern (Athos, MIG etc.) und den Finanz- und Industriepartnern wie Fuson, Pfizer, Gates Stiftung oder Temasek. Auf dieser Grundlage einen Enteignungsanspruch zu formulieren erscheint uns fragwürdig, vor allem wenn der Zuschuss erst nach der fortgeschrittenen klinischen Phase erfolgt.

CureVac hat bis dato rd. 2,1 Mrd. USD für die Vakzine-Entwicklung an Finanzmitteln eingeworben, und 1,8 Mrd. USD im Zeitraum zwischen Februar 2020 bis heute eingesammelt. Die restlichen 300 Mio. USD entsprechen dem geschätzten 50%igen Anteil für die geleisteten Plattforminvestitionen seit Gründung des Unternehmens. Von den 2,1 Mrd. USD sind 35% oder 730 Mio. USD vom Staat aufgebracht worden, worunter 300 Mio. USD (250 Mio. €) als Zuschuss vom BMFW und rd. 340 Mio. USD (300 Mio. €) als Kapitalbeteiligung vom Bund stammen. 37% oder 760 Mio. USD beträgt der Anteil des „öffentlichen Kapitalmarkts“, der aufgrund der NASDAQ Notierung zum Großteil von US-Investoren aufgebracht wurde. Die restlichen 28% bzw. rd. 600 Mio. USD sind von den Gründern (dieveni Hopp) und Industriepartnern (GSK, Katar) finanziert worden. Auch hier stellt sich die Frage, ob bei einem Finanzierungsanteil von ca. einem Drittel ein Enteignungsanspruch diskutiert werden sollte.

Unsere Beispiele zeigen, dass der Erfolg viele Väter hat. An erster Stelle stehen die Gründer, Mitarbeiter und Risikokapitalgeber, die aus einer Idee ein Produkt schaffen. Dabei spielt gerade in den USA, der öffentliche (US)-Kapitalmarkt eine wichtige Rolle, da er nicht nur Risikokapital aufbringt, sondern den Kapitalgebern in früheren Phasen Fungibilität und Ausstieg ermöglicht. Leider nicht der deutsche Kapitalmarkt!

Der Staat kann durch willkürfreie Rahmenbedingungen ein unternehmerfreundliches Umfeld schaffen, um Innovationen zu fördern. Zuschüsse oder auf Zeit befristete Beteiligungen (wenn es der private Markt nicht leisten kann) mögen förderlich sein, sind aber gut zu begründen. Nachdem CureVac jetzt im Februar 2021 mit hoffnungsfrohen Nachrichten von sich reden macht, stellt sich die Frage, ob es nicht schlauer gewesen wäre, anstelle des Staates gleich einen Pharmakonzern als Miteigentümer mit Erfahrung in Sachen Zulassung, Produktion und Vertrieb zu finden². Verstaatlichungsphantasien zerstören den Glauben an den Schutz des Eigentums, das für den Wohlstand unserer Gesellschaft die Grundlage bildet. Blickt man auf die Rolle des Staates bei Masken, „Tracking Software“ und Impfexekution kann man sich nicht vorstellen, dass Entwicklung, Produktion, Vertrieb und Finanzierung eines komplexen innovativen Impfstoffs hier gut aufgehoben sind.

Wenn BioNTech der Sprinter und CureVac der Marathonläufer sind, dann verwundert die Einschätzung der EU im November 2020 bei letzterem doppelt so viel bestellt zu haben als beim Ersten. Der Kapitalmarkt findet und finanziert risikoreiche, aber aussichtsreiche Geschäftsmodelle in HealthCare/Biotech in unglaublichen Größenordnungen (2020: 71 Mrd. USD)³, die man sich auch in Europa wünschen würde. Die beiden erfolgreichen Impfstoffhersteller zeigen das Problem: Innovationen aus Deutschland finanziert der amerikanische Kapitalmarkt, weil uns ein entsprechendes Ökosystem fehlt und die Politik nicht die notwendigen Rahmenbedingungen setzt.

² FAZ Kommentar vom 04.02.2021

³ Thomson Reuters (Refinitiv)

Ist das deutsche Aktienrecht für Biotechnologieunternehmen noch zeitgemäß?

Schnell und flexibel den Kapitalmarkt für Finanzierungen in Anspruch nehmen zu können, ist ein wichtiges Argument für den Schritt an die Börse. Dieser Grundsatz ist vor allem für Wachstumsunternehmen entscheidend, die auch nach dem IPO einen hohen Finanzierungsbedarf haben. Börsennotierte Biotechnologieunternehmen, deren Pipelineentwicklung noch über viele Jahre nach dem IPO zu roten Zahlen und Kapitalbedarf führt, haben nur zwei Wege zur Sicherstellung der Finanzierung: Partnering oder Mittelaufnahme über den Kapitalmarkt. Letzteres ist meist „Momentum“ getrieben, d.h. das Umfeld muss offen für Platzierungen sein und/oder das Unternehmen hat einen starken „catalyst“ vorzuweisen, der den Einstieg von Investoren interessant macht. Unternehmen, die sich mit einem Börsengang auseinandersetzen werden sich die Frage stellen müssen, wie sie sich darauf am besten aufstellen. Neben der Wahl des Börsenplatzes, der in der Biotech-Szene eindeutig in Richtung USA geht (von 12 deutschen „roten“ Biotech-Unternehmen sind seit 2010 10 an die US-Börse gegangen und keines an einen deutschen Börsenplatz)¹, ist die Rechtsformwahl eine der wichtigsten Entscheidungsparameter. Als ein in Deutschland ansässiger Emittent wäre die Aktiengesellschaft oder eine „deutsche“ SE die naheliegende Rechtsform. Jedoch wählten von den 12 Biotech-Unternehmen zum Zeitpunkt ihres Erstlistings nur drei einen heimischen Rechtsmantel. Der große Rest entschied sich für eine ausländische Rechtsform, darunter sieben für eine holländische Aktiengesellschaft (NV).

Was macht die NV für Biotech-Emittenten so attraktiv? Die NV bietet das Wahlrecht eine monistische oder duale Organstruktur zu implementieren, was sonst nur die deutsche SE mit ihren zum Teil komplexen Gründungsvoraussetzungen bietet. Zugleich ermöglicht die holländische NV den „Zweitsitz“ („dual residency“) der Organe, d.h. obwohl der satzungsmäßige Sitz in den Niederlanden ist, können die Organe Meetings in Deutschland abhalten. Besonders attraktiv ist die NV dank ihrer sehr flexiblen und angelsächsisch geprägten Kapitalausgestaltungsmöglichkeit, die das deutsche Aktiengesetz nicht kennt oder sehr restriktiv handhabt. Das niederländische Recht räumt wie bei uns jedem Aktionär ein Bezugsrecht bei Barkapitalerhöhungen ein. Es kann jedoch komplett durch die Hauptversammlung ausgeschlossen werden. Das deutsche Aktiengesetz

¹ Stand 30. April 2021, darunter ATAI Life Science, das in Q2 2021 einen IPO an der NASDAQ plant

kennt hier eine Grenze von 10% des bestehenden Grundkapitals. Das niederländische Recht kennt auch keine Wertuntergrenze bei der Ausgabe junger Aktien im Rahmen einer bezugsrechtslosen Barkapitalerhöhung. Das deutsche Aktienrecht dagegen schreibt vor, dass die jungen Aktien nur nahe dem Börsenpreis ausgegeben werden dürfen. Dabei geht die Rechtsprechung von max. 5% aus. Für Small- aber auch MidCap-Emittenten, die i.d.R. einen volatilen Aktienverlauf haben, sind diese Restriktionen der wesentliche Grund, sich gegen die deutsche Rechtsform zu entscheiden. Nachteilig für diese Gruppe wirkt sich auch die Vorschrift aus, dass Aktien einen nominalen Mindestwert von 1 € ausweisen müssen. Diese Regelung kann eine Kapitalerhöhung in schwierigen Zeiten gefährden und zwingt hochkapitalisierte Neuemittenten mit niedrigem buchhalterischen Eigenkapital, wie für Biotech nicht unüblich, „Goodwill-Aufblähungen“ durch eine komplexe Mutter-Tochter-Verschmelzung vorzunehmen, um eine ausreichend hohe liquide Aktienanzahl zu generieren. Die NV erfordert nur einen Mindestwert von 0,01 € pro Aktie, was diese Themen und die Folgethemen bei „financial distress“ einfacher macht. Wie unter angelsächsischen Emittenten üblich, erlaubt die NV auch die Ausgabe von reinen Aktienoptionen („warrants“) für Finanzierungszwecke. Das deutsche Recht gestattet dies nur in Verbindung mit einer Anleihe (Optionsanleihe) oder für die Mitarbeiterbeteiligung. Bei letzterem ist die NV auch flexibler, da für Mitarbeiteraktienoptionen keine Mindesthaltfristen vorgeschrieben sind und sie auch für Aufsichtsratsmitglieder ausgegeben werden können².

Diese strukturellen Grenzen machen den deutschen Rechtsmantel für Biotechnologieunternehmen unattraktiv. Sie sind konträr zu den für sie wichtigen US-Kapitalmarktgepflogenheiten. Das DAI hat in Zusammenarbeit mit verschiedenen Marktakteuren³ diese Defizite benannt und will Reformvorschläge an die Politik adressieren. Wir unterstützen diese Initiative ausdrücklich, um den Stellenwert der Biotechnologie am Kapitalmarkt zu erhöhen und diesen chancenreichen Emittenten das Leben an der Börse nicht noch durch die Zwischenschaltung einer ausländischen Rechtsform zu verkomplizieren⁴.

