

## KOLUMNENSAMMLUNG

---

Blättchen Financial Advisory

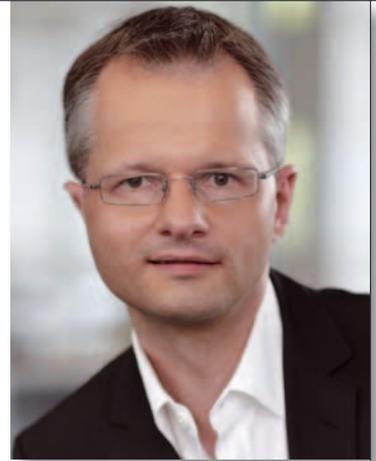


BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

# INHALT

	Vorwort	5
01/16	Es wird länger „gebrütet“	8
04/16	Warum Deutschland doch eine Option ist	10
06/16	Führungskräftebeteiligungen haben ihre Tücken	12
08/16	MiFID II: Neue Chancen für SmallCap-Emittenten in der Finanzkommunikation	14
10/16	Die „Venture Initiativen“ der Börsen	16
12/16	Die amerikanische Option	18
	Statistiken 2016	20-26





Liebe Freunde unseres Hauses,

mit nur fünf Börseneinführungen und 4,9 Mrd. € Platzierungsvolumen, von denen 4,6 Mrd. € innogy platziert hat, verabschiedet sich das IPO Jahr 2016! Die Erwartungen zum Jahresanfang waren deutlich höher, zumal das Vorjahr mit 15 IPOs und einem Volumen von 6,1 Mrd. € eine sehr gute Steilvorlage bot. Zwar konnte erstmals nach fast 10 Jahren mit der BRAIN AG wieder ein Biotechnologieunternehmen einen Börsengang auf deutschem Parkett umsetzen, doch bleibt der deutsche Markt deutlich hinter seinem Potential. Natürlich spielte auch die BREXIT Entscheidung im Juni 2016 und der anschließende turbulente US Wahlkampf eine nicht unwesentliche Rolle für dieses enttäuschende Ergebnis. Diese Ereignisse wirkten sich weltweit auf die Emissionstätigkeit aus: das Emissionsvolumen verringerte sich gegenüber dem Vorjahr um rd. 30%.

Im März 2017 würde der „Neue Markt“ seinen 20. Geburtstag feiern. Sein Ableben fand bereits nach nur fünf Jahren im Jahre 2003 statt. Wir möchten dennoch auf das Jubiläum hinweisen, da es den deutschen Kapitalmarkt revolutionierte. Erstmals stand die Börse jungen Technologieunternehmen offen. Die NASDAQ hatte dieses Phänomen bereits Jahrzehnte zuvor erkannt, mit dem Ergebnis, dass sich daraus bis heute weltweit bekannte Unternehmen wie Apple, Microsoft oder Amgen entwickelten. Auch in Deutschland entstanden aus dem damaligen Neuen Markt heutige Technologie- und Marktführer wie United Internet, Bertrandt, Qiagen, Morphosys, BB Biotech oder Aixtron.

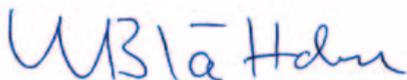
Die europaweite „Tech-Bubble“ im Jahr 2000 hatte ihren Ursprung weniger in den damaligen Internet- oder Biotechemittenten sondern vielmehr in den „old school“ Telekommunikationsunternehmen. Daher überrascht es auch nicht, dass allein die Deutsche Telekom (IPO 1996!) im Zeitabschnitt ihres Bewertungshöhepunkts im März 2000 und der danach einsetzenden Kurskonsolidierung bis Februar 2002 gewaltige 245 Mrd. € an Marktbewertung verlor. Über 300 notierte „Neue Markt“ Emittenten schafften es im gleichen Zeitraum einen Börsenwert von „nur“ 177 Mrd. € zu vernichten. Leider werden diese zwei Phänomene auch durch die Presse permanent vermischt, verwechselt und falsch interpretiert. Der TecDax als Nachfolger des NEMAX hat sich seit seiner Auflegung im März 2003 immerhin um 439% verbessert und bewegt sich wie die amerikanischen Tech-Börsen auf einem „all-time High“.

