

# KOLUMNENSAMMLUNG

---

Blättchen Financial Advisory



BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

# INHALT

	Vorwort	5
01/23	Die Ausgestaltung der Hauptversammlung muss den Investoren schmecken	8
03/23	Zukunftsfinanzierungsgesetz: ein wichtiger Schritt für die steigende Akzeptanz von Mitarbeiterbeteiligungen und die Aktiengesellschaft	10
06/23	Zwei Jahre nach dem SPAC Boom lecken sich die Marktteilnehmer die Wunden	12
12/23	KGaA - Eine klassische Rechtsform, neu erfunden	16
01/24	Virtuelle Beteiligungen oder doch Aktien?	18
02/24	Rechtsformwahl: Niederländische NV versus deutsche AG	20
08/24	Vergütungsbericht: Am Ziel vorbei	22
12/24	Wohlstandsverluste und ein unterentwickelter europäischer Kapitalmarkt	24
	„Wir schaffen nachhaltige Werte für alle Aktionäre“ Gespräch mit Dr. Johannes Lattwein, Vorstandsmitglied, Porsche SE	28
	Statistiken	34



Liebe Freunde unseres Hauses,

Seit dem Erscheinen unserer letzten Kolumnensammlung vor zwei Jahren hat sich am Standort Deutschland viel getan, allerdings nicht immer zum Positiven. Die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen aber auch des EU-Kapitalmarktes ist weiter zurückgegangen. Die deutsche Industrie befindet sich im zweiten Rezessionsjahr und für das Jahr 2025 wird keine wesentliche Besserung erwartet. Der deutsche Kapitalmarkt für Neuemissionen liegt am Boden und das leider seit mehreren Jahren. Während nach einem Bericht der Börsenzeitung vom 07. Dezember 2024 in Deutschland allein im Jahr 2024 21 Unternehmen von der Börse genommen wurden, wurden im Schnitt der letzten 10 Jahre pro Jahr nicht einmal mehr als fünf IPOs an den deutschen Börsenplätzen platziert. Im Jahr 2024 gab es in Deutschland mit Douglas, Springer Nature und Elevation lediglich drei Börsengänge. Was vor 20 Jahren für ein oder zwei Jahre eine Ausnahme war, ist heute die Regel. Im Heft finden Sie eine Zeitreihe über diese 20 Jahre. Sie zeigt die Dramatik auf. Woran liegt es? Zum einen sind es die von der Politik verursachten Mehrbelastungen der deutschen Unternehmen durch zunehmende Bürokratie, die im deutschen und EU-Lieferkettengesetz ihren bisherigen Höhepunkt findet. Im Bereich der traditionell exportstarken Industrie spielt ein Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen eine Rolle verursacht etwa durch steigende Energiepreise, einen zunehmenden Fachkräftemangel und eine weniger dominante Marktstellung gegenüber Mitbewerbern aus dem asiatischen Raum. All das führt zu Verunsicherungen und schlimmer noch zu einer schleichenden Deindustrialisierung. Was den deutschen Kapitalmarkt betrifft sind die Rahmenbedingungen ebenfalls alles andere als optimal. Große Kapitalsammelstellen wie Versicherungen und Lebensversicherungen unterliegen in ihren Anlageentscheidungen erheblichen Einschränkungen hinsichtlich der Möglichkeit, in Eigenkapitalinstrumente wie Aktien zu investieren. Ein überreguliertes und nicht mehr zeitgemäßes Aktiengesetz erschwert eine schnelle und flexible Kapitalaufnahme. Die deutsche Aktiengesellschaft ist im Vergleich zu europäischen Pendanten nicht mehr attraktiv. So bietet zum Beispiel die holländische NV die Flexibilität eines modernen, internationalen Rechtskleides. Um die Attraktivität der deutschen AG/SE im Vergleich zur NV sowie den Standort „deutscher Kapitalmarkt“ zu erhöhen, sind weitgehende Anpassungen notwendig.

Ein erster kleiner Schritt zur Modernisierung der deutschen Aktiengesellschaft wurde mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz Ende des Jahres 2023 erreicht, wodurch sich die Auflegung von Aktienoptionsprogrammen sowie direkten Aktienbeteiligungen für Mitarbeiter praktikabler gestalten lässt. Auf der Finanzierungsseite wurde der Umfang für die Ausgabe von neuen Aktien ohne Bezugsrechte erweitert. Das sind Schritte in die richtige Richtung, aber nur ein Anfang. Die Abschaffung des Mindestnominalwertes von einem Euro, die Ausgabe von „naked Options“ für Finanzierungszwecke, die Gewährung von Aktienoptionen an Aufsichtsratsmitglieder als Vergütungsbestandteil, das Streichen einer Erfolgshürde und die Mindestwartezeit von vier Jahren für die Ausübung von Aktienoptionen, die Abschaffung der 5% Abschlagsgrenze für bezugsrechtslose Kapitalerhöhungen sowie eine Vereinfachung und Fokussierung

ausufernder Berichtspflichten über ESG/CSRD oder über die Organvergütung („Vergütungsbericht“) müssen angegangen werden. Im ursprünglich für Mitte 2025 geplanten zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetz sollte der Mindestnominalwert je Aktie auf 0,01 € reduziert werden. Ob das nun mit dem Aus der Regierung umgesetzt werden kann, ist fraglich.

Zu begrüßen sind ebenfalls geplante Erleichterungen zur Prospektverordnung im Rahmen des EU-Listing-Act, die Folgeemissionen von Aktien für notierte Unternehmen im regulierten Markt oder in den KMU-Segmenten mit weitreichender Prospektfreiheit ermöglicht. Bis Ende 2026 sollen diese EU-Verordnungen ins nationale Recht umgesetzt werden.

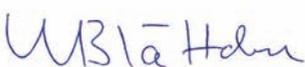
Rückblickend auf die letzten 20 Jahre hat es Deutschland nach dem Zusammenbruch des Neuen Marktes leider geschafft, die Börse als Finanzierungsquelle für Innovationen und Wachstum fast auszutrocknen. Zudem ist bei uns die Überzeugung nie gereift, den Kapitalmarkt als Quelle für weiteren Wohlstand als Anlagevehikel zu nutzen. Selbst große Kapitalsammelstellen wie die Allianz investieren weniger als 4% ihres Anlagevolumens in Aktien. In unserer letzten Kolumne haben wir aufgezeigt, welchen Wohlstandsverlust wir im Vergleich zu den USA in den letzten 20 Jahren durch einen unterentwickelten Kapitalmarkt erlitten haben. Durch konsequente Reformen und Deregulierungen lässt sich dieser negative Trend zumindest für die nächste Generation umkehren.

Wir wünschen den Lesern unserer Kolumnen mit dieser Sammlung aus den Jahren 2023 und 2024 viel Freude und zahlreiche Erkenntnisgewinne. Wir haben ebenfalls noch ein Interview mit dem CFO der Porsche SE, Herrn Dr. Johannes Lattwein, in diese Broschüre mit aufgenommen. Das Interview zeigt sehr gut auf, wie anspruchsvoll und chancenreich eine börsennotierte Familienholding sein kann, die auf den Kapitalmarkt setzt.

Wir bedanken uns beim GoingPublic Verlag und dem langjährigen Herausgeber unserer Kolumnen Markus Rieger und seinem Team für die lange und enge Zusammenarbeit.

Natürlich möchten wir uns auch bei allen unseren Geschäftspartnern für die vertrauensvolle Zusammenarbeit bedanken und wünschen Ihnen Allen zum Neuen Jahr viel Glück und Erfolg.

Leonberg, im Januar 2025



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Dr. Stephan Mahn



Uwe Nespethal



Unser Team mit Markus Rieger anlässlich unseres Jubiläums in Stuttgart

## Die Ausgestaltung der Hauptversammlung muss den Investoren schmecken

Am 27. Juli 2022 trat das „Gesetz zur Einführung virtueller Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften und Änderung weiterer Vorschriften“ in Kraft und eröffnete alternativ zur bekannten Präsenzveranstaltung die Möglichkeit entweder eine reine virtuelle Hauptversammlung (HV) oder eine hybride Veranstaltung durchzuführen. Erste Erfahrungen mit der Durchführung einer reinen virtuellen HV konnte durch die befristete Gesetzgebung anlässlich der Corona Pandemie gesammelt werden, die jedoch im Unterschied zum neuen Gesetzesinhalt (mit dem Ausschluss des Fragerechtes) erhebliche Einschränkungen der Aktionärsrechte erlaubte. Die Kernrechte der Aktionäre sind das Recht der Stimmenabgabe sowie Fragerecht an die Organe. Letzteres wird im aktuellen Gesetz für die virtuelle HV sichergestellt, wobei zwei Optionen in der Ausgestaltung des Fragerechtes angeboten werden: Zum einen können im Vorfeld der Vollversammlung Aktionärsfragen zu gelassen werden. Dabei müssen die Fragen spätestens drei Tage vor der HV in elektronischer Form der Gesellschaft zugewandt sein. Anschließend hat der Vorstand bzw. Aufsichtsrat bis zum Tag davor Zeit, diese Fragen zu beantworten und auf der Homepage zu veröffentlichen. Ebenso ist der Bericht des Vorstandes spätestens sieben Tage vor der Versammlung zu veröffentlichen, um den Aktionären die Möglichkeit zu geben, darauf Fragen zu stellen. In der Hauptversammlung besteht nur noch ein Nachfragerecht zu Antworten, auf die vorab eingereichten Fragen. Die zweite Option entspricht dem Prozedere der klassischen Präsenzveranstaltung, wonach Aktionärsfragen nur in der Versammlung zugelassen sind. In diesem Fall ist es nicht zwingend, den Vorstandsbericht vorab zu veröffentlichen. Bei beiden Optionen besteht für sämtliche Organmitglieder eine grundsätzliche Anwesenheitspflicht am Ort der Hauptversammlungsübertragung. Darunter fallen auch Nebenräume, die sich am Ort der HV befinden müssen. Somit ist das Zuschalten von Mitgliedern des Vorstandes oder des Aufsichtsrates aus anderen Orten nicht gestattet, welches in der virtuellen „Corona-Hauptversammlung“ noch möglich war. Einige Stimmenrechtsvertreter gehen sogar noch weiter und fordern, dass sich sämtliche Organmitglieder in einem Raum oder wie bisher zusammen auf einer Bühne sitzen. Aus unserer Sicht ist dieser Wunsch durchaus nachvollziehbar. Es ist sicherlich nicht zu viel verlangt, wenn die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat einmal im Jahr den Aktionären Rede und Antwort stehen.