² Der „Dutch Corporate Governance Codex“ empfiehlt eine Wartefrist sowie keine Ausgabe von Optionen an Aufsichtsräten

³ Siehe dazu Interview Hettich/Hopp in Kurvenlage 2. Halbjahr 2020, S. 12-15

⁴ Siehe dazu auch Blättchen/Nespethal „Alternative Wege an den US-Kapitalmarkt für deutsche Familienunternehmen“ in FuS 06/2020

Welches Incentivierungsinstrument passt zum Lebenszyklus?

Die Frage nach einer im Chancen-Risiko-Profil ausgewogenen Incentivierung von Mitarbeitern und Führungskräften stellt sich über den gesamten Lebenszyklus eines Unternehmens. In der Anfangsphase ist oberste Priorität für Gründer und Finanzierer ein hohes und schnelles Wertwachstum. Zugleich ist hier aber das Risiko am größten durch Fehleinschätzungen komplett zu scheitern. In der „reiferen“ Phase wird ein überdurchschnittliches Wachstum nur noch sehr schwer realisierbar sein. Dieses sich ändernde Anforderungsprofil sollte in einem Incentivierungssystem durch geeignete Instrumente abgebildet werden.

In den jüngsten Vergütungsberichten deutscher, börsennotierter Gesellschaften findet sich zunehmend das Instrument „RSU“. Die Kürzel stehen für „Restricted Share Unit“ oder „gesperrte Aktieneinheit“. Im Unterschied zu virtuellen Aktien oder Aktienoptionen, die am Ende eine erzielte Wertsteigerung entlohnen, kann der Begünstigte bei RSUs trotz negativer Kursentwicklung eine Vergütung erhalten. Das liegt daran, dass neben der reinen Wertentwicklung zusätzliche finanzielle und nicht-finanzielle Erfolgskriterien (KPI) im RSU-Zielsystem einbezogen und gewichtet werden können. Nach Ablauf einer Andienungsfrist (oft 2-3 Jahre) kann die ursprünglich gewährte Anzahl von RSUs je nach Zielerreichungsgrad erhöht oder reduziert werden. Bei Ausübung der RSUs werden den Begünstigten i.d.R. die gleiche Anzahl von Aktien des Unternehmens übertragen, wofür nur der Nominalwert je Aktie zu entrichten ist. Diese Aktien stammen entweder aus dem Genehmigten Kapital oder aus eigenen Aktien. Ein wertadäquater Barausgleich ist ebenfalls möglich. Der Begünstigte hat bei Ausübung der RSUs den erhaltenen geldwerten Vorteil zu versteuern, wie es bei Aktienoptionen oder virtuellen Aktien ebenfalls der Fall ist.

Obwohl das Instrument aus der angelsächsischen VC-Szene stammt, werden RSUs auch bei „reiferen“ börsennotierten Unternehmen eingesetzt. Die Möglichkeit das Zielsystem auf kurs- oder wachstumsorientierten KPIs stärker oder minder zu gewichten, macht das Instrument für Unternehmen in allen Lebenszyklen attraktiv. Es ist davon auszugehen, dass sie daher den etablierten Instrumenten wie virtuelle Aktien oder Aktienoptionen

Konkurrenz machen werden. Dennoch bleibt die Aktienoption für börsennotierte, verlusttragende Wachstumsunternehmen das geeignete Incentivierungsinstrument. Sie sind standardisiert und können mit bedingtem Kapital bezahlt werden. Inwieweit die für Aktienoptionen gesetzlich vorgeschriebene Wartefrist von vier Jahren sinnvoll ist, mag bezweifelt werden. Ebenso ist zu hinterfragen, ob der für deutsche AGs oder SEs geltende Ausschluss einer aktienbasierten Vergütung für den Aufsichtsrat noch zeitgemäß ist. Weshalb sollte der Aufsichtsrat nicht auch eine langfristige, risikoausgewogene Vergütungskomponente erhalten? So überrascht es nicht, dass vor allem unter Wachstumsunternehmen mit einer ausländischen Rechtsform geliebäugelt wird¹. CureVac, im Rechtskleid einer N.V., ließ sich jüngst RSUs für einige seiner Aufsichtsräte durch die Hauptversammlung billigen. Nachdem neuerdings die Hauptversammlung bei börsennotierten AGs dem Vergütungssystem auch für den Aufsichtsrat zustimmen muss, ist das Argument eines möglichen Interessenkonfliktes kaum noch haltbar.

¹Siehe auch DAI Positionspapier zur Bundestagswahl 2021 vom 01.06.2021

Früh übt sich: Wann sollen junge Unternehmen in die Aktiengesellschaft wechseln?

Die Rechtsform der GmbH ist nicht nur bei Start-ups sondern auch bei reiferen Wachstumsunternehmen, die bereits mehrere Finanzierungsrunden hinter sich gebracht haben, die meist anzutreffende Rechtsform¹. Die GmbH tritt in Form einer Kapitalgesellschaft als eigenständige Rechtsperson auf. Somit ist die Eignerhaftung ohne weitere Sicherheiten auf das Stammkapital begrenzt. Die GmbH unterliegt der Körperschaftsteuer sowie der Gewerbesteuer, die zusammen je nach Gemeinde etwa 30% des erzielten Jahresüberschusses beträgt. Bei Holding Strukturen werden erzielte Gewinne aus Anteilsveräußerungen sowie vereinnahmte Dividenden bei Kapitalgesellschaften mit einer Besteuerungsgrundlage von 5% besteuert, was die Kapitalgesellschaft attraktiv macht. Aus Sicht von Finanzinvestoren bietet die GmbH vor allem den Vorteil, dass der Gesellschaftervertrag (Satzung) keinem strengen, gesetzlichen Korsett unterliegt und flexibel den Interessen der Gesellschafter angepasst werden kann. So ist die Bestellung eines Beirats fakultativ und im Allgemeinen ohne Personalverantwortung. Die Geschäftsführung kann von der Gesellschafterversammlung direkt bestellt und abgerufen werden, so dass die Befugnisse des Geschäftsführers zugunsten der Gesellschafter stark beschränkt werden können. Dazu wird ein Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte in die Satzung aufgenommen. Damit erhält die Gesellschafterversammlung ein Weisungsrecht gegenüber der Geschäftsführung. Für Finanzinvestoren mit Mehrheitsanteil ist die Rechtsform der GmbH somit sehr attraktiv.

Da geschäftsführende Gründer von Wachstumsunternehmen grundsätzlich immer mit Finanzierungsrunden konfrontiert werden, sollte man sich neben der potentiellen Anteilsverwässerung auch der zusätzlichen Kompetenzbescheidung in der Geschäftsführung bewusst sein, die das GmbH Modell bedingt. Alternativ bietet die Aktiengesellschaft (AG) Strukturen, die den Interessen der Gründer besser entgegen kommt, indem sie Kapital und Management trennt. Die AG ist ebenfalls eine Kapitalgesellschaft und unterliegt demselben obengenannten Besteuerungsregime. Der wesentliche Unterschied liegt in der Corporate Governance Struktur, die durch das Aktiengesetz (AktG) strikte Vorgaben macht und die Stellung der Geschäftsführung (Vorstand) deutlich stärkt. Das AktG unterscheidet zwischen den Organen Hauptversammlung (Gesellschafter), Aufsichtsrat und Vorstand, und definiert deren Rechte und Pflichten sehr weitgehend.

¹ Vgl. Rechtliche Einheiten/ Unternehmen nach Rechtsform und Anzahl der Beschäftigten 2019

So wird der Vorstand nicht wie bei der GmbH direkt von der Hauptversammlung, sondern vom Aufsichtsrat bestellt. Der Aufsichtsrat, der von der Hauptversammlung gewählt wird, übernimmt gegenüber dem Vorstand eine reine Überwachungs- und Beratungsfunktion. Zwar kann in der AG-Satzung ebenfalls ein Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte aufgenommen werden, jedoch dürfen sie im Gegensatz zur GmbH kein Weisungsrecht beinhalten. Damit wird der Vorstand in seiner Leitungskompetenz geschützt. Eine Ausnahme bildet der „Vertragskonzern“ in der Rechtsform der AG.

Neben der starken Stellung des Vorstandes eröffnet die AG durch die Schaffung eines „Bedingten Kapitals“ sowohl Finanzierungs- als auch Beteiligungsinstrumente, die eine GmbH nicht kennt. Die Ausgabe von Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen kann auch für vorbörsliche Finanzierungsrunden ein interessantes Instrumentarium darstellen, das sonst nur über ein Wandlungsdarlehen abgebildet werden muss. Darüber hinaus erlaubt das AktG die Ausgabe von Aktienoptionen, die eine standardisierte Beteiligung am Unternehmen für Vorstände und Mitarbeiter ermöglicht. In der GmbH finden sich häufig virtuelle Aktienbeteiligungsprogramme, die bei einem späteren IPO zuerst aufwendig angepasst werden müssen, da sie den Kapitalmarktanforderungen nicht genügen. Von Vorteil ist auch, dass bei Abtretung von AG-Anteilen keine notarielle Beurkundung notwendig ist. Man führt ein Aktienbuch.