So begrüßen wir den im November 2016 angekündigten Vorstoß der Deutschen Börse, ein neues KMU Segment im März 2017 zu starten. Es ist ein notwendiger und längst überfälliger Schritt, um sich um das Problem des schwächelnden, deutschen IPO-Marktes zu kümmern. Dieses KMU-Segment soll das bisherige Einstiegssegment „Entry Standard“ ablösen und den Emittenten durch ein emittenten- und anlegerfreundliches Regelwerk entgegenkommen. Als Zielemittenten kommen Unternehmen aus allen Branchen in Frage, die nach dem Börsengang weiterhin nach nationaler Rechnungslegung (HGB) bilanzieren wollen und weniger Regulierung in der börsennotierten Aktiengesellschaft suchen. Als Investoren werden neben den institutionellen Investoren auch sogenannte Family Offices, kleinere Vermögensverwalter aber auch Privatanleger adressiert. Durch innovative Kommunikationswege, eigene Research Aktivitäten und Werbemaßnahmen möchte die Börse die Voraussetzungen schaffen, den Emittenten die Kapitalaufnahme während des Börsengangs und die Zeit danach zu erleichtern.

Wir freuen uns, im Februar 2016 nach fast 10jähriger Pause mit der BRAIN AG den ersten Börsengang eines deutschen Biotechnologieunternehmens am deutschen Kapitalmarkt begleitet zu haben. Die Kombination aus der Ansprache von institutionellen Investoren und Privatanlegern machte diesen Börsengang zum Erfolg. Wir hoffen natürlich, dass weitere Unternehmen aus dieser spannenden Branche den Weg an die deutsche Börse finden!

Zum wiederholten Male präsentieren wir Ihnen zum Jahreswechsel diese kleine Sammlung unserer im Going Public Magazin erschienenen Kolumnen über aktuelle Kapitalmarktthemen und bedanken uns bei allen Geschäftspartnern, der Going Public Media und allen Freunden unseres Hauses für die angenehme Zusammenarbeit. Unsere guten Wünsche zum Neuen Jahr begleiten Sie.

Leonberg, im Januar 2017



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GMBH

## Es wird länger „gebrütet“

Wer sich im letzten Jahr in deutsche Technologieaktien breit engagierte, konnte eigentlich nicht viel falsch machen. Der TecDax stieg von Jahresanfang bis Ende November 2015 um beachtliche 35%. Im Vergleich dazu waren es im Dax „nur“ bescheidene 17%. Nicht nur das Börsenumfeld ist für hiesige Tech-Unternehmen äußerst rosig geworden, sondern auch die Venture-Szene gibt sich historisch gesehen wieder äußerst spendabel. Investments in technologieorientierte „Start-ups“ bzw. in vorbörsliche Finanzierungsrunden im Technologiesegment sind wieder angesagt. So ist im ersten Halbjahr 2015 das VC-Finanzierungsvolumen laut BVK (Marktstatistik) um 33% auf 437 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Ein ähnlich positives Stimmungsbild hatten wir zuletzt während des „TMT“-Booms Ende der 90iger. Nicht nur „Start-ups“ sondern auch die fortgeschrittenen Finanzierungsrunden werden zu attraktiven Bewertungen und noch wichtiger in zunehmendem Maße auch im zweistelligen Millionenbereich finanziert. Die aktiven VC- bzw. „Pre-IPO“-Investoren haben oftmals ihre Wurzeln in Silicon Valley und entdecken Deutschland (v.a. Berlin, München) als attraktive Investitionsalternative.

Aber wie ist es um den europäischen Kapitalmarkt bestellt? Hier stehen die Börsenplätze „Euronext/Alternext“, die Londoner Börse (LSE), der skandinavische Börsenverbund NASDAQ OMX sowie die Züricher Börse SIX hervor, die den derzeitigen Boom mit Neuemissionen aktiv unterstützen. Der paneuropäische Börsenverbund Euronext mit dem im Freiverkehr angebondenen Alternext hat seit 2010 immerhin 18 Neuzugänge mit einem Volumen von rd. 390 Mio. € für sich gewonnen. An zweiter Stelle steht die Londoner Börse mit dem Zugangssegment Alternative Investment Markets (AIM) mit drei IPOs und einem Volumen von rd. 132 Mio. €. Das EU-regulierte „Main Market“ konnte in 2014 einen Neuzugang mit einem Emissionsvolumen von 260 Mio. € verzeichnen. Insgesamt notieren in London 30 Biotech-Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von 6,3 Mrd. €. Damit steht London an zweiter Stelle nach dem paneuropäischen Verbund Euronext/Alternext mit insgesamt über 40 gelisteten Werten und einem Börsenwert von rd. 13 Mrd. €. Der skandinavische NASDAQ-OMX Markt und die Schweizer Börse SIX weisen in 2013 jeweils einen Neuzugang in Höhe von 1,3 Mio. € bzw. 90 Mio. € aus. Insgesamt notieren an den skandinavischen Börsen