Die rein virtuelle Vollversammlung hat den grundsätzlichen Vorteil, insbesondere bei einem zahlenmäßigen großen Aktionariat auf die kostspielige Saalmiete sowie auf ein umfangreiches Catering zu verzichten. Ebenso fallen für Aktionäre und Besucher ggf. weite Anfahrtswege weg. Demgegenüber ist sicherzustellen, dass die technischen Voraussetzungen für eine reibungslose Durchführung der virtuellen Versammlung geschaffen werden. Das kann wiederum mit einem hohen organisatorischen und finanziellen Aufwand verbunden sein. So sorgen die Unsicherheiten bezüglich der Anzahl von Fragen und Redebeiträgen zusammen mit den noch nicht vorhandenen Erfahrungswerten und der fehlenden Rechtsprechung für Zurückhaltung, so dass beispielsweise die Deutsche Telekom ihre Hauptversammlung wieder im traditionellen Präsenzformat durchführen möchte. Zudem stehen die großen Aktionärsvertreter wie ISS, Glass Lewis oder DSW einer rein virtuellen Veranstaltung skeptisch gegenüber und empfehlen die Durchführung einer klassischen oder hybriden Hauptversammlung. Der persönliche Kontakt zu den Organen, eine lebhafte Generaldebatte sowie Rede- und Gegenrede sind ihnen sehr wichtig. Während eine hybride Hauptversammlung den Aktionären auch die bequeme Teilnahme von zuhause ermöglicht, kombiniert sie aus Sicht der Emittenten auch die Nachteile beider Formen: Neben den Kosten für Saal und Catering entsteht Aufwand für die technische Übertragung. Aus unserer Erfahrung kann eine besondere Form der hybriden Hauptversammlung gerade dann in Betracht kommen, wenn ein deutscher Emittent nur im Ausland notiert und Privataktionäre im Inland beispielsweise keine Aktien, sondern ADRs halten. Dann ist es erfahrungsgemäß schwierig bis unmöglich, diesen Aktionären eine klassische Teilnahme an einer Hauptversammlung zu ermöglichen und ein virtuelles Öffnen für die Allgemeinheit versetzt auch die Halter dieser ADRs in die Lage, der Hauptversammlung ohne formale Teilnahme beizuwohnen.

## Zukunftsfinanzierungsgesetz: ein wichtiger Schritt für die steigende Akzeptanz von Mitarbeiterbeteiligungen und die Aktiengesellschaft

Eine „echte“ Beteiligung von Mitarbeitern an einem nicht börsennotierten Unternehmen ist derzeit in zweierlei Hinsicht problematisch: Zum einen verursacht eine verbilligte Ausgabe von nicht fungiblen Unternehmensanteilen an Mitarbeiter ein hohes steuerliches „dry income“ Risiko, das vom Mitarbeiter zu tragen ist. Zum anderen kann die Administration von Mitarbeiteraktien komplex werden, da eine Bündelung der Stimmenrechte bis zum IPO wünschenswert ist. Wachstumsunternehmen mit Börsenplänen meiden daher eine „echte“ Beteiligung ihrer Mitarbeiter und behelfen sich mit der Ausgabe „virtueller“ Instrumente. Mit der geplanten Einführung des „Zukunftsfinanzierungsgesetzes“ für KMUs im Herbst dieses Jahres könnte zumindest das „dry income“ Risiko seinen Schrecken verlieren.

Aktuell führt die verbilligte Ausgabe von „echten“ Anteilen bei Wachstumsunternehmen dazu, dass der gewährte „geldwerte Vorteil“ entweder beim Verlassen des Unternehmens, spätestens aber nach 12 Jahren ab Zeitpunkt der Gewährung mit Lohnsteuer besteuert wird. Diese Steuerbelastung einschließlich Sozialabgaben kann ca. 50% betragen und für den Begünstigten problematisch werden, wenn die Anteile entweder nicht über die Börse oder an jemanden verpflichtend zu Marktwerten verkauft werden können. Die Steuerverbindlichkeit muss dann vom Mitarbeiter aus eigener Tasche bezahlt werden, ohne dass Liquidität zufließt („dry income“). Im bisherigen Gesetzesentwurf soll diese Problematik entschärft werden, wonach die Stundungsfrist auf 20 Jahre verlängert wird. Zudem soll auch in Fällen des Ausscheidens von Mitarbeitern die entstehende Schuld erst beim tatsächlich erfolgten Anteilsverkauf gezahlt werden, vorausgesetzt der Arbeitgeber gibt freiwillig eine unwiderrufliche Haftungserklärung gegenüber der Finanzbehörde für seine Lohnsteuer ab. Der Referentenentwurf sieht hierfür die Einführung einer Pauschalbesteuerung zu einem Steuersatz in Höhe von 25% vor. Dies würde eine Mitarbeiterbeteiligung steuerlich sehr attraktiv gestalten, sofern der Arbeitgeber bereit ist, diese Haftungserklärung abzugeben. Unabhängig davon ist geplant, den jährlichen Freibetrag von bislang 1.440 € auf 5.000 € für Mitarbeiterbeteiligungen zu erhöhen, wenn dieser zusätzlich zum Arbeitslohn gewährt wird.

Die verlängerte Steuerstundung sowie der Pauschalsteuersatz von 25% gelten nur für „echte“ Beteiligungen an Wachstumsunternehmen, die weniger als 100 Mio. € Umsatz erzielen, max. 500 Mitarbeiter beschäftigen und nicht älter als 20 Jahre sind. Die gegenwärtig bei Start-ups oft gewählten Instrumente virtueller Beteiligungen („Stock Appreciation Rights“) sind wegen ihrer Kompensation in Bar von dem reduzierten Pauschalsteuersatz ausgeschlossen. Damit kann die Ausgabe von GmbH-Anteilen oder Aktien für Unternehmen interessant werden. In der Praxis wird üblicherweise ein Poolvertrag bis zum geplanten IPO geschlossen, der sicherstellt, dass die Stimmenrechtsausübung gebündelt und die Übertragungen an Dritte nur mit Zustimmungsvorbehalt erfolgen darf. Ebenso wird das klassische Beteiligungsinstrument „Aktioption“ mit der Gesetzesreform wieder attraktiver, da bei ihrer Ausübung der verbilligte Bezug von noch nicht fungiblen Aktien eines Wachstumsunternehmens ebenfalls die „dry income“ Vermeidungsmöglichkeit sowie der verminderte Pauschalsteuersatz anwendbar sind. Die Voraussetzung für den Einsatz von Aktienoptionen ist eine Firmierung als Aktiengesellschaft, die die Ausgabe dieser Instrumente über ein bedingtes Kapital ermöglicht. Zwar sind schuldrechtliche Zusagen der Gesellschaft mit gekoppelter Lieferung „echter“ Anteile auch außerhalb der AG möglich (Restricted Stock Units), jedoch müssen diese Zusagen spätestens mit der notwendigen AG-Umwandlung vor dem IPO in eine mit dem Aktienrecht konforme Struktur übertragen werden. An dieser Stelle sei noch erwähnt, dass der Maximalwert für die Autorisierung eines bedingten Kapitals von aktuell 10% auf 20% des bestehenden Grundkapitals bei der Beschlussfassung erhöht werden soll. Diese Größenordnung ist im internationalen Vergleich seit längerem üblich und erleichtert ebenfalls Aktienbeteiligung über Optionen.

Die längst fällige steuerliche Besserstellung der Direktbeteiligung von Mitarbeitern ist sehr zu begrüßen und sollte sich in einer zunehmenden Anzahl ihrer Anwendung positiv auswirken. Damit wird auch die Rechtsform der „kleinen AG“ aufgewertet, die es im internationalen Vergleich in Deutschland noch sehr schwer hat. Der geplante Gesetzesentwurf versucht zwar einige weitere Kritikpunkte an der Rechtsform zu mildern, jedoch sind diese leider nur einen Tropfen auf dem heißen Stein. Eine Abschaffung der 1 € Nominalaktie und der restriktiven 5% Abschlagsgrenze bei bezugsrechtslosen Barkapitalerhöhungen steht immer noch aus.

## Zwei Jahre nach dem SPAC Boom lecken sich die Marktteilnehmer die Wunden

Nach dem SPAC-Boom der Jahre 2020 und 2021, in denen fast 900 Übernahmevehikels an die europäischen und US-Börsenplätze gelangten, läuft nun bei den meisten die zweijährige Lebenszeit ab. Es ist daher zum einen interessant zu sehen, wie viele von denen bis dato<sup>1</sup> erfolgreich ein Zielunternehmen gefunden haben oder aber rückabgewickelt werden mussten. Zum anderen stellt sich die Frage, wie unter den erfolgreich verschmolzenen SPACs ihre bisherige Performance seit ihrem „deSPACing“ aussieht.

Zur besseren Einordnung soll zuvor noch ein kleiner Rückblick über das SPAC-Geschehen erfolgen<sup>2</sup>: Im Jahr 2019 trat eine erste größere Anzahl von 57 SPAC-IPOs an den US-Börsen in Erscheinung, die rd. 13 Mrd. USD platzieren konnten. Im Folgejahr explodierte die Anzahl auf 245 IPOs (81 Mrd. USD). Der SPAC-Markt war bis dahin ausschließlich ein US-Phänomen, das erst 2021 auch auf Europa überschwappte. In 2021 erreichte der SPAC-Boom seinen bisherigen Höhepunkt mit 610 US-IPOs (156 Mrd. USD) und 35 EU-IPOs (8,8 Mrd. USD). Nahezu jeder zweite Börsengänger in den USA war in diesen beiden Jahren ein SPAC. In 2022 brach der gesamte IPO-Markt aufgrund des rasanten Zinsanstiegs dramatisch ein. Da ein SPAC-Investment für die Anleger bis zum „deSPACing“ eine risikolose Mindestverzinsung garantierte, wurden nun Alternativen attraktiver: Darüber hinaus korrigierten die Tech-Unternehmen dramatisch ihre Bewertungen. In 2022 fanden nur noch 84 US-SPAC-IPOs (13 Mrd. USD) sowie 10 EU-SPAC IPOs (2 Mrd. USD) statt. Im laufenden Jahr sind dato an den US-Börsen 13 SPAC-Neuzugänge (1,3 Mrd. USD) und in Europa keiner zu verzeichnen.

Die in den Jahren 2020 und 2021 erfolgreich an den US-Börsen platzierten 861 SPACs zeigen bis zum Stichtag folgenden Status: 199 (23%) sind noch auf der Suche, 130 (15%) haben einen Zusammenschluss angekündigt, 302 (35%) konnten das „deSPACing“ abschließen und 230 (27%) entschieden sich für eine Rückabwicklung. Wird unterstellt, dass die angekündigten Übernahmen auch erfolgreich abgeschlossen werden, so sind 50% der aufgelegten SPACs an ihr Ziel gekommen. Laut SPAC-Insider ist jedoch die bisher erzielte Performance seit dem Zusammenschluss mehr als enttäuschend. Vor allem Zusammenschlüsse in der Tech- und Biotechindustrie erzielten einen Wertverlust im Median von über 80%<sup>3</sup>. Diese negative Performance liegt deutlich über den Benchmark-Indizes der Vergleichsperiode.