Die AG stärkt die Stellung der Gründervorstände, vor allem dann, wenn bis zum späteren IPO noch mehrere Finanzierungsrunden zu erwarten sind und die Gründer frühzeitig die Organe mitentscheiden wollen. Es lohnt sich daher, sich nicht erst kurz vor einem IPO mit der Rechtsform AG auseinanderzusetzen. Eine frühe AG-Wahl hat auch den Vorteil, die Spielregeln zwischen den drei Organen zu üben und zu verinnerlichen, was die formelle Börsenfähigkeit fördert. Sollten die jüngsten Vorschläge zur Novellierung des AktG seitens des DAI oder der Deutschen Börse AG umgesetzt werden², so wären sie ein weiteres Argument für die Wahl der AG in einem frühen Unternehmensstadium. Die SE ist noch erstrebenswerter aber bedingt eine europäische Tochtergesellschaft was Start-ups oft fehlt.

² Siehe hierzu unsere Kolumne aus dem Heft 06-2021

Aktienrückkauf – ein Instrument für strategische Zwecke

In den ersten vier Wochen des neuen Jahres mussten in der Spitze schmerzhaft Kursrückgänge hingenommen werden: im DAX -4,3% und im TecDAX sogar -14,5%¹. Bieten diese starken Kursverwerfungen nicht die Chance, eigene Aktien an der Börse „billig“ zurückzukaufen?

Aktienrückkaufprogramme sind vor allem bei US gelisteten Unternehmen sehr populär: So beträgt das Rückkaufvolumen der Unternehmen innerhalb des S&P-500 im letzten Jahr rd. \$850 Mrd.². Das stellt einen neuen Rekord dar: Im Jahr 2020 betrug das Volumen noch rd. \$520 Mrd.. Die Rückkäufer sind vor allem Tech-Unternehmen mit einem Anteil von rd. 46%, die dieses Instrument aktiv einsetzen. Apple (\$92 Mrd.), Alphabet (\$31 Mrd.) oder Microsoft (\$25 Mrd.) sind hier die großen Spieler. Erst an zweiter Stelle stehen Banken und Versicherer mit rd. 21%. Im Schnitt kapitalisierten die S&P-500 Unternehmen letztes Jahr bei rd. \$37 Billionen, d.h. ca. 2,3% des Börsenwertes wurden zurückgekauft. DAX und MDAX Unternehmen kauften in 2021 ein Volumen von ca. €20 Mrd. zurück, was ebenfalls einen Rekord darstellt. In den Jahren zuvor schwankte das Volumen zwischen €5,5 Mrd. (2020) und €9,5 Mrd. (2018) auf einem deutlich niedrigeren Niveau. Gemessen an einer mittleren Marktkapitalisierung für die DAX/MDAX Unternehmen von rd. € 1,7 Billionen in 2021 beträgt der Aktienrückkaufanteil ca. 1,2% am Börsenwert und erreicht damit in etwa nur die Hälfte die der US-Unternehmen.

Was wird mit einem Aktienrückkaufprogramm bezweckt? Zum einen kann der Rückkauf ein Substitut zur Bardividende sein, d.h. die Bardividende wird durch den „technischen“ Kursanstieg als Folge des Aktienrückkaufs ersetzt. Durch die Reduzierung der außenstehenden Anteile erhöht sich rechnerisch der zu verteilende Gewinn pro Aktie für die Aktionäre, so dass beim gleichbleibenden Kurs-Gewinn-Verhältnis rechnerisch der Aktienkurs steigt. Tatsächlich konnte in einer Studie von Pickel / Röder neben dem technischen Kursanstieg sogar eine langfristige Überrendite beobachtet werden³. Teamviewer ist dafür ein aktuelles Beispiel: Nach Ankündigung eines 10%igen Aktienrückkaufprogramms stieg der Kurs um 15%!⁴ Dieser Wertanstieg entspricht

¹ Gemessen an den Schlusskursen vom 31.12.2021 mit den niedrigsten Schlusskursen im Januar 2022

² Folgende Quellen für die hier genannten Statistiken wurden verwendet:

S&P Dow Jones Presseveröffentlichungen sowie Statista

³ Untersucht für DAX, MDAX und SDAX Unternehmen in Corporate Finance 2015 (Nr. 11), S. 421-427

⁴ Ad-hoc Mitteilung vom 02.02.2021

einer „indirekten“ Dividende, die im Gegensatz zur Barausschüttung erst dann zu einer Besteuerung auf Ebene der Eigner führt, wenn er den Kursanstieg durch Veräußerung realisiert. Diese nachgelagerte Besteuerung kann für den Aktionär von Vorteil sein. Ein weiterer Vorteil ist die Vermeidung eines Dividendenabschlages auf den Aktienkurs, der mit einer Bardividende einhergeht. Damit können Aktienrückkäufe zumindest technisch einem Kursverfall entgegenwirken. Ein wichtiges Motiv ist das sogenannte „Signaling“, d.h. das Management sendet mit dem beabsichtigten Rückkauf ein Signal in den Markt, dass Vorstand und Aufsichtsrat von einer Unterbewertung ausgehen und mit dem Rückkauf auf eine überproportionale Wertsteigerung setzen. Dieser „Signaleffekt“ ist situationsbezogen ein wichtiges Argument in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld mit starken Kursverwerfungen. Ein anderes Motiv ist die Bereithaltung von fungiblen Aktien für die Bedienung eines Beteiligungsprogrammes für Mitarbeiter (ESOP). Die Verwendung eigener Aktien macht die technische Umsetzung von Aktienoptionsprogrammen oder die immer beliebter werdenden „Restricted Share Units“ um einiges einfacher, da der komplexe Kapitalerhöhungsprozess umgangen werden kann. Schließlich ist das Instrument für den Erwerb eigener Aktien als Akquisitionswährung bei künftigen M&A-Transaktionen sinnvoll.

Bei der Durchführung eines Aktienrückkaufs über die Börse sind vom Gesetzgeber einige Vorschriften zu beachten. So bedarf es grundsätzlich eines Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung, der max. fünf Jahre gilt und im Umfang auf 10% des Grundkapitals beschränkt ist. Zudem schreiben EU-Verordnungen u.a. vor, dass Eckpunkte des Rückkaufprogramms (geplantes Volumen in Euro und Aktienanzahl, Periode, Zweck sowie Börsenplatz) vor dem Start zu veröffentlichen sind. Nach Ausführung des jeweiligen Geschäfts muss innerhalb von sieben Handelstagen darüber berichtet werden.

Aktienrückkaufprogramme haben für bestimmte Zwecke ihren Charme. Als „Kurspflegeinstrument“ in schwierigen Börsenphasen können Rückkäufe sinnvoll sein. Als Bardividendensubstitut hat sich der Aktienrückkauf unter den US-Unternehmen etabliert. So beträgt der Aktienrückkaufanteil am gesamten Ausschüttungs- und Rückkaufvolumen innerhalb des S&P-500 seit 2018 fast 60%. In Europa spielt die Bardividende weiter eine große Rolle: im DAX/MDAX liegt dieser Wert bei knapp 20%.

American Depositary Shares: Ein „Aktienersatz“ mit Vor- und Nachteilen

Beabsichtigt ein in Deutschland ansässiges Unternehmen eine Notierungsaufnahme an einem der US-Börsenplätze, bleiben ihm zwei Möglichkeiten für die Umsetzung: i) Das Listing erfolgt indirekt über eine ausländische Holding, d.h. in der Praxis häufig über eine niederländische NV oder über eine luxemburgische SA. Beide Rechtsformen erlauben es, ihre Aktien direkt an den US-Börsen notieren zu lassen. Jüngere Beispiele hierfür sind die Sono Group oder ATAI Life Sciences, die ihre Börseneinführungen an der NASDAQ über eine niederländische N.V. vollzogen haben. ii) Das Listing erfolgt direkt über eine in Deutschland börsenfähigen Rechtsformen (AG, SE oder eine KGaA-Struktur). Da aus juristischen und abwicklungstechnischen Gründen eine US-Notierungsaufnahme von Aktien einer deutschen Rechtsform nur schwerlich möglich ist¹, werden als Ersatzinstrument „American Depositary Shares“ (ADS) zugelassen. ADS sind auf US-Dollar lautende, von US-Depotbanken in den USA ausgegebene Hinterlegungsscheine, die eine bestimmte Anzahl hinterlegter Aktien eines ausländischen Unternehmens verkörpern und nach US-Marktkonventionen gehandelt, abgerechnet und abgewickelt werden können. Als Beispiele aus dem Jahr 2021 können Mynaric AG oder Evotec SE genannt werden. Beide haben ihr Zweitlisting an der NASDAQ über ADSs vorgenommen.

ADSs verbriefen somit hinterlegte Aktien. Für die Hinterlegung der ADSs, den Umtausch mit Aktien, das regelmäßige Reporting, die Erfüllung typischer Zahlstellenaufgaben (Dividendenzahlungen, Steuerabrechnung, Bezugsrechte) oder die Weiterleitung von Anlegerinformationen (z.B. Einladungsdokumente zur Hauptversammlung, Stimmenabgaben) muss eine darauf zugelassene US-Depotbank, die zugleich als Verwahrstelle fungiert, eingeschaltet werden. Die beauftragte Verwahrstelle wird Inhaber der über die ADSs verbrieften Aktien und somit juristisch gesehen der eigentliche Aktionär des Emittenten. Dagegen erhält ein ADS-Inhaber nur Rechte als ADS-Inhaber. Um ihm die Aktionärsrechte zu ermöglichen, wird zwischen der Verwahrstelle und dem Emittenten ein Hinterlegungsvertrag abgeschlossen.