26 Biotech-Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von rd. 18 Mrd. €. Die Schweizer Börse besitzt immerhin neun Biotech-Unternehmen mit einer Gesamtkapitalisierung von über 14 Mrd. € auf ihren Kurszetteln. Nur die Frankfurter Börse konnte von dem bisherigen Neuemissionsboom nicht profitieren, obwohl es hier eine lange Historie für diese Branche gibt. Insgesamt notieren dort 15 Werte mit einer Gesamtkapitalisierung von rd. 8 Mrd. €. Obwohl in Deutschland eine rege Biotech-Szene mit über 400 Unternehmen existiert, ist die Kapitalmarktfinanzierung an der heimischen Börse anscheinend unattraktiv. Unter den 400 Unternehmen gibt es sehr wohl attraktive und kapitalmarkttaugliche Gesellschaften. Das zeigen die Auslandsnotierungen von Innocoll, Affimed oder Probiodrug, die entweder den Sprung über den großen Teich (NASDAQ, NYSE) wagten oder die Euronext für den Börsengang wählten. Hier stellt sich für uns die Frage, warum deutsche Emittenten den deutschen Börsenplatz meiden. Zwei Antworten drängen sich auf. Zum einen erfordert Biotechnologie grundsätzlich sehr viel Spezialwissen von Investoren, um das Potential einzuschätzen. Im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern und Frankreich finden sich in Deutschland kaum noch spezialisierte Investoren, die sich für Neuzugänge interessieren. Hinzu kommt, dass die großen Generalisten ihre Researchabteilungen in diesem Segment in den letzten Jahren deutlich reduziert haben und das „Know-how“ nicht mehr vorgehalten wird. Zum anderen fehlt den Emittenten der direkte Zugang zu Privatanlegern, die im Gegensatz zur üblichen Meinung durchaus Interesse an einem Investment in diesem chancen- und risikoreichen Venture-Segment zeigen. Ein Indiz dafür ist das rege Zeichnungsinteresse bei der Barkapitalerhöhung von PAION mit einem Volumen von über 50 Mio. € im Jahr 2014. Ein anderes Beispiel sind die von Privatanlegern und Family Offices gezeichneten MIG Fonds, die in Biotechnologie-Unternehmensbeteiligungen investieren. Die Kombination aus der Ansprache von spezialisierten Investoren auch aus dem angelsächsischen Raum und die gleichzeitige Einbindung von Privatanlegern sind für heimische Biotech-IPOs entscheidend. Sämtliche Investorengruppen können durchaus auch am deutschen Börsenplatz einbezogen werden. Nur muss dafür der Wille beim Emittenten und den emissionsbegleitenden Banken vorhanden sein. Zugleich sollte die Deutsche Börse diese Möglichkeiten in ihrer Vermarktung besser hervorheben und in der Öffentlichkeit bewerben.

## Warum Deutschland doch eine Option ist

**W**eltweit werden umfangreiche Mittel in Biotech investiert, ob es nun um medizinische Anwendungsbereiche geht (rote Biotechnologie), um Landwirtschaft (grüne) oder um industrielle Anwendungen (weiße Biotechnologie): Die Potenziale sind immens und in den etablierten Großunternehmen wie Bayer, BASF, Merck etc. werden diese häufig nicht entwickelt, sondern in eigenen, spezifisch gegründeten Gesellschaften. Davon gehen jährlich auch zahlreiche bereits mit vielversprechenden Anfangserfolgen ausgestattete Unternehmen an die Börse. So waren nach einer Analyse von EY und Capital IQ in den Jahren 2013 und 2014 allein 104 US-amerikanische IPOs dem Biotech-Segment zuzuordnen, in Europa immerhin noch 39. In Deutschland fand die letzte Notierungsaufnahme aus diesem Sektor mit der Willex AG vor neun Jahren statt. Dafür gingen seit 2013 allein fünf deutsche Unternehmen an eine ausländische Börse, egal ob es sich dabei um die NYSE, NASDAQ oder die EURONEXT handelte.