Was ist aus den SPACs deutscher Sponsoren geworden? Von den 12 seit 2021 emittierten SPACs konnten vier einen Merger abschließen, zwei haben einen Zusammenschluss angekündigt, zwei sind noch auf der Suche und vier wollen liquidieren. Die Verteilung entspricht im Wesentlichen dem US-SPAC-Markt.

#### STATUS SPACS DEUTSCHER SPONSOREN

SPAC	IPO Datum	Börse	Status
Constellation Acquisition Corp I	26.01.2021	NYSE	Suche
Frontier Acquisition Corp.	10.03.2021	NASDAQ	wird liquidiert
Rocket Internet Growth Opportunities Corp.	23.03.2021	NYSE	wird liquidiert
European FinTech IPO Company I B.V.	26.03.2021	Euronext	deSPACing erfolgt: Azerion Group
Tio Tech A	07.04.2021	NASDAQ	wird liquidiert
European Healthcare Acq. & Growth Co. B.V.	18.11.2021	Euronext	Merger angekündigt mit Cromapharma
Lakestar SPAC I SE	22.02.2021	Frankfurt	deSPACing erfolgt: HomeToGo
468 SPAC I SE	30.04.2021	Frankfurt	deSPACing erfolgt: tonies
OboTech Acquisition SE	04.05.2021	Frankfurt	wird liquidiert
GFJ ESG Acquisition I SE	19.10.2021	Frankfurt	deSPACing erfolgt: Learn'd Ltd
468 SPAC II SE	20.01.2022	Frankfurt	Merger angekündigt mit Marley Spoon SE
SMG European Recovery SPAC SE	01.06.2022	Frankfurt	Suche

Quelle: Eigene Recherche

#### Tabelle 1: Status SPACs deutscher Sponsoren

Seit 2020 gelangten sieben deutsche Unternehmen über einen SPAC-Zusammenschluss an die Börse. Wie unsere Recherchen in der nachfolgenden Tabelle zeigen, liegen deren Kursverluste seit ihrem „deSPACing“ deutlich im zweistelligen Prozentbereich und unterhalb der Benchmark-Indizes. Immaticis ist hier eine erfreuliche Ausnahme.

<sup>1</sup> Stichtag für die folgenden Statistiken ist der 05. Mai 2023

<sup>2</sup> Quelle: Refinitiv

<sup>3</sup> Untersucht wurde die Aktienperformance nach Branchen ab dem „deSPACing“ seit 2009 (Quelle: [www.spacinsider.com](http://www.spacinsider.com))

## PERFORMANCE DEUTSCHER SPAC-ZIELUNTERNEHMEN

SPAC	Zielunternehmen	Abschluss „de-SPACing“	Börse	Aktienperformance seit „de-SPACing“ <sup>1)</sup>
ARYA Sciences Acquisition Corp.	Immatcis N.V.	02.07.2020	NASDAQ	-1,5%
Qell Acquisition Corp.	Lilium N.V.	15.09.2021	NASDAQ	-93,8%
Lakestar SPAC I SE	HomeToGo SE	21.09.2021	Frankfurt	-71,5%
468 SPAC I SE	tonies SE	15.11.2021	Frankfurt	-44,0%
Yucaipa Acquisition Corp.	SIGNA Sports United N.V.	15.12.2021	NYSE	-66,4%
European Sustainable Growth Acq. Corp.	ADS-TEC Energy PLC	22.12.2021	NASDAQ	-76,4%
Dutch Star Companies TWO B.V.	Cabka N.V.	01.03.2022	Euronext	-24,4%
Athena Consumer Acquisition Corp.	Next.e.Go Mobile SE	angekündigt	NYSE	-

1) zum 5. Mai 2023;

Quellen: eigene Recherche, Refinitiv

### Tabelle 2: Performance deutscher SPAC-Zielunternehmen

In wie weit der potentielle Verwässerungseffekt aus den emittierten Warrants und den gewährten Sponsoren-Aktien, der mögliche „mismatch“ der Aktionärsstruktur vor und nach dem „deSPACing“ oder eine mögliche mangelnde Börsenreife der Zielunternehmen zu dieser anscheinend systematischen „Underperformance“ führt, wird derzeit ausführlich in der akademischen Literatur diskutiert.

Nachdem der Sinn dieser Innovation war, frühzeitig junge Wachstumsunternehmen mit erfahrenen Investoren an die Börse zu bringen, haben sich die Marktteilnehmer auf beiden Seiten mit Ausnahme der Immatcis und Cabka Initiatoren bezüglich der kurzfristigen Entwicklungschancen verschätzt und dem Zielunternehmen eine zu hohe Bewertung zugetraut. Ein endgültiges Urteil über die Zukunft dieser Börsengangalternative steht noch aus.



## KGaA - Eine klassische Rechtsform, neu erfunden

Die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) scheint ein keines Revival am deutschen Kapitalmarkt zu erleben. Zwei der drei Börseneinführungen in diesem Jahr wählten diese besondere Rechtsform: SCHOTT Pharma AG & Co. KGaA sowie thyssenkrupp nucera AG & Co. KGaA. Eine KGaA ist ein hybrides Rechtskleid, das Elemente der Personengesellschaft, der Kommanditgesellschaft (KG), und einer Aktiengesellschaft (AG) vereint. Das Besondere an der Struktur ist, dass der persönlich haftende Komplementär die alleinige Geschäftsführungskompetenz besitzt und nicht vom Aufsichtsrat, der von den Kommanditaktionären gewählt wird, bestellt oder abgesetzt werden kann. Damit wird die KGaA besonders für den Komplementär attraktiv. Überdies verfügt der Aufsichtsrat der KGaA über keine Zustimmungskompetenz für wichtige Entscheidungen der Geschäftsleitung und kann somit der Geschäftsführung auch keinen Katalog von zustimmungspflichtigen Rechtsgeschäften vorlegen. Der Komplementär hat sogar noch ein Vetorecht gegenüber Mehrheitsbeschlüssen der Kommanditaktionäre bei wesentlichen Entscheidungen wie Satzungsänderungen. Dem Aufsichtsrat fehlt auch die Einflussnahme auf die Vergütung des Komplementärs sowie für die Feststellung des Jahresabschlusses, die beide bei der Hauptversammlung liegen. Einzig zentrale Aufgabe des Aufsichtsrates ist die Kontrolle der Geschäftsleitung vertreten durch den Komplementär. Hierzu stehen dem Aufsichtsrat primär Informationsrechte zu. Dies gilt auch für den mitbestimmten Aufsichtsrat. Die übermächtige Stellung des Komplementärs wird jedoch dadurch eingeschränkt, dass er keinen Einfluss auf die Zusammensetzung des Aufsichtsrats hat und auf die Person des Abschlussprüfers. Darüber hinaus hat der Komplementär die Möglichkeit, seine persönliche Haftung durch die Einsetzung einer juristischen Person (GmbH, AG oder SE) zu begrenzen. Dann kann die Mitbestimmung auf der KGaA Ebene beschränkt werden, wenn der Komplementär eine SE ist. In der Folge sind zahlreiche Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex in Bezug auf die Rolle des Vorstandes und Aufsichtsrats nicht anwendbar, da er nur die klassische AG oder SE kennt. Dies macht eine Rechtfertigung der Ausnahmen und Besonderheiten gegenüber Investoren nicht einfach und liefert auch den Grund, warum die KGaA selten an der Börse zu finden ist.

In den letzten zehn Jahren sind an den deutschen Börsenplätzen sieben Emittenten als KGaA an die Börse gegangen, die entweder den klassischen IPO oder ein Listing als Zugang wählten. Zum Vergleich fanden im selben Zeitraum 160 IPOs und Listings statt, so dass der KGaA-Anteil unter den Neuzugängen bei 4,4% liegt. Aktuell sind an der Frankfurter Börse unter den insgesamt 419 gelisteten Unternehmen des CDAX und des regulierten Freiverkehrssegments „scale“ 26 Emittenten bzw. 6,2% in einer KGaA-Struktur zu finden. In den bekannten Leitindizes befinden sich drei KGaAs im DAX (40), vier im MDAX (50), acht im SDAX (70) und eine im TecDAX (30). Von den 26 KGaAs gehören 17 zu den familiengeführten Unternehmen, d.h. 65% der KGaA Emittenten nutzen die starke Stellung des Komplementärs, um die Interessen der Eigentümerfamilie zu schützen. Um die persönliche Haftung des Komplementärs zu limitieren, werden verschiedene Rechtsformen unter den 26 börsennotierten KGaAs gewählt: 50% der KGaAs werden von einer börsenfähigen Rechtsformen AG (7) oder SE (6) geführt. Interessant ist hierbei, dass der Komplementär damit einen eigenen Aufsichtsrat bekommt, der über die Kompetenzen einer typischen Aktiengesellschaft verfügt. So hat bspw. der Aufsichtsrat des Komplementärs das Vergütungssystem für den Vorstand zu erstellen, das anschließend der Aufsichtsrat der KGaA den Kommanditaktionären zur Billigung vorzulegen hat. Die GmbH ist bei 23% (6) zu finden gleichauf mit einer persönlich haftenden Person (6). In einem Fall (4%), der CEWE, ist der Komplementär eine Stiftung.

Die KGaA privilegiert familiengeführte Unternehmen durch die starke Stellung des persönlich haftenden Komplementärs. Neben den bereits aufgezählten Vorteilen kann die KGaA auch aus erbschafts- oder schenkungssteuerlicher Hinsicht interessant sein, wenn die unterschiedliche Besteuerung von Personen- und Kapitalgesellschaften ggf. Optimierungen ermöglicht. Für außenstehende Investoren ist diese Struktur allerdings kompliziert und insbesondere für ausländische Investoren fremd. Daher ist die KGaA auch selten an der Börse zu finden. Auch wenn zwei von drei IPOs in diesem Jahr diese Rechtsform wählten, wird dies eine Ausnahme bleiben.