¹ Deutsche Bank AG hat dafür aufwendige „Global Registered Shares“ eingerichtet

Aus dieser Konstellation ergeben sich in der Praxis oftmals Einschränkungen für ADS-Inhaber, die nicht über ein US-Wertpapierdepot verfügen, der Regelfall unter deutschen Anlegern. Insbesondere entstehen Probleme bei der Umsetzung von Aktionärsrechten auf Hauptversammlungen (Stimmenabgabe, Auskunftsrechte), da die dafür erforderlichen Unterlagen gar nicht oder nicht rechtzeitig von der US-Verwahrstelle mangels Zugangs zu ausländischen Depots an die ADS-Inhaber weitergeleitet werden. Dies führt dazu, dass dem Nicht-US-ADS-Inhaber faktisch das Stimmrecht entzogen wird und das Papier für den Emittenten allenfalls als deutsche „Vorzugsaktie“ für diese Aktionärsgruppe interpretiert werden kann. Das gleiche Abwicklungsproblem tritt bei Bezugsrechtskapitalerhöhungen auf, mit der Folge, dass die Bezugsquote aus der Gruppe von ADS-Inhabern gegen Null geht. Für Emittenten mit einer hohen Anzahl von Nicht-US-ADS-Inhabern kann das entscheidend für strategische Abstimmungsfragen auf Hauptversammlungen oder in der Organisation von Kapitalmaßnahmen (bspw. „back-stop“ Strategien) sein. Weniger problematisch, da nicht zeitkritisch, ist die Auszahlung von Dividenden. Dieses „Grundrecht“ wird für alle ADS-Inhaber sichergestellt, jedoch haben sie die zusätzlichen Kosten von bis zu 0,05 USD je ADS zu tragen. Ein ADS-Inhaber hat das Recht, jederzeit das Papier in Aktien umwandeln und ausliefern zu lassen. Dieser Umtausch ist vor allem für Privatanleger keine reale Option, da zum einen hohe Kosten anfallen können und zum anderen die erhaltenen Aktien (sofern sie nicht an einer Börse zugelassen sind und gehandelt werden) nicht fungibel sind.

Die bekannteste ADS Notierung ist die BioNTech SE, die zwar nur an der NASDAQ gelistet ist, aber einen erheblichen Privatanlegerkreis über die deutschen Regionalbörsen adressiert. In den ersten drei Monaten dieses Jahres lag der durchschnittliche deutsche Anteil am gesamten täglichen Handelsvolumen bei rd. 30%. Mit dem Instrument werden eine deutsche Rechtsform und der besonders attraktive US-amerikanische Kapitalmarkt verbunden. Aus Sicht des Anlegers ist es wünschenswert, ebenfalls im Heimatmarkt eine Aktiennotierung zu haben.

Aktioptionen als Finanzierungsinstrument für schwierige Zeiten

Flexibel in der Finanzierung auf sich ändernde Marktgegebenheiten reagieren zu können, ist essentiell für Wachstumsunternehmen. Innerhalb eines Jahres hat sich das Kapitalmarktumfeld vor allem in der Biotechnologie / Biopharma dramatisch zum Schlechteren verändert. Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2021 hat sich das weltweite Volumen des „Follow-on“ Marktes („Follow-on“: Folgeemissionen über der Börse nach dem IPO) in dieser Industrie um 61% von 36 Mrd. USD auf 14 Mrd. USD reduziert. An den US-Börsen ist dieser Rückgang sogar noch deutlicher um 73% von 19,7 Mrd. USD auf nur noch 5,4 Mrd. USD ausgefallen. Ein ähnlich großer Einbruch von 63% - jedoch gemessen an niedrigeren absoluten Werten - kann an den europäischen Börsenplätzen (1.Hj. 2021: 2,5 Mrd. USD auf 0,9 Mrd. USD im 1. Hj. 2022) beobachtet werden¹.

In diesem Umfeld geht der Trend unter den US-Biotechnologiewerten zu kleineren Volumina bei Kapitalerhöhungen (ca. 30 Mio. USD) und oftmals zu Privatplatzierungen. Darüber hinaus gibt es eine wachsende Anzahl von Emittenten, die den Investoren auf Basis der aktuellen niedrigen Bewertung sogenannte „warrants“ als zusätzlichen „Gratis-Zeichnungsanreiz“ mitgeben. Warrants sind vergleichbar mit Aktioptionen, wonach der Inhaber das Recht erhält, innerhalb eines definierten Zeitraums diese Optionen in Aktien der Gesellschaft zu einem festen Bezugspreis zu erwerben. Dieser Bezugspreis liegt in den jüngst beobachteten Transaktionen mehrheitlich über dem Ausgabepreis der originären Kapitalerhöhung, womit der Emittent auf einen weiteren Mittelzufluss, der auf einer höheren Bewertungsbasis erfolgt, hoffen kann. Für den Investor hat diese Option einen spekulativen Wert, da unter einer Wahrscheinlichkeitsannahme der spätere Aktienkurs sich über dem Bezugspreis entwickeln könnte. Da er die Option gratis bekommt, ist diese Beigabe für ihn sehr attraktiv. Begleitende „Warrants“ stellen somit ein Finanzierungsinstrument für schwierige Zeiten dar, die nicht nur in der „Biotech-Szene“ üblich sind, sondern auch bei der Finanzinnovation SPAC.

¹ Quelle: Refinitiv

Im deutschen Aktienrecht dürfen Aktienoptionen nur für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme ausgegeben werden und sind auf 10% des Grundkapitals beschränkt. Für Finanzierungsanlässe sind sie nicht nutzbar. Zu diesem Zweck kann nur auf Wandelanleihen oder Optionsschuldverschreibungen zurückgegriffen werden. Jedoch bürden Wandelanleihen das Risiko, diese im Falle der Nichtwandlung komplett nach Laufzeitende zurückzuzahlen. Bei Optionsschuldverschreibungen ist grundsätzlich immer der Darlehensanteil bei Fälligkeit zurückzuführen. Für „cash-flow-negative“ Unternehmen sind diese Instrumente nur bedingt geeignet. Bei Optionsanleihen treten in der Praxis so gut wie nie und Wandelanleihen nur gelegentlich in Form eines komplizierten „Pflichtwandlers“ auf.

Die FDP hat jüngst ein Eckpunktepapier für ein Gesetz zur Modernisierung des Kapitalmarkts vorgelegt, in dem über „verbesserte Möglichkeiten der Eigenkapitalgewinnung durch die Erleichterung von Kapitalerhöhungen“ gesprochen wird². Aktienoptionen als Finanzierungsinstrument zuzulassen, gehört durchaus dazu. Dies sollte unbedingt auch von den bekannten Interessensverbänden wie DAI oder DVFA konkret in die Diskussion gebracht werden, da es die Eigenkapitalaufnahme in schwierigen Börsenzeiten ermöglicht.

² FDP Pressemitteilung vom 29. Juni 2022: „Maßnahmen zur Modernisierung des Kapitalmarkts und zur Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für Unternehmen“

25 Jahre Kapitalmarkt: Euphorie, Ernüchterung und Innovationen

Die letzten 25 Jahre deutscher Kapitalmarkt möchten wir in drei zeitliche Abschnitte unterteilen, die prägend für Emittenten, Investoren und die begleitenden Akteure waren. Die erste Etappe umfasst die Jahre 1997 bis 2003, die den rasanten Aufstieg und den Absturz der Wachstumsbörse „Neuer Markt“ beschreibt. Für den deutschen Kapitalmarkt hat der Neue Markt eine Revolution ausgelöst. Junge Technologieunternehmen konnten alternativ zu einer langwierigen und damals sehr kleinteiligen VC-Finanzierung auf einmal beachtliche Mittel zu einer hohen Bewertung an der Börse einwerben. In den sieben Jahren wurden 510 Unternehmen an den deutschen Börsenplätzen eingeführt, davon 354 oder fast 70% im Frankfurter „Neuen Markt“. Weder vorher noch danach gab es in so kurzer Zeit eine so große Anzahl von IPOs am deutschen Kapitalmarkt. 2003 verabschiedete sich die Deutsche Börse leider wieder von dieser Idee.

Die nächste Etappe zwischen 2004 bis 2009 beschreibt man am besten als eine Fülle von Bemühungen der Börsen, den Freiverkehr für weniger kapitalisierte Emittenten aufzuwerten. Die Frankfurter Börse startete den „Entry Standard“ und die Münchner Börse den „m:access“ mit weniger strengen Folgepflichten als in den gesetzlich regulierten Marktsegmenten. Von den 145 IPOs im Zeitraum 2004-2009 gingen 68 oder 47% in eines dieser aufgewerteten Freiverkehrssegmente. Ebenfalls explodierte der Emittentenzugang im nicht börsenregulierten Freiverkehr in Form eines einfachen Listings. Bis zur Freiverkehrsreform der Frankfurter Börse im Jahr 2012 sind über diesen Weg mehr als 750 Unternehmen auf Parkett gekommen. Die meisten verschwanden jedoch wenig später wieder.

Der dritte Zeitraum zwischen 2010 und 2019 gebar zunächst ein neues Finanzierungsinstrument „die börsennotierte Mittelstandsanleihe“ für klein- und mittelgroße Unternehmen. Sämtliche deutsche Regionalbörsen warben mit einem eigenen Anleihe-segment um Emittenten. Zugleich wurde für die Zeichnung von Neuemissionen eine Online-Zeichnungsfunktion angeboten, die vor allem Privatanleger adressierte. Die sog. „Eigenemission“, um die Emittenten unabhängiger von den Emissionsbanken zu machen, konnte durch diese technische Innovation einfacher umgesetzt werden. Über 200 sog. Mittelstandsanleihen sind in den Jahren zwischen 2010 und 2019 platziert worden.