### DEUTSCHE BIOTECH-IPOs SEIT 2013

Emittent	Notierungsaufnahme	Branche	Börsenplatz	Volumen Mio. USD	Bookrunner(s)	Ausgabekurs	Kurs am 9.2.16	Perf. zum Ausgabekurs
Innocoll AG	25.07.14	Biopharma	NASDAQ	59	Piper Jaffray Cos, Stifel Nicolaus & Co Inc	9,00 USD	8,22 USD	-8,7%
Affimed Therapeutics BV	12.09.14	Biopharma	NASDAQ	56	Jefferies LLC, Leerink Partners LLC, BMO Capital Markets	7,00 USD	3,07 USD	-56,1%
Probiodrug AG	23.10.14	Biopharma	Euronext	29	Kempen and Co NV, Petercam Securities SA	15,25 EUR	21,75 EUR	42,6%
curētis N.V.	11.11.15	Diagnostik	Euronext	43	RBC Capital, Bank Degroof Petercam, ICF	10,00 EUR	8,80 EUR	-12,0%
B.R.A.I.N. AG	09.02.16	Industrielle Biotech	Deutsche Börse/FSE	34	ODDO Seydler Bank AG	9,00 EUR	9,10 EUR	1,1%

Quelle: B-FA Datenbank, Thomson Financial

Oftmals wird dieser Trend noch durch Aussagen wie „in Frankfurt geht das nicht“ oder „in Europa fehlen die spezialisierten Investoren“ und „in den USA

sind die erzielbaren Bewertungen viel höher“ befeuert. Die erfolgreiche Börseneinführung von BRAIN in einem schlechten Börsenklima am 09. Februar 2016 an der Börse Frankfurt indes beweist, dass das angeblich Unmögliche doch möglich ist. Und die Vorteile liegen auf der Hand: Ein Listing an der Heimatbörse ermöglicht die Anwendung heimischen Rechts ohne Rückgriff auf teure Anwälte, die auf US-amerikanische oder anderweitige Regularien spezialisiert sind. Die Haftungsrisiken der Organe sind besser einzuschätzen. Eine Zeitverschiebung zwischen dem Arbeitstag in Deutschland und den Handelszeiten in USA führt nicht ständig zu Fragen hinsichtlich der Uhrzeit von Pflichtveröffentlichungen, Erreichbarkeit etc.. Auch das Spannungsfeld zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht ist nicht zu unterschätzen, sofern nicht beides demselben Rechtsraum entspringt. Und was nicht vergessen werden sollte: Auch internationale Investoren kaufen deutsche Aktien – zwischenzeitlich befinden sich nach einer Analyse des DAI die DAX-Unternehmen seit einiger Zeit schon mehrheitlich in ausländischer Hand. Demgegenüber bleibt ein deutscher Emittent im Ausland immer ein deutscher Emittent. Und der Börsenplatz ist nicht mehr oder weniger als der Sitz einer Institution, an der im Anschluss an den IPO der Sekundärmarkt der Aktien stattfindet. Was dabei zu beachten ist? Man muss bereit sein, über den Tellerrand hinauszusehen und teilweise auch scheinbar vorgegebene Pfade verlassen. So bestand bei BRAIN ein wesentlicher Erfolgsfaktor darin, sich nicht nur auf institutionelle Adressen zu verlassen, sondern auch Privatanleger frühzeitig und gezielt anzusprechen. Mit einer zeitlich ausgedehnten, umfangreichen Kommunikationsstrategie und unterschiedlichen Zeichnungsmöglichkeiten gelang es, den Anteil der Privatanleger bei ca. 19% der Emission von 32,4 Mio. € anzusiedeln – gegenüber einem „üblichen“ Anteil von 1% in Deutschland! Das sollten attraktive Unternehmen mit bekannten Marken in ihrem Emissionskonzept überlegen, da institutionelle deutsche Anleger nur 1/3 des institutionellen Emissionsvolumens zeichnen.