## Virtuelle Beteiligungen oder doch Aktien?

Zum Jahresende 2023 hat die Bundesregierung das sogenannte Zukunftsfinanzierungsgesetz beschlossen und damit einige aus unserer Sicht überfällige Erleichterungen bei der Kapitalaufnahme aber auch bei der Beteiligung von Mitarbeitern in Wachstumsunternehmen eingeführt. Letzteres erhöht die Attraktivität von echten Beteiligungen am Unternehmen, wie Aktien oder GmbH Anteile, die bisher vor allem durch das Instrument einer virtuellen Beteiligung vermieden wurden. Die Ausgabe von echten Beteiligungen hatten bisher für den Mitarbeiter den Nachteil, dass bei einer vergünstigten Übertragung der Anteile dem Begünstigten eine sogenannte „dry income“ Besteuerung auf den geldwerten Vorteil drohte. Je nach Umfang konnte dies erhebliche finanzielle Aufwendungen bzw. Risiken bedeuten. Durch das Anstellungsverhältnis greift hierbei als Besteuerungsgrundlage die Lohnsteuer, die in ihrer Progression bis zu 42% zuzüglich Solidaritätszuschlag von 5,5% betragen kann. Hinzu käme ggf. noch die Kirchensteuer. Durch die Novellierung des § 19a EStG hat der Mitarbeiter 15 Jahre ab der Gewährung Zeit, bis der „geldwerte Vorteil“ besteuert wird. Durch eine unwiderrufliche Haftungserklärung des Arbeitgebers für die Lohnsteuer kann die Besteuerung auf den Zeitpunkt der tatsächlichen Übertragung bzw. des Verkaufes der Anteile durch den Mitarbeiter hinausgezögert werden, auch wenn die 15 Jahresfrist bereits überschritten oder zuvor das Dienstverhältnis mit dem Arbeitgeber beendet wurde. Damit hat das „dry income“ Problem für den Begünstigten keine Relevanz mehr. Für Start-ups ist ferner interessant, dass Mitarbeiter auch Anteile von den Gründern erwerben können, die ebenfalls dieser aufschiebenden Besteuerung unterliegen.

Darüber hinaus kann sich ein steuerlicher Vorteil für den Mitarbeiter eröffnen, wenn dieser echte Anteile statt virtuelle Beteiligungsinstrumente oder Aktienoptionen erhält. Virtuelle Anteile oder Aktienoptionen werden bei ihrer Ausübung mit der Lohnsteuer besteuert, echte Anteile wie Aktien oder GmbH-Anteile hingegen unterliegen bei ihrer Veräußerung einer differenzierten Besteuerung: Zum einen wird der erhaltene geldwerte Vorteil, der zum Zeitpunkt der Gewährung anfiel und bis zum tatsächlichen Verkauf gestundet wurde, mit der Lohnsteuer besteuert. Zum anderen ist ein möglicher Wertzuwachs, der zwischen der Gewährung und der Veräußerung entsteht, nur mit

der Kapitalertragssteuer zu versteuern. Die Kapitalertragsteuer unterliegt einem Pauschalsteuersatz von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag von 5,5%<sup>1</sup>. Gegebenenfalls sind noch Kirchensteuern abzuführen. Durch den niedrigeren Kapitalertragssteuersatz ergibt sich ein Steuervorteil gegenüber der virtuellen Beteiligung oder Aktienoptionen, da auf den entstandenen geldwerten Vorteil bis zur Ausübung bisher immer der höhere Lohnsteuersatz greift. In unserem Rechenmodell ergab sich ein finanzieller Vorteil von rd. 24%.

Leider steht nicht jedem Unternehmen das Privileg der aufschiebenden Besteuerung zu. Der Gesetzgeber hat hierfür KMUs eingeschlossen, die u.a. nicht älter als 20 Jahre alt sind, max. 1.000 Mitarbeiter beschäftigen, einen Umsatz von max. 100 Mio. € erzielen und eine max. Bilanzsumme von 86 Mio. € aufweisen. Unabhängig von der Unternehmensgröße kann mit der Gesetzesnovellierung jedes Unternehmen, das dem AktG unterliegt, ein „bedingtes Kapital“ im Umfang von bis zu 20% des bestehenden Grundkapitals für Aktienoptionen reservieren und ausgeben. Zuvor lag die Grenze noch bei 10%.

Obwohl durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz die Mitarbeiterbeteiligung über echte Unternehmensanteile attraktiver gestaltet wurde, wird die virtuelle Beteiligung trotzdem nicht an Bedeutung verlieren. Anteile am Unternehmen beinhalten i.d.R. Stimmen- und Informationsrechte, die bei wachsender Mitarbeiteranzahl zum Teil aufwendig gelenkt werden müssen. Nicht jeder Gründer möchte eine jährliche Gesellschafterversammlung mit mehreren hundert Teilnehmern veranstalten. Dann kann er gleich an die Börse gehen und einen vergleichbaren Aufwand für seine Aktionäre treiben.

<sup>1</sup> Bei einer Beteiligung von mindestens 1% erfolgt ab Anteilsgewährung eine Besteuerung im Teileinkünfteverfahren, die jedoch ähnlich hoch wie der Kapitalertragsteuer besteuert

## Rechtsformwahl: Niederländische NV versus deutsche AG

Das Zukunftsfinanzierungsgesetz hat einige zu begrüßende Erleichterungen für Wachstumsunternehmen gebracht. Darunter zählen aus unserer Sicht die Verdopplung der Grenze beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss von 10% auf 20% des Grundkapitals, die Erhöhung des bedingten Kapitals für Bezugsrechte von Arbeitnehmern und Mitgliedern der Geschäftsführung auf ebenfalls 20% des Grundkapitals sowie die deutliche Entschärfung einer „dry-income“ Besteuerung für verbilligte Käufe von Mitarbeiteraktien. Darüber, ob die Einführung eines Mehrfachstimmrechtes oder die der elektronischen Aktie zu mehr Zuspruch für den deutschen Kapitalmarkt führt, kann nur spekuliert werden.

Die deutsche Aktiengesellschaft sieht sich zusehends im Wettbewerb mit europäischen börsenfähigen Rechtsformen, insbesondere mit der niederländischen NV (Naamloze Vennootschap). Die Umsetzung der „EU-Mobilitätsrichtlinie“ erlaubt es seit März 2023 in Deutschland ansässigen Kapitalgesellschaften einen grenzüberschreitenden Formwechsel in eine ausländische europäische Kapitalgesellschaft durchzuführen. So kann bspw. eine deutsche GmbH unter Beibehaltung ihrer rechtlichen Identität in eine z.B. niederländische NV umgewandelt werden. Da es hierbei zu keiner Übertragung von Vermögenswerten kommt, ist die Umwandlung steuerneutral sowohl für die Gesellschaft als auch für die Gesellschafter. Ebenso kann der Verwaltungs- und Betriebsitz weiterhin in Deutschland dauerhaft verbleiben, getrennt vom satzungsmäßigen Auslandssitz. Da die niederländische NV eine in der Praxis bewährte Rechtsform auch für US-Notierungen europäischer Emittenten ist, wird sie zunehmend zum Benchmark für die deutsche Aktiengesellschaft. Die niederländische NV ist in ihrer Ausgestaltung sehr flexibel und erlaubt es, angelsächsische Kapitalmarktusancen in der Corporate Governance und in der Kapitalaufnahme zu berücksichtigen. Für börsennotierte deutsche Wachstumsunternehmen werden diese Usancen immer bedeutender, da die meisten internationalen Tech-Investoren sich daran orientieren. So sind bezugsrechtsfreie Platzierungen innerhalb weniger Stunden („Accelerated Bookbuilding“) eine gängige Form der Mittelaufnahme über die Börse. Zwar erlaubt neuerdings das AktG diese Platzierungsform auch bis zu einem Umfang von 20% des Grundkapitals, jedoch reicht diese Schwelle oftmals für weniger kapitalisierte Unternehmen nicht aus. Die Alternative einer Bezugsrechtskapitalerhöhung mit einer Bezugsfrist von zwei Wochen,

wie sie das AktG vorschreibt, wird aber von den Tech-Investoren nicht akzeptiert. Die NV kennt zwar auch ein Bezugsrecht, jedoch kann die Hauptversammlung festlegen, in welchem Umfang ein Bezugsrechtsausschluss autorisiert wird. Ebenso gibt es bei der NV keine harten Grenzen für Bewertungsabschläge bei Barkapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss, die in volatilen Märkten durchaus bei über 25% liegen können. Die deutsche Rechtsprechung hat sich auf maximal 5% versteift, was Kapitalmaßnahmen in einem schwierigen Umfeld unmöglich macht. Des Weiteren erlaubt der deutsche Gläubigerschutz keine Ausgabe von Aktien unterhalb ihres nominalen Mindestwertes von 1,00 €, der gerade in Sanierungsfällen die dringend benötigte Kapitalerhöhung torpediert, sobald der Ausgabekurs unter den Mindestwert fällt. Die NV hat ihren Schwellenwert bei nur 0,01 €. Deutlich flexibler ist die NV auch bei der Ausgestaltung von aktienbasierten Vergütungssystemen. Eine Mindestwartefrist von vier Jahren, die Definition von Erfolgshürden oder die Mengenfestlegung nach Begünstigtengruppen, wie es das AktG vorschreibt, kennt die NV nicht. Auch ist es bei der NV erlaubt, Aktienoptionen an Aufsichtsrats- bzw. nicht geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern als Vergütungsbestandteil zu gewähren. Leider wurde diese Möglichkeit vor über 20 Jahren für die AG gestrichen. Diese Restriktionen in der Gewinnung und Incentivierung von Mitarbeitern und Organmitgliedern wird zunehmend zu einem Wettbewerbsnachteil für die deutsche AG. Ein weiterer Nachteil der AG liegt in der Notwendigkeit ADRs bei einer US-Listing auszugeben. Die direkte Ausgabe von Aktien ist mangels Vereinbarung mit der US-Verwahrstelle (DTC) nicht möglich. Die Ausgabe und Verwaltung der ADRs bringen für die Gesellschaft und die Aktionäre, insbesondere für nicht US-Anleger, eine erhöhte Komplexität und zusätzliche Kosten mit sich. Die ADR-Notwendigkeit ist zwar kein aktienrechtliches Thema, jedoch eine Aufgabenstellung, worum sich die deutsche Finanzaufsicht kümmern sollte.

Überzogener Gläubiger- und Kleinaktionärsschutz führte leider nicht zu mehr Belegung am deutschen Kapitalmarkt, sondern ist eine Ursache, dass der deutsche Kapitalmarkt schwächelt. Nicht ohne Grund liegt das Verhältnis Börsenwert zum BIP in den USA bei über 150%. Für Deutschland beträgt der Wert gerade einmal 50%. Eine Flexibilisierung des Kapitalmarktes könnte diese Quote heben und erhebliche Finanzierungsspielräume eröffnen.