Im Gegensatz dazu kühlten sich die IPO-Aktivitäten in dieser Dekade deutlich ab: Nur noch 106 IPOs und weniger als 50 Listings an den deutschen Börsen. 17 in China ansässige Emittenten entdeckten den deutschen Börsenplatz. Leider enttäuschten alle. Innerhalb der Listing-Aktivitäten wurde der „Safe-IPO“ mit 14 Neuzugängen salonfähig. Hier wird dem Listing an der Börse eine Privatplatzierung vorgeschaltet. In diesem Zeitraum entdeckten 17 deutsche Unternehmen erfolgreich ausländische Börsenplätze, darunter die BioNTech SE, die ihren IPO an der NASDAQ mit American Depositary Shares (ADS) vollzog.

Anfangs 2020 gab es eine Finanzinnovation, die bis zu diesem Zeitpunkt kaum Beachtung fand: „Special Purpose Acquisition Company“ (SPAC). In den USA explodierte die Anzahl der IPOs auf über 1.600 in nur drei Jahren (2020-2022). Ursache dieser Explosion waren SPACs, die rd. 58% der gesamten IPOs ausmachten. Die Negativzinsen spülten Gelder der institutionellen Anleger in diese Übernahmevehikel, da sie ihnen eine risikofreie Mindestverzinsung garantierten. An den deutschen Börsen fiel diese SPAC-Euphorie verhaltender aus: 6 SPAC-Emissionen von insgesamt 22 IPOs und 18 Listings seit 2020. Dennoch konnten acht deutsche Zielunternehmen diese Vehikel für ihren Börsengang nutzen, wovon jetzt zwei an der Frankfurter Börse notieren.

Wir hoffen, dass dieser kleine Rückblick auf 25 Jahre deutscher Kapitalmarkt verdeutlicht, wie plötzlich neue Trends und Innovationen entstehen und auch wieder verschwinden können. Einige dieser Innovationen konnten überdauern und erweitern das Spektrum für die Emittenten am Kapitalmarkt. Es bleibt daher zu wünschen, dass die gesetzlichen Rahmenbedingungen in Zukunft den Raum für Innovationen nicht zu sehr einengen und uns die notwendige Flexibilität belassen.

Ein vielseitiges IPO-Jahr. Deutsche Emittenten nutzten 2021 die komplette Klaviatur von Techniken für den Börsengang

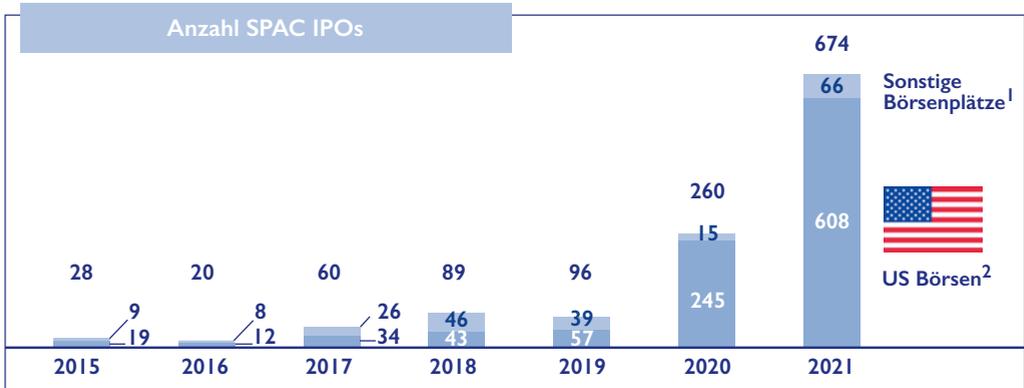
Das IPO-Jahr 2021 hatte es in sich: Seit 1970¹ gab es bis auf 2021 kein Jahr, das ein Emissionsvolumen von weltweit rund 600 Mrd. USD vorweisen konnte. 2.900 Börseneinführungen erzielten diese nie dagewesene Summe. Die wesentlichen Treiber dieses Booms sind vor allem Techunternehmen sowie die SPAC-Akquisitionsvehikel zu nennen. Unter ihnen stammen 31 Neuzugänge von deutschen Erstemittenten, die über 12 Mrd. EUR einsammeln konnten. Diese beiden Zahlen stellen zwar keinen Rekord dar, jedoch wählte die Mehrzahl dieser Neuzugänge lieber alternative Wege an die Börse als das des klassischen IPO oder suchten einen ausländischen Börsenplatz auf.

Der „Angstfaktor“ – gemessen am mittleren jährlichen Volatilitätsmaß VDAX – stabilisierte sich anno 2021 auf 20, der im Vorjahr noch bei einem Wert von 30 lag und damals durch das Pandemiegeschehen stark beeinflusst war. Die wichtigsten deutschen Aktienindizes (DAX, MDAX, TecDAX) erzielten durch diese Stabilisierung beachtliche zweistellige Wertzuwächse zwischen 14% und 22%. Darüber hinaus explodierten die weltweiten IPO-Aktivitäten regelrecht auf historische Rekordwerte: 2.900 Neuzugänge und rund 600 Mrd. USD Emissionsvolumen. Wesentliche Initiatoren dieses Booms waren Technologie- und Healthcareunternehmen, die zusammen fast 180 Mrd. USD platzierten. Daneben konnten über 670 SPAC-IPOs mehr als 160 Mrd. USD weltweit einsammeln, wovon 90% auf die US-Börsenplätze entfallen. Mit 34 SPAC-IPOs bzw. mit rund 8 Mrd. USD ist diese Finanzinnovation auch in Europa auf dem Vormarsch. Die folgende Abbildung verdeutlicht die rasante, weltweite Entwicklung der SPAC-IPOs seit 2015.

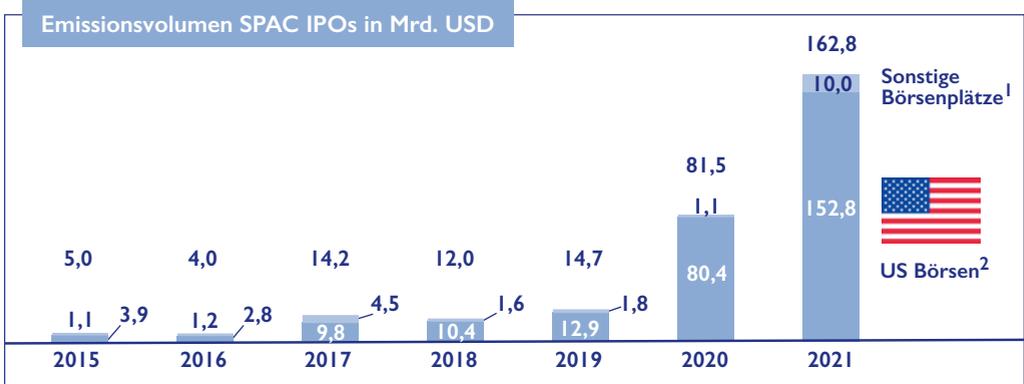
¹ Unsere Recherche geht bis 1970 zurück.

SPAC-EMISSIONEN WELTWEIT

Anzahl SPAC IPOs



Emissionsvolumen SPAC IPOs in Mrd. USD



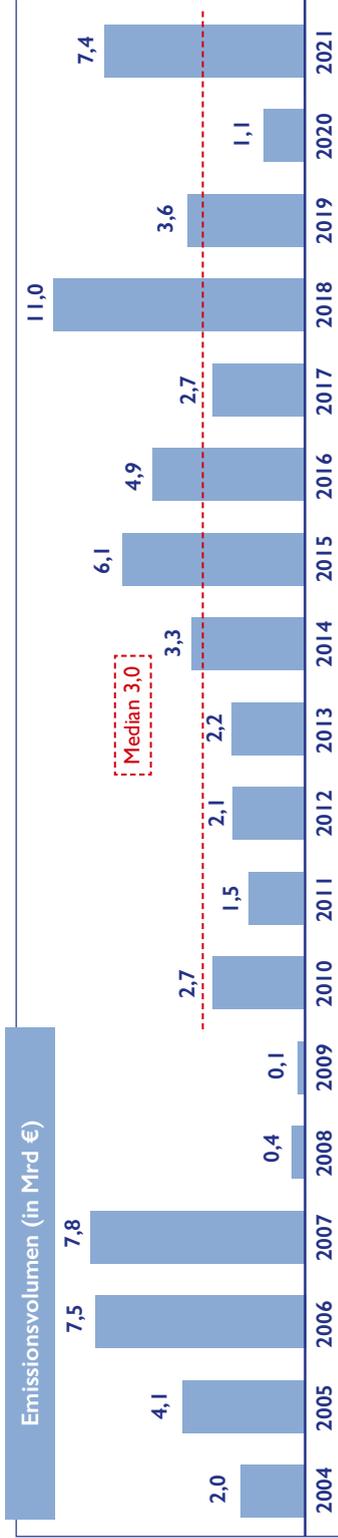
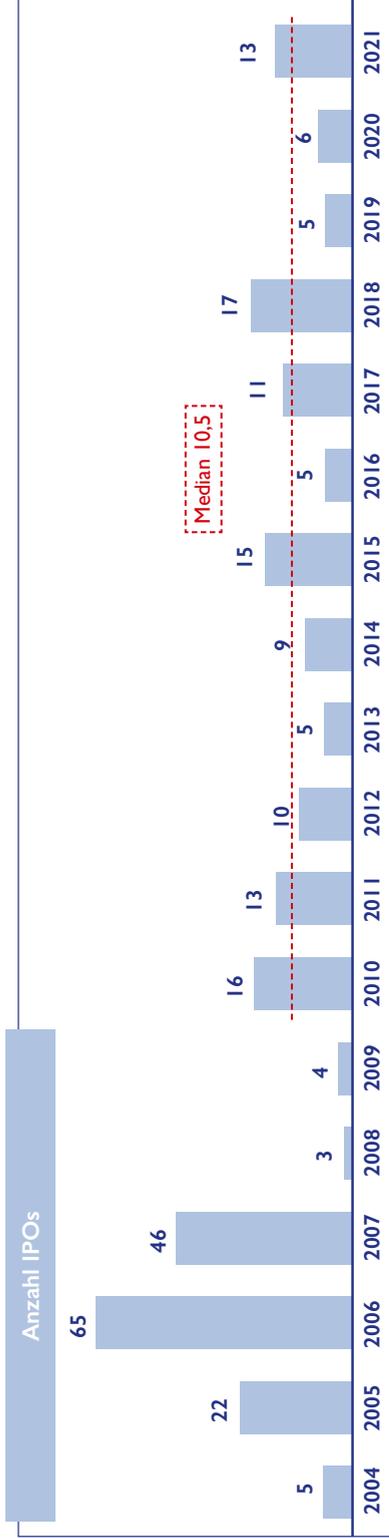
¹ Sonstige Börsenplätze ohne NASDAQ und NYSE