## Führungskräftebeteiligungen haben ihre Tücken

Die Beteiligung von Führungskräften verfolgt in der Regel zwei Ziele: Zum einen soll die Person motiviert werden, im Unternehmen langfristig zu bleiben und zum Erfolg beizutragen. Zum anderen sind Beteiligungsprogramme langfristige Vergütungsbestandteile innerhalb eines komplexen Vergütungspakets. Der Gesetzgeber hat Vorschriften für börsennotierte Gesellschaften erlassen, die eine „angemessene Vergütung“ des Vorstandes vom Aufsichtsrat verlangen. Der § 87 des AktG besagt, dass die Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten sei und daher die variablen Vergütungsbestandteile einer mehrjährigen Bemessungsgrundlage zugrunde liegen sollen. Somit wird die Absicht hervorgehoben, keine kurzfristige Gewinnmaximierung zu belohnen, sondern den langfristigen Unternehmenserfolg als Grundlage zu nehmen. Ob diese hehre Absicht in der Praxis immer gelingt, sei dahin gestellt. Die derzeitige Diskussion über die Vergütung des VW-Vorstandes zeigt angesichts der außerordentlichen Belastungen aus dem Abgasskandal die Grenzen einer solchen Absicht. Obwohl VW die gesetzlichen Vorgaben einschließlich der Empfehlung des DCGK über die Vorstandsvergütung vollständig umsetzt, können diese Regelungen nicht verhindern, dem Vorstand hohe Erfolgzahlungen während der bisher größten Unternehmenskrise zu bezahlen. Die variablen Vergütungskomponenten für die VW-Vorstände sind, so wie es der Gesetzgeber wollte, an den Unternehmenserfolg der letzten 2-4 Jahren geknüpft. Da diese Jahre für den Konzern sehr erfolgreich waren, fallen im Krisenjahr Erfolgzahlungen an. Für Aktionäre und Mitarbeiter ist diese „Glättung“ kaum vermittelbar. Inwieweit hier die Pflicht des Aufsichtsrat greift, unbillige Zahlungen zu verhindern, wird sich zeigen.

Auch bei „Start-up“ Unternehmen ist die Führungskräfte-/Mitarbeiterbeteiligung nicht unproblematisch. Im Gegensatz zu VW geht es hier mangels Liquidität nicht um die Festlegung einer hohen jährlich zu zahlenden variablen Vergütung, sondern um die langfristige Mitarbeiterbindung und Motivation zur Wertsteigerung. Ein schnelles Wachstum führt i.d.R. dazu, dass eine wachsende Anzahl neuer Mitarbeiter in diese Beteiligungsprogramme aufgenommen werden müssen. Eine direkte Kapitalbeteiligung jeder einzelnen Person, die üblicherweise auch ein Informations- und Stimmrecht beinhaltet, wäre in ihrer Verwaltung zu komplex und würde zudem von den bestehenden und künftigen VC-Investoren nicht mitgetragen. In der Praxis haben sich daher zwei Modelle für die Führungs- und Mitarbeiter-

beteiligung in stark wachsenden Unternehmen etabliert. Zum einen können Mitarbeiter über ein treuhänderisch geführtes Beteiligungsvehikel indirekt am Unternehmen beteiligt werden. In diesem Konstrukt werden die Informations- und Mitspracherechte über einen Treuhänder gebündelt. Der Begünstigte erhält somit direkt Anteile an dem Beteiligungsvehikel. Nachteilig ist natürlich, dass diese Treuhandlösung ebenfalls administrativ aufwendig ist und der eingesetzte Treuhänder durch die Beteiligung ebenfalls Einfluss in die Entscheidung der Geschäftsleitung und der Investoren wahrnehmen kann. Bei Verkauf des Unternehmens oder eines IPOs werden die Anteile mitverkauft bzw. umplatziert und der Erlös kommt den Beteiligten zu.

Der zweite Lösungsansatz ist die Ausgabe von virtuellen Beteiligungsformen (Phantom Shares etc.), die den Begünstigten beim Eintreten eines Ereignisses („Trade Sale“ oder IPO) in Abhängigkeit von der erzielten Bewertung eine einmalige Vergütung über die Gesellschaft zukommen lässt. Eine direkte Einflussnahme in Form von Mitsprache oder Informationspflicht entsteht hier nicht. Die Ausgabe dieser Instrumente ist deutlich unkomplizierter.