## Vergütungsbericht: Am Ziel vorbei

In den ordentlichen Hauptversammlungen der letzten Jahre fiel auf, dass der Umfang des Tagesordnungspunktes „Vergütung“ in den Einladungsunterlagen regelrecht explodierte. Mit der Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) sind börsennotierte Aktiengesellschaften für die Geschäftsjahre nach 2020 verpflichtet, einen separaten aktienrechtlichen Vergütungsbericht zu veröffentlichen und diesen von der Hauptversammlung (HV) billigen zu lassen. Ebenfalls ist ein Vergütungssystem mindestens alle vier Jahre von der Hauptversammlung billigen zu lassen, sofern nicht wesentliche Änderungen im Vergütungssystem zuvor geplant sind. Eine von uns durchgeführte Stichprobe unter den DAX und MDAX Unternehmen zeigte, dass Inhalte zum Thema Vergütung rund 60% der HV-Einladungsseiten umfasst. Im Wesentlichen handelt es sich um einen Vergütungsbericht, der in der Stichprobe ca. 20 bis 30 Einladungsseiten beansprucht. Wurden zugleich noch Änderungen im Vergütungssystem zur Billigung vorgelegt, so erhöht sich der Seitenumfang nochmals im gleichen Maße. An dieser Stelle stellt sich zum einen die Frage nach der Verhältnismäßigkeit und zum anderen welchen Informationsmehrwert der jährliche Vergütungsbericht liefert. Da die Zustimmung oder eine Ablehnung des Vergütungsberichtes nur einen „empfehlenden“ Beschlusscharakter hat, ist der Bericht weder anfechtbar noch gegenantragsfähig. Nur die Entlastung des Aufsichtsrats kann möglicherweise davon abhängig gemacht werden. Darüber hinaus ist die Offenlegung der individuellen Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat laut IAS 24.17 im aufzustellenden IFRS-Abschluss ebenfalls verpflichtend. Da fast alle im regulierten Markt gelistete Unternehmen einen IFRS-Konzernabschluss aufstellen, müssen sie nun zwei Dokumente veröffentlichen, in denen über die Vergütungen ihrer Organe berichtet wird. Das Problem hierbei ist, dass die Angaben im IFRS-Abschluss durchaus konträr zu den Angaben des Vergütungsberichtes stehen können.

Seit Einführung der Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz im Jahr 2005 hat sich der Umfang der Angaben über die individuelle Vergütung stetig erhöht und findet mit der jährlichen Veröffentlichungspflicht eines Vergütungsberichtes nach § 162 AktG sowie der Billigungspflicht eines Vergütungssystems durch die Hauptversammlung (§ 120a AktG)

den derzeitigen Höhepunkt. Die jährliche Vorlage des Vergütungsberichtes, der in formeller Hinsicht vom Wirtschaftsprüfer zu prüfen ist, soll einen „klaren und verständlichen Bericht über die im letzten Geschäftsjahr jedem einzelnen gegenwärtigen oder früheren Mitglied des Vorstands und des Aufsichtsrats ... gewährte und geschuldete Vergütung“ geben. Wie sich schnell herausstellte, geriet das genannte Ziel eines klaren und verständlichen Berichtes im Konflikt mit der Definition der „gewährten“ Vergütung, da der Gesetzgeber nicht im Stande war, diese eindeutig zu definieren. In Folge gab es eine IDW-Empfehlung, wonach „gewährt“ entweder das Zuflussprinzip oder das Erdienungsprinzip bedeuten kann, und der Anwender somit das Wahlrecht hat. Bedeutend sind diese Auslegungen für langfristige Vergütungsbestandteile wie Aktienoptionen, da zwischen Ausgabe und tatsächlicher Ausübung in der Regel mehrere Jahre vergehen. Da insbesondere die Langfrist-Vergütungskomponente bei Vorständen i.d.R. mehr als 30% der Gesamtvergütung ausmacht, ist es in der Darstellung erheblich, wann und in welcher Höhe der Aufwand gezeigt wird. Eigentlich gibt es ein in der Praxis geübtes IFRS-Regelwert (IFRS 2), das von den börsennotierten Unternehmen seit Jahren angewandt wird. Hier wird eindeutig für anteilsbasierte Vergütungsbestandteile unterschieden, ob diese „equity settled“ oder „cash settled“ sind. Werden von einem Unternehmen der aktienrechtliche Vergütungsbericht und der IFRS-Abschluss nebeneinandergelegt, ist es nicht selten, dass sich deutliche Unterschiede in der Vergütungshöhe ergeben. Es wäre weniger verwirrend für die Adressaten und ebenso weniger aufwendig für die Ersteller, wenn der aktienrechtliche Vergütungsbericht sich ebenfalls an den international gelten IFRS-Standards orientiert hätte. Dies hätte viel Mehraufwand gespart und die Transparenz bliebe zumindest vergleichbar. Zugleich gibt es keine Sinnhaftigkeit, dass der Vergütungsbericht in die Einladung zur Tagesordnung mitaufgenommen werden muss. Warum musste der Gesetzgeber das Rad wieder neu erfinden?

## Wohlstandsverluste und ein unterentwickelter europäischer Kapitalmarkt

Wirtschaftswachstum ist die maßgebliche Quelle für den Wohlstand einer Nation, der u.a. durch Innovationen, Wettbewerb, ein stabiles Rechtssystem, bedachte Staatsingriffe, begrenzte Bürokratie und flexible Märkte gefördert wird<sup>1</sup>. Zu flexiblen Märkten gehört auch ein funktionsfähiger Kapitalmarkt, der in der Lage ist, Innovationen durch Risikokapital zu finanzieren. Wird das Wirtschaftswachstum der letzten 20 Jahre zwischen den USA und Deutschland verglichen, zeigt sich, dass wir auf Wohlstand verzichtet haben.<sup>2</sup> Zwischen den Jahren 2000 und 2023 konnte das US-Bruttoinlandsprodukt (BIP) jährlich durchschnittlich um 4,4% wachsen. Deutschland blieb um 1,4% unterhalb dieser Schwelle. Für die Wohlstandsmehrung hat diese Differenz erhebliche Auswirkungen: Im Jahr 2000 erreichte das deutsche BIP pro Kopf (23,7 T\$) eine Quote von 65% gegenüber dem Einkommen eines US-Amerikaners (36,3 T\$). Dieser Einkommensabstand wurde bis zum Jahr 2023 durch eine Quote von 57% weiter ausgebaut. Das durchschnittliche BIP pro Kopf beträgt nunmehr 46,5 T\$ für einen Deutschen und 81,6 T\$ für einen US-Einwohner. In den 27 EU-Mitgliedsstaaten liegt der Durchschnittswert im Jahr 2023 bei 40,2 T\$.

Welchen Stellenwert hat der Kapitalmarkt in der Wertschöpfung der Nationen? Im Jahr 2000 betrug die Börsenkapitalisierung in Relation zum BIP in Deutschland noch 66%. Diese Quote ist im Jahr 2023 auf 43% zusammengeschrunft. Im gleichen Zeitraum stieg dieser Wert in den USA von 147% auf 157% des BIP. Diese Zahl drückt in dramatischer Weise aus, welche geringe Rolle der deutsche Kapitalmarkt als Eigenkapitalfinanzierungsquelle für Wachstum und Innovation spielt. Das zeigt sich auch an der Branchenstruktur der höchstkapitalisierten Unternehmen im Jahr 2000 und heute wieder (siehe Abbildung). Im Gegensatz zu Deutschland haben die USA eine komplett neue Tech-Industrie geschaffen. Diese Unternehmen zählen zu den wertvollsten weltweit.

<sup>1</sup> Für eine ausführliche und aktuelle Beschreibung über die US-Wirtschaft sei auf „The Envy of the world“ im The Economist vom 19. Oktober 2024 verwiesen.

<sup>2</sup> Die hier verwendeten Statistiken oder Rohdaten wurden von Statista, Refinitiv und von unserer Datenbank entnommen. Auf Basis verwendeter Rohdaten wurden eigene Berechnungen vorgenommen.

# Top-10 Blue Chips in Deutschland und in den USA im Wandel der Zeit



## 2000(1)

Unternehmen	MC in Mrd €	Industrie
Deutsche Telekom	331	Telekom
Deutsche Bank	131	Bank
Allianz	129	Versicherung
Siemens	76	Industrie
SAP	59	IT
Daimler-Chrysler	49	Automobil
Münchener Rück	44	Versicherung
Bayer	43	Pharma
BMW	21	Automobil
BASF	21	Chemie

## 2024(2)

Unternehmen	MC in Mrd €	Industrie
SAP	260	IT
Siemens	147	Industrie
Deutsche Telekom	140	Telekom
Allianz	119	Versicherung
Airbus Group	112	Flugzeugbau
Merck	72	Pharma
Münchener Rück	69	Versicherung
Volkswagen	64	Automobil
Porsche (nur VZ)	61	Automobil
Daimler AG	61	Automobil



Unternehmen	MC in Mrd USD	Industrie
Microsoft	604	IT
General Electric	398	Industrie
Cisco	355	IT
Walmart	308	Retail
Exxon Mobil	280	Öl & Gas
Intel	274	IT
Citi	201	Bank
IBM	184	IT
Oracle	158	IT
Home Depot	158	Retail

Unternehmen	MC in Mrd USD	Industrie
Apple	3.529	Tech
NVIDIA	3.358	Tech
Microsoft	3.097	Tech
Alphabet	2.014	Social Network
Amazon	1.968	online Versand/Tech
Meta Plattformen	1.459	Social Network
Berkshire	1.003	Versicherung
Broadcom	847	Halbleiter
Tesla	705	Automobil
JPMorgan	639	Bank

1) Mittelwerte der Jahreskurse  
 2) Schlusskurse zum 18. Oktober 2024  
 Quelle: Refinitiv und eigene Berechnungen

Zugleich wurden Gegenwerte geschaffen, die das Vermögen der Investoren und der Kapitalsammelstellen wie Pensionskassen beachtlich wachsen ließ. So vervielfachte sich der Börsenwert der gelisteten US-Unternehmen von 15 Billionen USD im Jahr 2000 auf 40,3 Billionen USD im Jahr 2023. Während die Kapitalisierung der deutschen Unternehmen in der gleichen Periode nur von 1,3 Billionen USD auf 1,9 Billionen USD um 50% stieg. Da das Anlagevertrauen deutscher Investoren (privat und institutionell) in den Aktienmarkt gering ist, ging selbst diese bescheidene Wertsteigerung an ihnen vorbei. Bemerkenswert ist, dass allein Apple 1,8x höher bewertet wird als sämtliche deutsche börsennotierte Unternehmen.