² NASDAQ und NYSE

Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

Der Investoren-Run auf Tech- und SPAC-IPOs belebte auch den deutschen Neuemissionsmarkt. Insgesamt konnten 13 Emittenten ein erfolgreiches öffentliches Angebot mit einem Gesamtvolumen von 7,4 Mrd. EUR durchführen. Darunter finden sich drei große Mrd.-EUR-Emissionen: Vantage Towers AG (2,2 Mrd. EUR), AUTO I Group SE (1,8 Mrd. EUR) und SUSE S.A. (1,1 Mrd. EUR). Im Median liegt das Platzierungsvolumen der 2021-Emittenten bei 326 Mio. EUR und deren Marktkapitalisierung bei 778 Mio. EUR. Die Märkte waren nicht für jeden offen. Das zeigen die Versuche von MeinAuto Group AG, Babbel Group AG und PERFORMANCE ONE AG, die während ihres Bookbuildingprozesses den Börsengang mangels Nachfrage abbrechen mussten.

DEUTSCHER IPO-MARKT IM RÜCKBLICK



1) ohne Listings, inkl. ausgeübter Mehrzuteilungsoption bis Stichtag
Quelle: B-FA Datenbank

Um u.a. das bestehende Marktrisiko zu minimieren, wählten letztes Jahr neben dem „klassischen IPO“ zehn Unternehmen einen alternativen Weg an die Börse über ein „Listing“. Das Listing hat verschiedene Techniken, die 2021 wie folgt auftraten:

- i) **reines Listing** („IPO Light“), wonach der Emittent seine bestehenden Aktien an einer Börse zum Handel zulässt. Die Linus Digital Finance AG (Immobilienfinanzierer) ist der einzige Emittent, der letztes Jahr diesen Weg ging. Bei Erstnotierung an der Frankfurter Börse erzielte das Unternehmen einen Börsenwert von 167 Mio. EUR.
- ii) **Abspaltung** (Spin-off), wonach eine Geschäftseinheit einer börsennotierten Gesellschaft durch die Ausgabe von neuen Aktien der Geschäftseinheit an bestehende Aktionäre der börsennotierten Gesellschaft abgespaltet wird. Vitesco Technologies Group AG (ein Spin-off der Continental AG) sowie Daimler Truck Holding AG (ein Spin-off der Daimler AG) vollzogen letztes Jahr diesen Schritt. Vitesco und Daimler Truck wurden am ersten Handelstag mit 2,4 Mrd. bzw. 23,0 Mrd. EUR bewertet.
- iii) **Privatplatzierung** mit anschließender Notierungsaufnahme („Safe IPO“), wonach wenige Wochen oder Tage vor der Notierungsaufnahme an eine kleine Gruppe ausgewählter Investoren Aktien platziert werden. Diesen Weg gingen letztes Jahr sieben Emittenten, die 2,3 Mrd. EUR einsammeln konnten. Darunter befinden sich drei „operative“ Gesellschaften – ABOUT YOU Holding AG, Bike24 Holding AG und die Novem Group S.A. – sowie vier SPAC Vehikels: Lakestar SPAC I SE, 468 SPAC I SE, OboTech Acquisition SE und GFJ ESG Acquisition I SE.
- iv) **Verschmelzung** auf ein börsennotiertes Vehikel („Cold IPO“), wonach eine nicht-notierte Gesellschaft auf eine börsennotierte Gesellschaft mehrheitlich verschmolzen wird. Diese Variante wurde 2021 vom Online-Ferienhausvermittler HomeToGo sowie von dem Kinderaudiosystemhersteller tonies (zuvor Boxine) gewählt.

Dabei verschmolzen sie auf die beiden zuvor vorgestellten SPACs Lakestar SPAC I und 468 SPAC I. HomeToGo wurde mit einem Unternehmenswert von 920 Mio. EUR in den „De-SPACing-Prozess“ eingebracht. Die SPAC verfügte über eine Kasse von 275 Mio. EUR. Weitere 75 Mio. EUR sind durch ein Kapitalerhöhung Dritter (PIPE) in die Transaktion geflossen. Nach Abzug der Anteile, die von den SPAC-Investoren zurückgezogen wurden (36,6%), verblieben HomeToGo effektiv 249 Mio. EUR. Im Fall der tonies SE lag der Einbringungswert bei 990 Mio. EUR, wobei im De-SPACing nur 52% des Werts (510 Mio. EUR) eingebracht wurden. Der Erlös für tonies aus der SPAC (300 Mio. EUR) und dem PIPE (105 Mio. EUR) betrug effektiv 405 Mio. EUR, d.h., es wurde eine Rückgabequote von nahezu 0% erreicht.

LISTINGS AN DEUTSCHEN BÖRSENPLÄTZEN

Unternehmen	Datum Listing	Segment ³	Branche	Listing Technik	Private Placement Volumen ¹ (in Mio €)	Börsenwert bei Erstnotiz (in Mio €)
Lakestar SPAC I SE	22.02.2021	GS ²	SPAC	Safe IPO	275	346
468 SPAC I SE	30.04.2021	GS ²	SPAC	Safe IPO	300	367
OboTech Acquisition SE	04.05.2021	GS ²	SPAC	Safe IPO	200	252
Linus Digital Finance AG	19.05.2021	GS	Immobilienfinanzierung	IPO Light	-	167
ABOUTYOU Holding AG	16.06.2021	PS	online B2C Handel	Safe IPO	850	4.766
Bike24 Holding AG	25.06.2021	PS	online-Fahrrad Handel	Safe IPO	322	676
Novem Group SA.	19.07.2021	PS	Interieur Automotive	Safe IPO	247	660
Vitesco Technologies Group AG	16.09.2021	PS	Hersteller elektrische Antriebe	Spin-off (Abspaltung der Continental AG)	-	2.393
HomeToGo SE	21.09.2021	PS	Reiseplattform	deSPACing / Cold IPO (Lakestar SPAC I SE)	249	865
GfJ ESG Acquisition I SE	19.10.2021	GS ²	SPAC	Safe IPO	150	187
tonies SE	15.11.2021	PS	Audiosysteme	deSPACing / Cold IPO (468 SPAC I SE)	405	1.436
Daimler Truck Holding AG	10.12.2021	PS	LKW Hersteller	Spin-off (Abspaltung der Daimler AG)	-	23.041

¹ Im Falle des „deSPACing“: SPAC Kasse abzgl. Rückerstattungen plus PIPE-Erlöse

² Aktien wurden im General Standard zugelassen, Optionsscheine im Open Market der Frankfurter Börse

³ GS: General Standard, PS: Prime Standard der Frankfurter Börse

Quelle: B-FA Datenbank

Auslandserstnotierungen deutscher Emittenten auf Rekordniveau

Bei den Auslandsnotierungen in Deutschland ansässiger Unternehmen wurde im vergangenen Jahr ein Rekordwert erzielt²: acht Neuzugänge mit einem Emissionsvolumen von rund 2,6 Mrd. USD (2,1 Mrd. EUR). Die seit 2010 zuvor erreichten jährlichen Spitzenwerte liegen bei rund 0,5 Mrd. EUR. Unter den acht Neuzugängen finden sich sechs IPOs sowie zwei De-SPACing-Notierungen, die allesamt einen der US-Börsenplätze aufsuchten. Zu den letzteren gehören der Fluggerätehersteller Liliium, der mit dem an der NASDAQ notierten SPAC „Qell Acquisition“ bei einer Bewertung von rund 2,4 Mrd. USD verschmolz. Nach Abzug der zurückgegebenen Anteile konnte Liliium einen effektiven Erlös von 566 Mio. USD erzielen. Der zweite deutsche De-SPACing-Neuzugang ist der Online-Sport Einzelhändler SIGNA Sports United, der mit dem an der New Yorker Börse notierten SPAC „Yucaipa Acquisition“ zusammenging. SIGNA wurde mit einem Unternehmenswert von rund 2,5 Mrd. USD bewertet. Nach der Verschmelzung floss ein effektiver Erlös von 484 Mio. USD zu. Sowohl bei Liliium als auch bei SIGNA Sports lagen die SPAC-Rückgabequoten mit 65% bzw. 89% sehr hoch, die mit dem PIPE-Erlös kompensiert werden konnten. Unter den anderen sechs Neuzugängen befinden sich Emittenten aus unterschiedlichen Branchen und Stadien im Lebenszyklus, die zusammen 1,8 Mrd. USD erzielen konnten.