Eine Auszahlung an die Begünstigten wird im Falle eines „Trade Sales“ an einen strategischen Investor oft unkritisch gesehen, da der Erwerber in der Gesellschaft sein eigenes Führungsteam installiert. Problematischer sieht es bei einem Mehrheitsverkauf an einen Finanzinvestor oder im Falle eines IPOs aus, bei dem die Investoren erwarten, dass die Führungskräfte an Bord bleiben und weiterhin Werte schaffen. Aus diesem Grund sollten die Beteiligungsprogramme vor dem Börsengang in ein kapitalmarkttaugliches Programm überführt werden. Die Installation eines „Matching Stock Programs“ kann diese Interessenswidersprüche lösen, da ein Teil des Verkaufserlöses wieder in die Gesellschaft mit einem „Hebel“ reinvestiert wird. Zudem beinhaltet ein Beteiligungsprogramm immer ein Leistungsversprechen des Unternehmens an die Begünstigten, das entsprechend bilanziert wird. Ein entstehender außerordentlicher Aufwand aus dem Beteiligungsprogramm muss den Investoren vor allem im Falle eines Börsengangs erklärt werden. Daher ist zu empfehlen, sich rechtzeitig mit diesem Thema auseinanderzusetzen, da die sog. „Zweiklassensysteme“ wie in den USA nicht möglich sind. Laut DealLogic sind 2015 immerhin 27 von 174 US-IPOs mit einem Marktwert von 12,6 Mrd. USD mit Sonderstimmenrechten an den Markt gegangen.

## MiFID II: Neue Chancen für SmallCap-Emittenten in der Finanzkommunikation

Die Umsetzung der MiFID II / MiFIR Regularien bezüglich der Zuwendungen im Bereich der Wertpapieranalyse und damit verbundene Dienstleistungen werden zu grundlegenden Anpassungen der Geschäftsmodelle von Sales Side-Häusern und Asset Managern führen. Aus Sicht des Regulators ist jedes einem Asset Manager zu Verfügung gestelltes Wertpapierresearch eine nicht erlaubte Zuwendung, die kostenmäßig von den Handelsprovisionen zu entkoppeln ist. Die bisher praktizierten Formen von „Commission Sharing“, bei denen die Kosten für den Einkauf solcher Dienstleistungen in Transaktionsgebühren übergewälzt wurden, sind somit nicht mehr möglich. Der „begünstigte“ Asset Manager hat demzufolge künftig ein spezifisches Budget für die Vergütung dieser Dienstleistungen festzulegen und muss die damit verursachten Kosten entweder selber tragen oder seinem Kunden nach Zustimmung in Rechnung stellen. Im zweiten Fall hat er die Qualität des erwarteten Kundennutzens anhand schriftlicher Kriterien beim Einkauf der Dienstleistung regelmäßig zu überprüfen und seinen Kunden offenzulegen. Nach jetzigem Stand soll diese EU-weit geltende Regelung am 03. Januar 2017 in Kraft treten. Sie hat erhebliche Konsequenzen für die von den Vermögensverwaltern gehandelten und von den Analysten gecoverten Emittenten.

Unternehmen, deren Kapitalisierung und Liquidität mindestens den Kategorien des MDAX entsprechen, werden vermutlich kaum Einschränkungen in ihrem „Coverage“ befürchten müssen. Zwar wird nicht mehr jeder der jetzt noch aktiven Analysten über das Unternehmen regelmäßig beurteilt, aber es wird eine genügende Anzahl von Analystenhäusern bestehen bleiben, die solche Kosten auf die großen Vermögensverwalter überwälzen können. Zudem ist es schwer vorstellbar, dass der Emittent die Vielzahl der existierenden Berichte den Dienstleistern direkt vergüten wird. Das Problem besteht eher bei den kleineren Vermögensverwaltern, die diese Analysedienstleistungen nur noch in den seltensten Fällen selber tragen bzw. ihren Kunden in Rechnung stellen können. Es ist davon auszugehen, dass diese Vermögensverwalter in Zukunft von den Research Dienstleistungen abgeschnitten werden. Das gleiche gilt natürlich für