Dramatische Unterschiede zeigen sich auch im IPO-Geschehen, wonach in den letzten 23 Jahren an die deutschen Börsen 316, an die Börsen der „EU-27“ Länder 2.382 und an die US-Börsenplätzen 5.794 Neuzugänge gingen. Umgerechnet auf die Bevölkerungsanzahl kommen damit auf eine Person in Deutschland 3,8 IPOs in diesem Zeitraum, in der EU-27 werden 5,3 IPOs erreicht. Bei einem US-Amerikaner liegt dieser Wert bei 17,5! Ähnliche Unterschiede ergeben sich beim Emissionsvolumen: Zwischen den Jahren 2000 und 2023 wurden durch Neuemissionen an deutschen Börsenplätzen 111 Mrd. USD und in den USA 1.573 Mrd. USD platziert. Danach „investierte“ ein Deutscher rd. 1.300 USD in IPOs, ein US-Amerikaner hingegen 5.000 USD. Noch schlechter sieht die Quote für die EU-27 aus, die nur bei 1.100 USD liegt. Nach dem Absturz des Neuen Marktes, in dem in sieben Jahren in Deutschland 354 IPOs stattfanden, verabschiedete sich die Deutsche Börse 2003 von der Idee eines Technologiesegments während der Amerikaner die Durststrecke bis 2015 durchhielten und von eigenfinanziertem Wachstumskapital heute überdurchschnittlich profitieren.

Die Vereinigten Staaten sind in der wirtschaftlichen Entwicklung und im Kapitalmarkt-geschehen an uns vorbeigezogen. Von den 20 wertvollsten Börsenunternehmen sind 17 Venture Capital finanzierte Tech-Firmen. Den Zyklus „vom Venture Capital zum Börsenexit, der neues Venture Capital entstehen lässt“ und den “serial entrepreneur” haben wir in Europa nicht durchschaut. Überzogene Bürokratie, planwirtschaftliches Regieren, nationale Eifersüchteleien sowie ideologische Zielsetzungen verhindern einen „tiefen“ EU-Eigenkapitalmarkt. Hier ist eine 180 Grad Kehrtwendung notwendig.

## „Wir schaffen nachhaltige Werte für alle Aktionäre“

### GESPRÄCH MIT DR. JOHANNES LATTWEIN, VORSTANDSMITGLIED, PORSCHE SE

INTERVIEWER: PROF. DR. WOLFGANG BLÄTTCHEN

Die Porsche SE ist eine große börsennotierte Holding-Gesellschaft im DAX. Im Interview erklärt das Vorstandsmitglied Dr. Johannes Lattwein welche Vorteile eine solche Struktur für Familienunternehmen hat.

**FuS:** *Kann die Porsche SE (PSE) mit einer Marktkapitalisierung von 12 Mrd. EUR als ein börsennotiertes „Family Office“ der Familie Porsche beschrieben werden?*

**Dr. Lattwein:** Wir sind als Porsche SE eine börsennotierte Holdinggesellschaft mit Beteiligungen im Mobilitäts- und Industrietechnologiesektor. Die Geschichte der Porsche SE und natürlich auch unsere Aktionärsstruktur sind dabei eng mit den Familien Porsche und Piëch verknüpft. Diese Heritage hilft uns dabei, die Porsche SE als globale Investmentplattform zu positionieren. Der Name Porsche öffnet uns sicherlich vielfältige Zugänge – sowohl was Investmentopportunitäten anbetrifft, als auch am Kapitalmarkt. Wir verstehen uns nicht als Family Office im klassischen Sinne, da sich nur unsere Stammaktien im Familienbesitz befinden. Unser erklärter Anspruch als Finanzinvestor ist es, für unsere Familien- und Publikumsaktionäre eine nachhaltige Wertschaffung zu erzielen.

**FuS:** *Was sind derzeit die großen Themen, womit Sie sich als Finanzchef mit Verantwortung für die Finanzierung der Investmentstrategie auseinandersetzen müssen?*

**Dr. Lattwein:** In Folge unserer Beteiligung an der Porsche AG haben wir mit einem internationalen Bankenkonsortium eine Finanzierungsvereinbarung über bis zu 8,9 Mrd. EUR abgeschlossen. Hiervon konnten wir gleich zu Beginn des Jahres 2023 in nur rund 4 Monaten ein beachtliches Volumen von 4,7 Mrd. EUR langfristig ausfinanzieren. Unser ausgezeichneter Ruf am Kapitalmarkt hat uns hierbei sehr geholfen. Mittlerweile haben wir die initiale Bankenfinanzierung weitestgehend abgelöst, neue Investorengruppen erschlossen und unser Finanzierungsprofil ausgewogen aufgestellt.

Als Porsche SE ist es unsere Aufgabe, für unsere Stakeholder stets die situativ richtige Kapitalallokation auszutarieren. Das heißt, wir bewegen uns als Investmentholding immer im Spannungsfeld eines strategischen Dreiecks. Erstens wollen wir Mittel für neue Investitionen und weitere Diversifikation einsetzen. Zweitens achten wir darauf, unsere Verschuldung im Rahmen eines Investment Grade Profils zu halten. Und nicht zuletzt wollen wir drittens unsere Aktionäre über Dividenden angemessen am Erfolg der Porsche SE partizipieren lassen. Hier gilt es, im Lichte von konkreten Opportunitäten und den wirtschaftlichen Entwicklungen unserer Beteiligungen die richtige Balance zu finden.

**FuS:** Was bedeutet das konkret für Sie?

**Dr. Lattwein:** Für die kommenden Jahre beabsichtigen wir, die Bruttoverschuldung zumindest nicht weiter zu erhöhen, sondern eher weiter zurückzuführen. Ebenso wollen wir unser Finanzierungsprofil in Bezug auf Fristigkeiten und Instrumente weiter diversifizieren.

Unser starkes Finanzierungsfundament und insbesondere die von uns aufgebaute strategische Liquidität in Höhe von 2 Mrd. EUR geben uns den Spielraum zur Umsetzung vielversprechender Beteiligungsoportunitäten, auch in neue Kernbeteiligungen. Wir haben uns ein Mindestinvestitionsvolumen im niedrigen dreistelligen Bereich vorgenommen.

Und schließlich wollen wir unseren Aktionären eine risikoadäquate Dividende zahlen, die selbstverständlich immer auch stark von den Dividendeneinnahmen aus unseren Kernbeteiligungen beeinflusst wird. Durch diversifiziertes Dividendeneinkommen möchten wir sicherstellen, dass wir ein verlässlicher Dividententitel sind.

**FuS:** Die Porsche SE hat zwei Aktiegattungen. Die stimmrechtslosen Vorzugsaktien sind im Streubesitz und im DAX notiert. Die Stammaktien sind vollständig im Besitz der Familien Porsche und Piëch. Wie kommt diese Konstellation bei Ihren externen Investoren an, da sie doch eigentlich den Familiencharakter betont?

**Dr. Lattwein:** Wir genießen auch am Kapitalmarkt eine hohe Akzeptanz dieses Modells. Dies sehen wir sowohl anhand der hohen Liquidität unserer Aktie als auch der Nachfrage unserer Fremdkapitalinstrumente.

Nachdem die Porsche SE über viele Jahre ausschließlich eigenkapitalfinanziert war, bestand am Markt ein hoher Appetit von Fremdkapitalgebern, ein Exposure an der Porsche SE auf der Darlehensseite aufzubauen. Diese hohe Nachfrage von Fremdkapitalgebern führte zu sehr attraktiven Finanzierungsbedingungen und damit zu einer ausgezeichneten Gelegenheit, unsere Kapitalstruktur unter sehr vorteilhaften Bedingungen zu optimieren. Zum Beleg: Unsere Rekordemission von Schuldscheindarlehen im Februar 2023 erreichte ein Volumen von 2,7 Mrd. EUR und wurde im Nachgang mit dem GlobalCapital Syndicated Loan Award ausgezeichnet.

*FuS: Bemerkenswert war die Akquisition der Beteiligung an der Porsche AG um 25% ihrer Stämme im Rahmen des im Jahr 2022 erfolgten IPOs. Davon wurden 7,1 Mrd. € über ein Bankenkonsortium finanziert und anschließend rund 5 Mrd. € durch Schuldscheine und Anleihen am Kapitalmarkt refinanziert. Weshalb kam die Ausgabe von neuen Vorzugsaktien nicht in Frage?*

**Dr. Lattwein:** Die Finanzierung des Erwerbs des Anteils an der Porsche AG erfolgte sowohl unter der Verwendung von Eigenkapital als auch unter der von Ihnen beschriebenen Verwendung von Fremdkapital.

Im Zuge der Umsetzung der Transaktion im Volumen von 10,1 Mrd. EUR haben wir beschlossen, unsere Erlöse im Umfang von ca. 3 Mrd. EUR aus der Sonderdividende, die Volkswagen im Rahmen des Börsengangs der Porsche AG ausgeschüttet hat, zur Eigenkapitalfinanzierung der Transaktion zu nutzen. Für den verbleibenden Finanzierungsbedarf entschieden wir uns für die Aufnahme von Fremdkapital, da eine vollständige Finanzierung via Eigenkapital nicht optimal im Sinne einer effizienten Kapitalstruktur ist. Um die Sicherheit der Transaktion zu gewähren, haben wir das Projekt anfänglich über Bankzusagen und Bankdarlehen im Volumen von 8,9 Mrd. EUR abgesichert. Nur so konnten wir sicherstellen, dass wir am Ende auch die notwendige Finanzierungskraft zur Umsetzung dieses großen Vorhabens hatten. Letztlich wurden davon dann 7,1 Mrd. EUR gezogen, die wir im Anschluss langfristig und diversifiziert am Markt ausfinanziert haben.

Die Fremdfinanzierungsstrategie der Porsche SE setzt hierbei auf einen ausgewogenen Mix aus verschiedenen Fremdkapitalinstrumenten. Dieser Mix umfasst Term Loans, Schuldscheine und Anleihen. Term Loans bieten der Porsche SE eine hohe Flexibilität bei der Finanzierung. Schuldscheine und Anleihen bilden eine stabile Basis für die langfristige Finanzierung, wobei die Porsche SE großen Wert auf ein ausgewogenes Laufzeitprofil legt.

*FuS: Neben Ihren Kernbeteiligungen (VW AG und Porsche AG) hält die PSE zahlreiche kleinere, nicht liquide Venture Beteiligungen in unterschiedlichen Bereichen der Mobilitäts- und Industrietechnologie, angefangen von Quantencomputerhersteller, Trägerraketenbauern bis hin zu Private Equity Fonds. Welche Strategie steckt dahinter sich einerseits an fungiblen Großbeteiligungen und andererseits an nicht fungiblen Zukunftswetten zu engagieren?*

**Dr. Lattwein:** Unsere Beteiligungsaktivitäten sollen das Vermögen unserer Aktionäre steigern und eine attraktive finanzielle Rendite erzielen. Wir fokussieren uns dabei auf die Bereiche der Mobilitäts- und Industrietechnologie und angrenzende Sektoren. Dort verfügen wir über die Expertise zur Beurteilung der Beteiligungsopportunitäten und können mit unserem Netzwerk einen Unterschied machen. Dabei investieren wir sowohl in etablierte börsennotierte Unternehmen als auch junge Wachstumsunternehmen.