² Ohne SPAC-IPOs von deutschen Sponsoren

AUSLANDSNOTIERUNGEN DEUTSCHER EMITTENTEN 2021

Emittent	Industrie	Umsatz (Mio €) ¹	EBIT (Mio €) ¹	Listing Datum	Transaktions- form	Börse	Emissions- volumen (mUSD)	Börsenwert (mUSD)
MYT Netherlands Parent N.V.	Online- Modehändler	449,5	20,9	20.01.2021	IPO	NYSE	468	2.246
Atotech Limited	Spezialchemie	976,4	154,4	03.02.2021	IPO	NYSE	572	3.094
ATAI Life Sciences N.V.	Biotechnologie	0,0	-87,8	18.06.2021	IPO	NASDAQ	259	2.322
Lilium N.V.	Fluggeräte	0,0	n/a	15.09.2021	deSPACing (über Quell Acquisition Corp.)	NASDAQ	566 ²	3.320
Biofrontera Inc. (100% Tochter der Biofrontera AG)	Biotechnologie	15,9	-8,1	30.10.2021	„Subsidiary IPO“	NASDAQ	21	61
Mainz Biomed B.V.	Diagnostik	0,4	-0,6	10.11.2021	IPO	NASDAQ	17	60
Sono Group N.V.	Solarauto- hersteller	0,0	-54,0	17.11.2021	IPO	NASDAQ	173	1.059
SIGNA Sports United N.V.	Online-Sport Einzel- händler	848,0	19,0	14.12.2021	deSPACing (über Yucaipa Acquisition Corp.)	NYSE	484 ²	3.154

¹ Im Geschäftsjahr vor dem Listing
² SPAC Kasse abzgl. Rückstellungen plus PIPE-Erlöse
 Quelle: BFA Datenbank

Fazit: Viele Wege führen zum Ziel

2021 wurde von deutschen Emittenten die komplette Klaviatur von Techniken genutzt, um einen Börsengang erfolgreich umzusetzen. Darunter ist der Schritt an die Börse über eine SPAC eine relativ neue Methode, die vor allem für Techunternehmen in einem jungen Lebensstadium attraktiv erscheint. Daneben sind das „klassische“ IPO sowie das „Safe IPO“ nahezu gleichwertige Wege geworden, um Mittel über den Kapitalmarkt einzuwerben. Das erste Quartal 2022 zeigt eine deutliche Eintrübung der weltweiten IPO Aktivitäten: 52 Mrd. USD Emissionsvolumen mit 362 IPOs in Q1-2022 gegenüber 208 Mrd. USD und 837 IPOs in Q1-2021. Der deutsche IPO Markt kann in Q1-2022 mit drei Neuzugängen aufwarten, darunter mit einem „klassischen IPO“ (BörseGo AG), einem „IPO-Light“ (Centurion Intern. AG) sowie einem „Safe-IPO“ (468 SPAC II SE), die in der Summe 211 Mio € platzierten konnten. Darüber hinaus absolvierten zwei in Deutschland ansässige Unternehmen ein Auslandslisting. Der Berliner Recycling-Spezialist Cabka ging über ein „deSPACing“ mit dem SPAC Dutch Star Companies TWO B.V. an die Amsterdamer Euronext und erzielte dabei 110 Mio €. Der Hamburger Second-Hand-Mode-Onlineshop StyleRemains konnte rd. 19 Mio. € über sein schwedisches Listingvehikel Rebelle AB am skandinavischen Börsenplatz NASDAQ First North einsammeln. Es zeigt sich, dass alternative Wege gerade in einem schwierigen Fahrwasser genutzt werden.

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

ist geschäftsführender Gesellschafter von BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY und seit über 30 Jahren unabhängiger Berater für kapitalmarktorientierte Kapitalstrategien.

Uwe Nespethal

ist Partner und Mitgesellschafter der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY und seit über 20 Jahren als unabhängiger Berater in kapitalmarktorientierten Finanzstrategien und Managementincentivierungsthemen tätig.

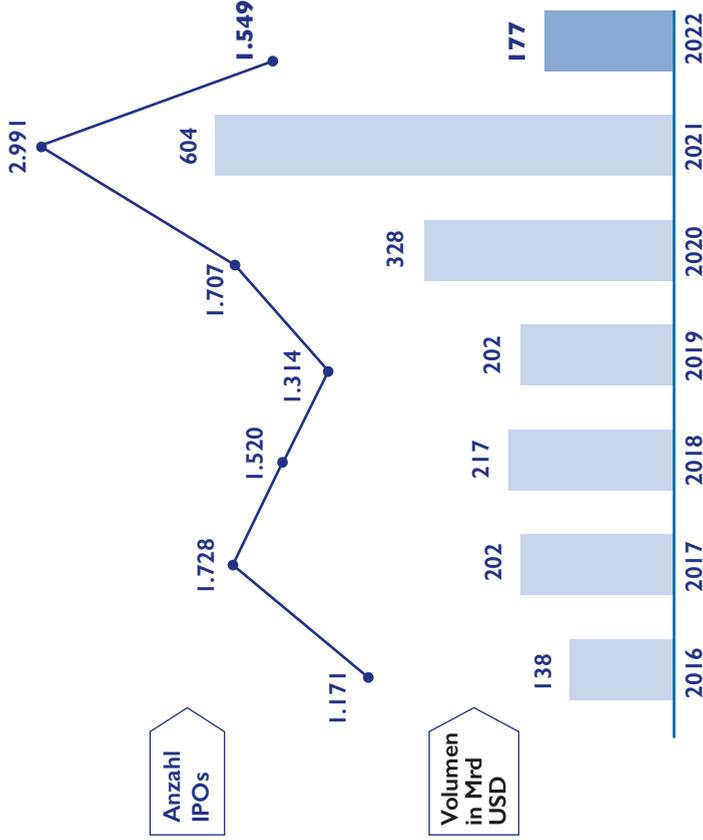
STATISTIKEN 2022

Gegenüber dem Emissionsrekord in 2021 ist das Volumen in 2022 um 71% auf 177 Mrd USD eingebrochen. Der Porsche IPO war in 2022 weltweit die zweitgrößte Emission

GLOBALE IPO AKTIVITÄTEN 2016 - 2022

STAND 31. DEZEMBER 2022

IPO AKTIVITÄTEN



„TOP 10“ IPOs in 2022

#	Emittent	Datum	Börse	Volumen (Mrd \$)
1	LG Energy Solution Ltd	14.01.2022	Korea	10,7
2	Porsche AG	28.09.2022	Frankfurt	8,8
3	Dubai Elect. & Water	06.04.2022	Dubai Exch	4,7
4	Life Insurance Corp of India	09.05.2022	National	2,4
5	Corebridge Financial Inc	14.09.2022	New York	1,7
6	Borouge PLC	31.05.2022	Abu Dhabi	1,6
7	Americana Restaurants Int.	24.11.2022	Saudi Exch	1,4
8	Nahdi Medical Co	15.03.2022	Saudi Exch	1,4
9	CICC Anhui	04.11.2022	Shanghai	1,2
10	SCB X PCL	25.02.2022	Thailand	1,0

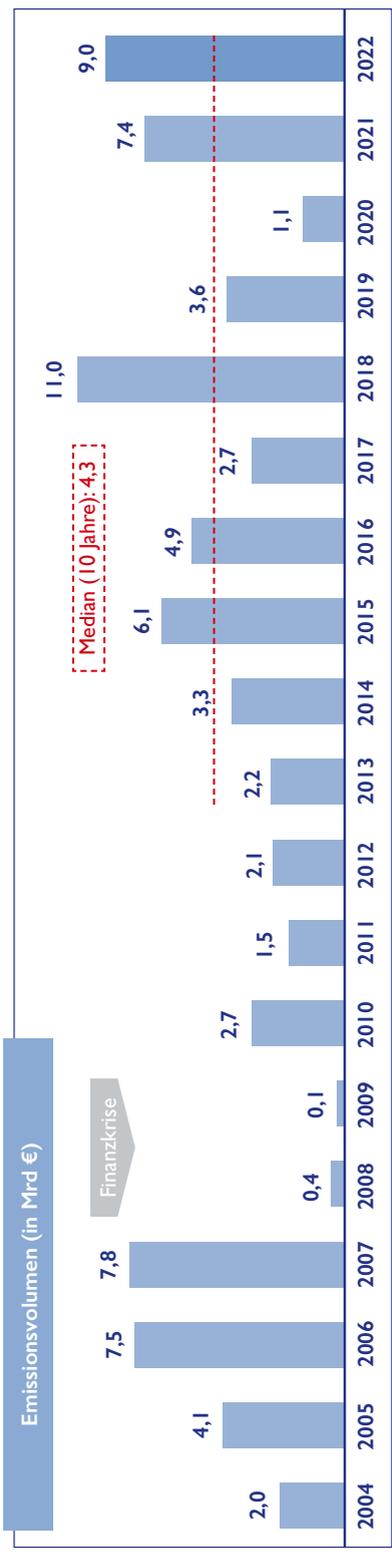
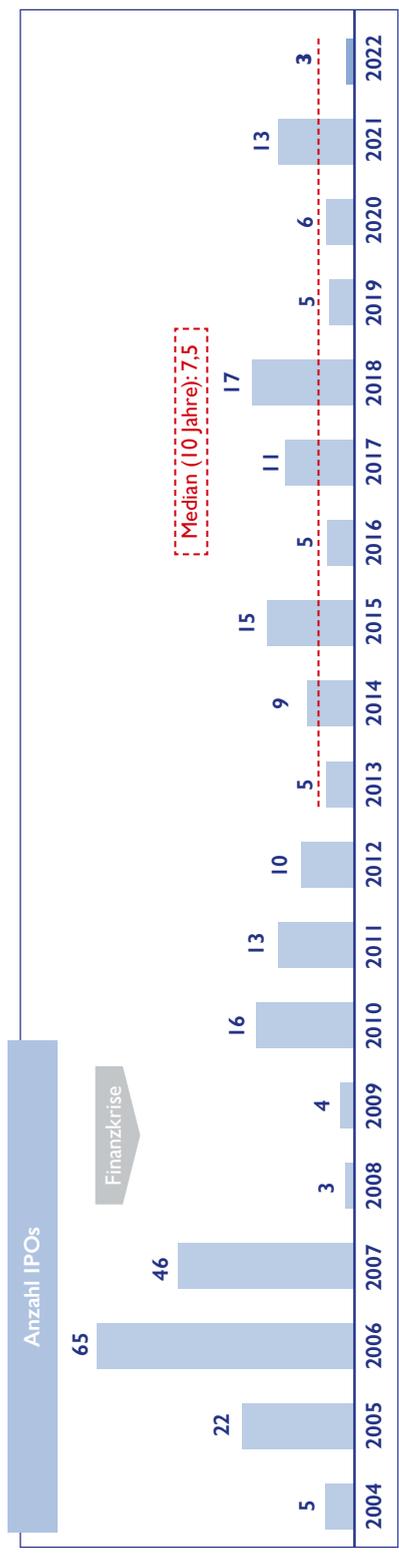
„TOP 10“ IPOs in 2021