die „Small- und Micro-Cap“ Unternehmen, für die es noch schwieriger wird, ein nicht direkt bezahltes Research zu erhalten. An dieser Stelle wird Druck entstehen, Small-Cap Emittenten werden verstärkt auf gekauftes Research zurückgreifen müssen. Diese Notwendigkeit ist „per se“ nicht schlecht, da gekauftes Research von unabhängigen Analystenhäusern die Möglichkeit bietet, diese Research-Studien einem breiten Publikum zu Verfügung zu stellen. War es bisher nur auf institutionelle Investoren beschränkt, so kann auf diese Weise Research auch Privatanlegern oder kleineren Family Offices zugänglich gemacht werden. Diese ist auf jeden Fall zu begrüßen. Zwar werden regelmäßig Stimmen laut, dass „gekauft Research“ schlechter sei. Jedoch hängt die Glaubwürdigkeit einer Analyse im Wesentlichen von der Branchenkompetenz und Analysequalität des Analyisten ab. Sollte der Analyst mehrmals in seinen Einschätzungen und Analysen daneben liegen, so werden Investoren seine Anlageempfehlungen in Zweifel ziehen und das Haus entsprechend abwerten. In der Fremdkapitalpraxis ist es seit Jahren üblich, dass Unternehmen für die Erstellung eines Anleihenratings die Agentur direkt bezahlen. Sowohl die großen wie S&P oder Moodys als auch die kleineren Anbieter wie Creditreform oder Scope, werden vom Emittenten beauftragt und bezahlt. Eine dauerhafte Fehleinschätzung wurde in der Vergangenheit sofort von den Investoren angemahnt, mit der Folge, dass das Unternehmen im eigenen Interesse die Agentur wechselte oder die Agentur glaubhaft eine Reorganisation (Methodikänderungen) durchführte. Entsprechendes haben wir bei den Mittelstandsanleihen in den letzten Jahren erlebt.

Darüber, wie sich diese neuen MiFID II Regularien auf Börsengänge und Kapitalmaßnahmen auswirken werden, kann nur spekuliert werden. Auch in diesen Fällen spricht nichts dagegen, unabhängige Analysen einzukaufen und diese einem breiten Publikum zur Verfügung zu stellen. Die Konsequenzen aus MiFID II ermöglichen kleineren Emittenten eine offenere Finanzkommunikation, in der auch das breite Publikum und damit Privatanleger Zugang zu Studien bekommt.

## Die „Venture Initiativen“ der Börsen

Die originäre Aufgabe einer Wertpapierbörse ist das Betreiben einer Handelsplattform, auf der Käufer und Verkäufer von Wertpapieren mit geringstem Aufwand zusammen kommen können. Dabei muss die Börse weitestgehende Transparenz in der Preisbildung und in der sicheren Abwicklung der Transaktion garantieren. Zudem hat sie zahlreiche Vorgaben des Gesetzgebers umzusetzen und gegenüber den Marktteilnehmern auch durchzusetzen. Dem Emittenten kann sie darüber hinausgehende börsenspezifische Anforderungen in Bezug auf Einhaltung von Regelwerken, Transparenz, Publizitätspflichten auferlegen, um eine Segmentierung zu erreichen. Diese Maßnahmen sollen dazu führen, dass eine hohe Liquidität im Wertpapierhandel - im sogenannten Sekundärmarkt - erzielt wird. Für diese Transaktionsabwicklung verlangt die Börse von den Marktteilnehmern entsprechende Gebühren. Eine Börse lebt natürlich nicht nur von den bestehenden Emittenten (Wertpapieren) sondern auch von Neuzugängen, wozu Börseneinführungen gehören. Um neue Emittenten zu gewinnen sind geeignete Maßnahmen umzusetzen, um frühzeitig angehende Börsenaspiranten für diese Handelsplattform bzw. für diesen Börsenplatz zu gewinnen. Bei der Rekrutierung neuer Emittenten steht die Börse nicht allein da. Sie kann auf Multiplikatoren wie Banken, Kapitalmarktberater, Politik oder institutionelle Investoren zurückgreifen, die in der Summe zu einem „gesunden Biotop“ für Börseneinführungen führen.