Grundsätzlich unterteilen wir unser Beteiligungsportfolio in Kern- und Portfoliobeteiligungen.

Kernbeteiligungen, aktuell unsere Beteiligungen an Volkswagen und der Porsche AG, werden langfristig gehalten und schaffen für unsere Aktionäre durch langfristige Wertsteigerungen und Dividendenausschüttungen einen Wertzuwachs. Trotz der direkten und indirekten Mehrheitsanteile kontrollieren wir diese Unternehmen gem. IFRS nicht. Dennoch setzt die Porsche SE in Ihrer Rolle als Ankeraktionär wichtige Impulse.

Unsere Portfoliobeteiligungen, derzeit über 15 Beteiligungen an Wachstumsunternehmen in Europa, Nordamerika und Israel, sowie strategische Beteiligungen an Venture-Capital und Private-Equity Fonds, zeichnen sich durch ein hohes Wachstums- und Wertsteigerungspotential aus. Die über unsere Haltedauer erzielte Wertsteigerung realisieren wir dann typischerweise im Rahmen eines perspektivischen Exits der Beteiligungen.

So wollen wir die Porsche SE als einzigartige Investitionsplattform zunehmend ausbauen, um an attraktiven Wachstumsmärkten zu partizipieren und unser Portfolio weiter zu diversifizieren.

**FuS: Wie groß ist Ihr Beteiligungsteam und wie finanzieren Sie Ihre Investments?**

**Dr. Lattwein:** Das Beteiligungsteam der Porsche SE umfasst aktuell rund zehn Mitarbeiter mit langjähriger Erfahrung im Bereich von M&A-Transaktionen und Technologieinvestments. Im Rahmen unserer Beteiligungsprojekte und der Betreuung unseres Portfolios arbeitet das Beteiligungsteam eng mit den anderen Fachbereichen der Porsche SE und externen Beratern zusammen.

Unsere Beteiligungen finanzieren wir aus der vorhandenen Liquidität auf Ebene der Porsche SE, aus zukünftigen Dividendeneinnahmen sowie aus Erlösen aus dem Verkauf von Beteiligungen. Darüber hinaus ist für die Finanzierung größerer Beteiligungen grundsätzlich auch die Aufnahme weiterer Mittel von Banken oder über den Kapitalmarkt denkbar. Angesichts unserer aktuellen Brutto-Verschuldung bei gleichzeitig hoher Liquidität ist dies für mich aber aktuell keine überzeugende Option.

***FuS: Welchen Einfluss auf operative und strategische Unternehmensführung übernehmen Sie in den Beteiligungen?***

**Dr. Lattwein:** Als Finanzinvestor verfolgt die Porsche SE grundsätzlich das Ziel, ihre Erfahrung und ihr Netzwerk im Bereich der Mobilitäts- und Industrietechnologie für die erfolgreiche Entwicklung ihrer Beteiligungen zu nutzen und einzusetzen. Hierbei muss allerdings zwischen unseren Kern- und Portfoliobeteiligungen unterschieden werden.

Bei Volkswagen und der Porsche AG stehen die Vertreter der Porsche SE im Aufsichtsrat der Gesellschaften in einem aktiven Austausch mit dem Vorstand und geben im Rahmen Ihrer Gremientätigkeit Impulse für die strategische Ausrichtung der Gesellschaften. Darüber hinaus finden wie für einen Ankeraktionär üblich regemäßige Dialoge zwischen Vertretern der Porsche SE und Volkswagen bzw. der Porsche AG im Rahmen eines Stewardship-Prozesses statt.

Bei unseren Portfoliobeteiligungen sind wir in der Regel als Minderheitsgesellschafter gemeinsam mit weiteren renommierten Kapitalgebern investiert. Unsere Stimme bringen wir u.a. im Rahmen von Gremienmandaten sowie im regelmäßigen Austausch mit dem jeweiligen Management und unseren Co-Investoren ein. Dabei nutzen wir unsere spezifische Kompetenz im Bereich der Mobilitäts- und Industrietechnologie und greifen auf ein starkes Netzwerk zurück.

***FuS: Sie haben gemeinsam mit der Beteiligungsgesellschaft DTCP einen Venture Fonds „Incharge“ aufgelegt. Können Sie etwas Näheres über diese Kooperation erzählen?***

**Dr. Lattwein:** Die Zusammenarbeit mit starken Partnern wie DTCP ist ein zentrales Element unserer Investitionsstrategie.

Mit unserem gemeinsamen Venture Fonds „Incharge Capital Partners“ haben wir nun unsere komplementären Kompetenzen gebündelt und unsere strategische Partnerschaft weiter vertieft.

Der neue Fonds mit Fokus auf Venture Beteiligungen im Bereich „Connected Mobility“ vereint das Knowhow der Porsche SE im Mobilitätsbereich mit der Expertise von DTCP bei der erfolgreichen Entwicklung von jungen Wachstumsunternehmen.

Über die Fondslaufzeit stellen wir ein Investitionskapital von 100 Mio. Euro zur Verfügung. Neben der Porsche SE beteiligen sich auch weitere Investoren an dem Fonds, darunter die Deutsche Telekom.

***FuS: Wir danken Ihnen für dieses aufschlussreiche Gespräch!***

(erschieden in „FuS – Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie“ 06/2024, S. 246 – 248)

## **ZUR PERSON**

Johannes Lattwein verantwortet seit 2022 das Vorstandsressort Finanzen und IT bei der Porsche SE. Seine Karriere begann er 1998 bei DaimlerChrysler im Controlling, während er parallel an der Universität Dortmund promovierte. Seit mehr als 20 Jahren ist Lattwein nun in diversen Rollen für die Porsche SE und die Porsche AG tätig. So war er bis 2022 neben seiner Tätigkeit für die Porsche SE auch als Vorsitzender der Geschäftsführung der Porsche Financial Services und zuvor als Leiter des Bereichs Corporate Finance und Treasury der Porsche AG tätig.

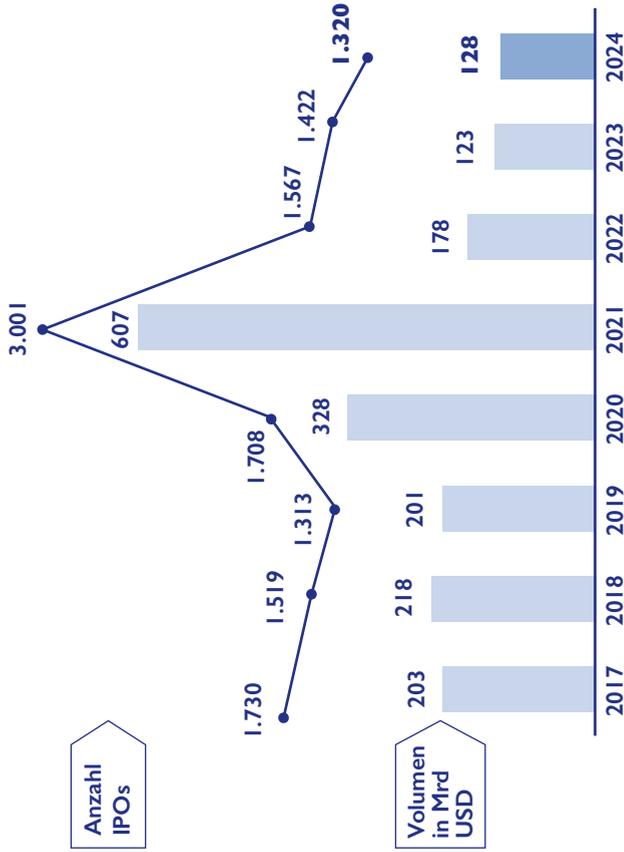
In seiner derzeitigen Rolle steuerte er u.a. 2022 den Erwerb der Beteiligung an der Porsche AG durch die Porsche SE. Darüber hinaus begleitete er über die Jahre Fremdfinanzierungen im Volumen von über 60 Mrd. EUR und verantwortete diverse internationale M&A-Transaktionen im Volumen von mehr als 20 Mrd. EUR.

# STATISTIKEN 2024

Das globale Emissionsvolumen konnte sich leicht erholen. Unter den TOP 10 der größten Emittenten weltweit findet sich im Jahr 2024 kein deutsches Unternehmen

## GLOBALE IPO AKTIVITÄTEN 2017 - 2024

### IPO AKTIVITÄTEN



## STAND 31. DEZEMBER 2024

### „TOP 10“ IPOs in 2024

#	Emittent	Datum	Börse	Volumen (Mrd \$)
1	Lineage Inc	24.07.24	Nasdaq	5,1
2	Hyundai Motor India Ltd	17.10.24	Bombay	3,3
3	Puig Brands SA	30.04.24	Madrid	2,9
4	Gaiderma Group AG	21.03.24	SWX	2,5
5	CVC Capital Partners PLC	26.04.24	Euronext	2,4
6	Tokyo Metro Co Ltd	15.10.24	Tokyo	2,3
7	Talabat Holding Plc	29.11.24	Dubai	2,0
8	OQ Exploration & Production	17.10.24	Muscat	1,9
9	Viking Holdings Ltd	30.04.24	NYSE	1,8
10	Lulu Retail Holdings PLC	06.11.24	Abu Dhabi	1,7