#	Emittent	Datum	Börse	Volumen (Mrd \$)
1	Rivian Automotive Inc	09.11.2021	NASDAQ	13,7
2	Kuaishou Technology	29.01.2021	HongKong	6,2
3	Coupage Inc	10.03.2021	NYSE	4,6
4	DIDI Global Inc	29.06.2021	NYSE	4,4
5	Blackrock Innovation	25.03.2021	NYSE	4,4
6	Inpost SA	26.01.2021	Euronext/AM	3,9
7	Krafton Inc	29.07.2021	Korea	3,7
8	JD Logistics Inc	21.05.2021	HongKong	3,6
9	China Three Gorges	06.05.2021	Shanghai	3,5
10	Globalfoundries Inc	27.10.2021	NASDAQ	2,9

Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

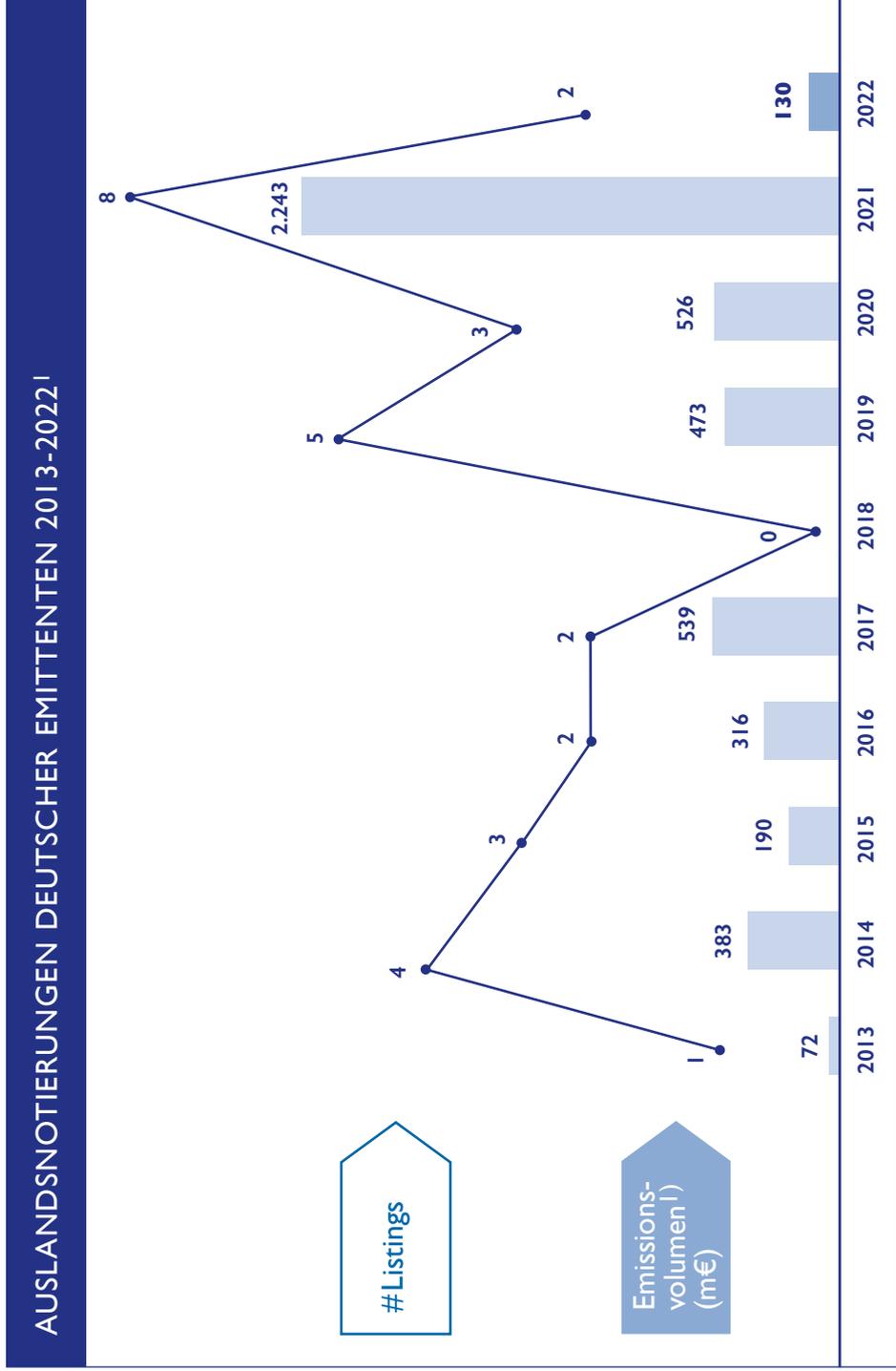
Die IPO Aktivitäten in 2022 bewegen sich wieder auf dem Niveau der Krisenjahre 2008/2009. Dennoch wurde durch den Porsche-IPO ein Volumen von 9 Mrd. € erzielt

IPOS AN DEUTSCHEN BÖRSENPLÄTZEN¹⁾



¹⁾ ohne Listings, inkl. ausgeübter Mehrzuteilungsoption bis Stichtag
 Quelle: BFA Datenbank

Auch die Auslandsnotierungen deutscher Emittenten reduzierten sich nach dem Rekordjahr 2021 deutlich



¹⁾ ohne SPAC Notierungen
Quelle: BF-A Datenbank, Refinitiv

Für viele unserer Mandanten ist der Zugang zum Kapitalmarkt ein Erfolgsfaktor für eine außerordentliche Unternehmensentwicklung

BEISPIELE AUS UNSERER BERATUNGSPRAXIS		STAND 31. DEZEMBER 2022							
in Mio €		Kennzahlen bei IPO				Aktuelle Kennzahlen			
Mandant	IPO	Umsatz im GJ vor IPO	Börsenwert @ IPO	Umsatz 2022e	CAGR ¹⁾	Börsenwert	CAGR ¹⁾	Index-zugehörigkeit	
 BOSS HUGO BOSS	20.12.1985	121	134	3.547	10%	3.813	9%	MDAX	
 bertrandt	01.10.1996	39	60	1.009	13%	405	8%	CDAX	
 RIXTRON	06.11.1997	24	128	491	13%	3.057	13%	MIDAX/TecDAX	
 PNE PNE BANK SERVICE	15.12.1998	5	61	122	14%	1.635	15%	SDAX	
 RATIONAL	03.03.2000	131	262	991	9%	6.310	15%	MDAX	
 ZEISS CARL ZEISS MEDITEC	19.07.2002 ²⁾	205	284	1.903	12%	10.545	19%	MIDAX/TecDAX	
 DATAGROUP IT-SERVICES-ESOLUTIONS	14.09.2006	30	18	501	19%	526	23%	Scale All	
 MEYER BURGER	23.11.2006	38	73	167	10%	1.947	23%	Swiss All	
 HYPOPORT THE FINANCE INTEGRATOR	29.10.2007 ³⁾	26	92	465	21%	632	14%	SDAX	
 BIONTECH	10.10.2019	128	3.038	16.507	351%	34.065	111%	NASDAQ Biotechnology/ 100	

1) CAGR: jährliche Wachstumsrate (Compound Annual Growth Rate)

2) Cold IPO

3) Safe IPO

Quelle: Datenbank B-FA, Refinitiv

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GMBH

Römerstraße 75 | 71229 Leonberg
BOX 1338 | 71203 Leonberg

T + 49 (0) 7152 6101940

F + 49 (0) 7152 6101949

@ info@blaettchen-fa.de

www.blaettchen-fa.de