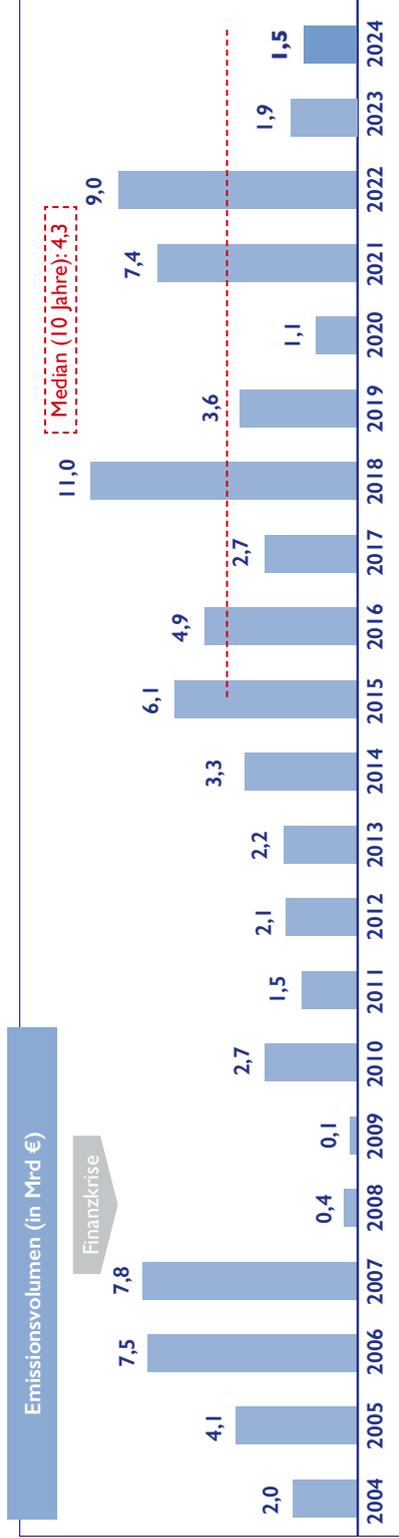
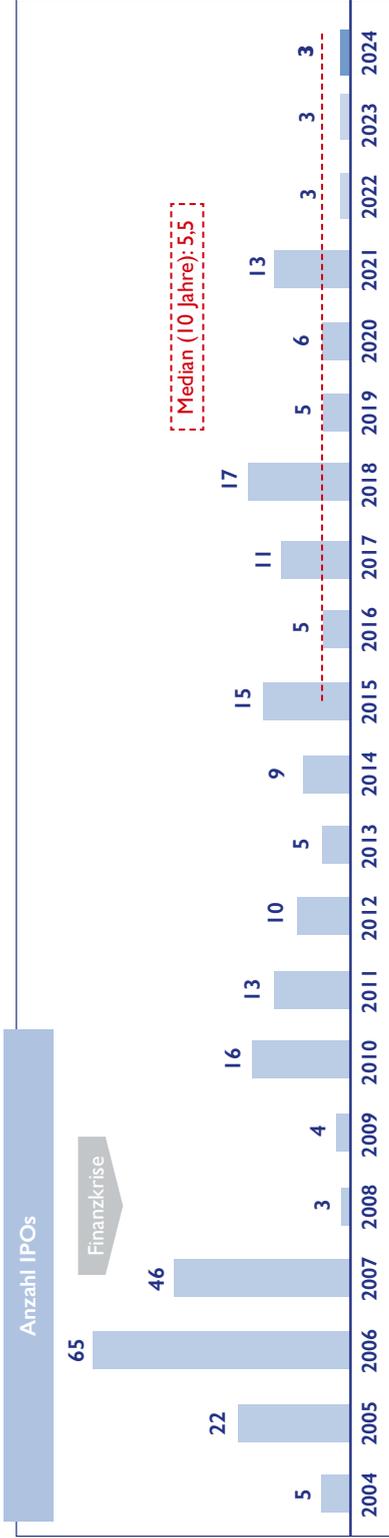
### „TOP 10“ IPOs in 2023

#	Emittent	Datum	Börse	Volumen (Mrd \$)
1	Arm Holdings plc	13.09.23	Nasdaq	5,2
2	Kenvue Inc	03.05.23	NYSE	4,4
3	ADNOC Gas PLC	03.03.23	Abu Dhabi	2,5
4	Hidroelectrica SA	05.07.23	Bucharest	2,0
5	Nexchip Semiconductor Corp	18.04.23	Shanghai	1,7
6	SME (Shaoxing) Corp	24.04.23	Shanghai	1,6
7	Birkenstock Holding Ltd	10.10.23	NYSE	1,5
8	Ades Holding Co	28.09.23	Saudi Exch	1,2
9	Shaanxi Energy Investment	27.03.23	Shenzhen	1,0
10	Pure Health Holding PJSC	11.12.23	Abu Dhabi	1,0

Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

Die IPO-Aktivitäten bleiben in Bezug auf die Anzahl ein Trauerspiel. Ebenso blieb letztes Jahr das Platzierungsvolumen wieder unterhalb von 2 Mrd. €

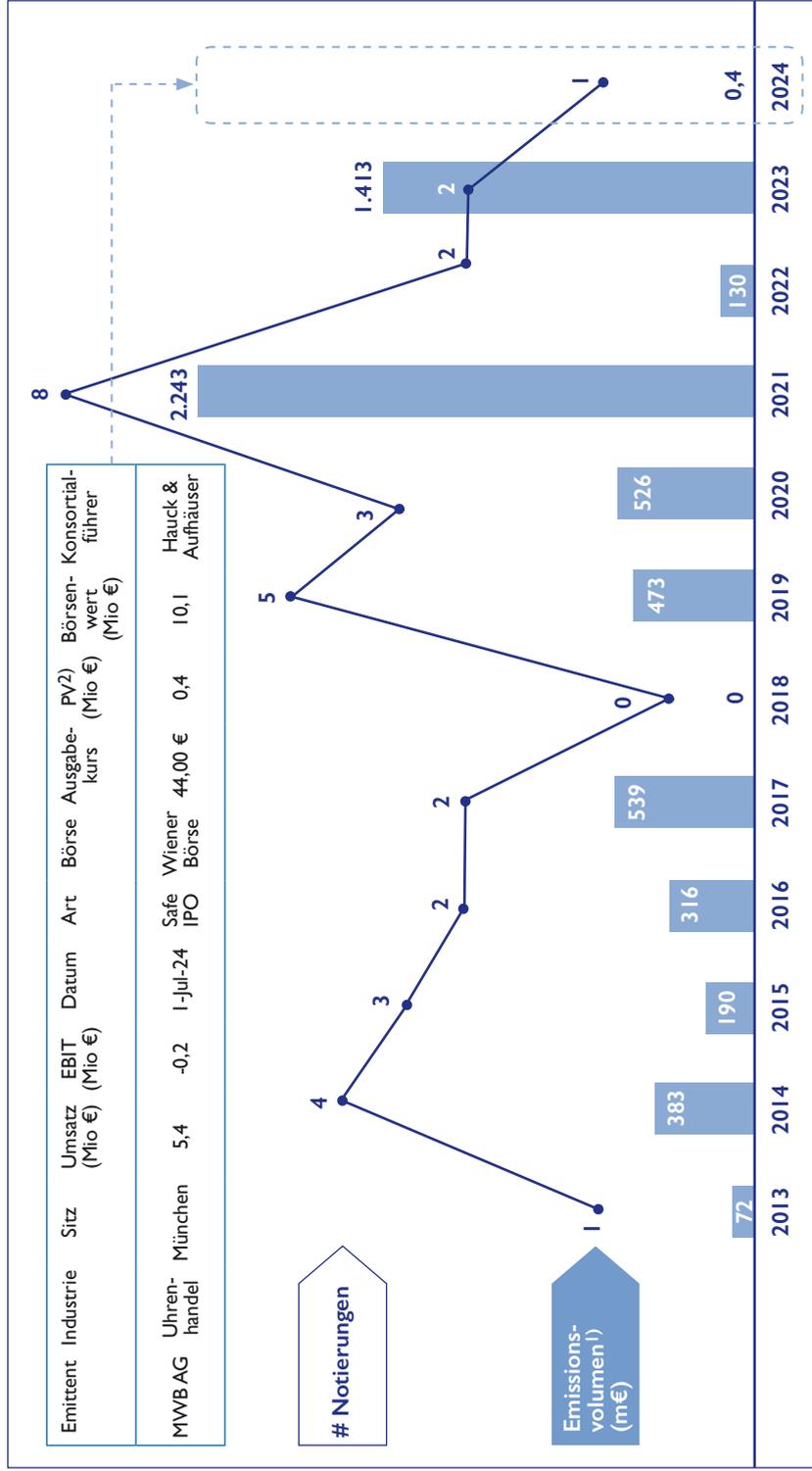
## IPOS AN DEUTSCHEN BÖRSENPLÄTZEN<sup>1)</sup> STAND 31. DEZEMBER 2024



<sup>1)</sup> ohne Listings, inkl. ausgeübter Mehrzuteilungsoption bis Stichtag  
 Quelle: BFA Datenbank

Im Jahr 2024 führte nur ein deutsches Unternehmen seine Börseneinführung an einer Auslandsbörse durch

**AUSLANDSNOTIERUNGEN DEUTSCHER EMITTENTEN 2013-2024<sup>1)</sup> STAND 31. DEZEMBER 2024**



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

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

BEISPIELE AUS UNSERER BERATUNGSPRAXIS		STAND 31. DEZEMBER 2024							
in Mio €		Kennzahlen @ IPO				Aktuelle Kennzahlen			
Client	IPO	Umsatz im Gj vor IPO	Börsenwert @ IPO	Umsatz 2024e	CAGR <sup>1</sup>	Börsenwert	CAGR <sup>1</sup>	Index-zugehörigkeit	
<b>BOSS</b> <small>BOSS CONSULTING</small>	12/20/1985	121	134	4.247	10%	3.153	8%	MDAX	
<b>bertrandt</b>	10/01/1996	39	60	1.221	13%	187	4%	CDAX	
<b>RIXTRON</b>	11/06/1997	24	128	625	13%	1.727	10%	MDAX/TecDAX	
<b>PNE</b> <small>PAPEER ENGINEERING</small>	12/15/1998	5	61	205	15%	849	11%	SDAX/TecDAX	
<b>RATIONAL</b>	03/03/2000	131	262	1.191	9%	9.369	15%	MDAX	
<b>ZEISS</b> <small>CARL ZEISS MEDITEC</small>	07/19/2002 <sup>2)</sup>	205	284	2.069	11%	4.071	13%	MDAX/TecDAX	
<b>DATA GROUP</b> <small>IT SERVICES &amp; SOLUTIONS</small>	09/14/2006	30	18	528	17%	387	18%	Scale All	
<b>HYPOPORT</b> <small>THE FINANCE INTEGRATOR</small>	10/29/2007 <sup>3)</sup>	26	92	450	18%	1.155	16%	SDAX	
<b>BIONTECH</b>	10/10/2019	128	3.038	2.620	78%	26.387	51%	NASDAQ Biotechnology 100	
<b>Immatics</b>	07/02/2020 <sup>4)</sup>	18	634 <sup>5)</sup>	114	50%	820	6%	-	

<sup>1</sup> CAGR: jährliche Wachstumsrate (Compound Annual Growth Rate)

<sup>2</sup> Cold IPO

<sup>3</sup> Safe IPO

<sup>4</sup> DeSPACing <sup>5</sup> basierend auf 10 USD pro Aktie

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](mailto:info@blaettchen-fa.de)

[www.blaettchen-fa.de](http://www.blaettchen-fa.de)