Es ist kein Geheimnis, dass die Anzahl der Neuemittenten in Deutschland im internationalen Vergleich zu gering ist. So wurde auf Initiative der Politik vor ca. einem Jahr bei der Deutschen Börse das Deutsche Börse Venture Network (DBNW) ins Leben gerufen, um bereits in einer frühen Phase der Wachstumsfinanzierung eine erste Bindung zu möglichen künftigen Börsenemittenten herzustellen. Die Kernaufgabe, die sich das DBNW gesetzt hat, ist ein „Matching“ zwischen kapitalsuchenden Unternehmen und institutionellen VC-Kapitalgebern zu schaffen. Dies beinhaltet eine VC-Transaktionsplattform, auf der die Marktparteien unkompliziert und anonym zusammenfinden können. Ein ähnliches

Konzept verfolgt die Londoner Stock Exchange im Rahmen des sogenannten „Elite Club Deals“. Bis Ende dieses Jahres soll diese Plattform existieren. Diese Plattform geht auf eine europäische Initiative zurück, die im Jahre 2012 an der Borsa Italiana ihren Ursprung fand. Auch hier war es erklärtes Ziel, ein „Matching“ zwischen VC-Gebnern und Wachstumsunternehmen herzustellen.<sup>1)</sup>

Für den Außenstehenden stellt sich zunächst einmal die Frage, woran sich der Erfolg dieser Initiativen bemessen lässt. Wie bereits beschrieben, soll eine Börse neue Emittenten für den öffentlichen Aktienhandel gewinnen. Dieses primäre Ziel ist bei diesen Initiativen nur indirekt zu erkennen. Vielmehr geht es darum, eine geschlossene Plattform für den vorbörslichen Handel unter qualifizierten Marktteilnehmern aufzubauen. Diese Zielsetzung ist aus unserer Sicht jedoch zu einseitig, denn ein Börsenplatz soll transparent und öffentlich sein und nicht nur einer geschlossenen Gruppe von wenigen Akteuren dienen. Diese Funktionen nehmen bereits die „Dark Pools“ größerer Banken oder die zahlreichen „online-Handelsplattformen“ ein, die in den letzten Jahren aufgrund ihrer fehlenden Transparenz zunehmend kritisiert werden. Sinnvoller und im Interesse eines funktionierenden Kapitalmarktes wäre es, diese „Venture-Initiativen“ mit der Zielsetzung zu verbinden, so viel wie möglich der jungen Wachstumsunternehmen zu einem Börsengang zu motivieren und damit möglichst bald allen Investoren offen zu stehen. Damit mehr Multiplikatoren helfen, neue Emittenten frühzeitig für den Kapitalmarkt fit zu machen, wäre Werbung für erfolgreiche Beispiele börsennotierter Aktiengesellschaften dringend notwendig. Dieser Aspekt kommt in den jetzigen Initiativen zu kurz.

<sup>1)</sup> Siehe „[www.elite-growth.com/en/contents/elite-club-deal](http://www.elite-growth.com/en/contents/elite-club-deal)“

## Die amerikanische Option

Seit 2013 sind vier deutsche Emittenten in Übersee an die Börse (NASDAQ bzw. New York Stock Exchange) gegangen. Zu den vier Emittenten gehören die voxeljet AG (Erstnotiz am 17.10.2013), Orion Engineering Carbon SA (Erstnotiz am 24.07.2014), Innocoll AG (Erstnotiz am 25.07.2014) und die Affimed Therapeutics BV (Erstnotiz am 12.09.2014). Bei den beiden letztgenannten handelt es sich um „rote“ Biotechnologieunternehmen mit der NASDAQ als Börsenplatzziel. Voxeljet sowie Orion wählten die New York Stock Exchange für die Notierungsaufnahme. Nach drei- bzw. zweijähriger Börsennotiz und erheblichen Vorschusslorbeeren beim IPO zeigt sich heute eine ernüchternde Aktienperformance dieser Emittenten. Beide Biotechnologieunternehmen mussten seit ihrer Erstnotiz deutliche Kurseinbrüche von über 40% hinnehmen. Die ursprüngliche Börsenkapitalisierung, die bei der Erstnotiz im Falle von Innocoll noch 178 Mio. US \$ und bei der Affimed noch 156 Mio. US \$ betrug, ist aktuell auf 100 bzw. 65 Mio. US \$ geschrumpft. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der voxeljet AG, die beim IPO noch eine Bewertung von 300 Mio. US \$ aufwies und nach einem extremen Kursschwund von rund 75% aktuell auf eine Marktkapitalisierung von rund 75 Mio. US \$ kommt. Allein das Spezialchemieunternehmen Orion konnte einen Wertzuwachs von rd. 10% erzielen und erreicht aktuell eine Marktkapitalisierung von 1,2 Mrd. US \$.

Da in den Fällen voxeljet, Innocoll und Affimed die Börsenkapitalisierung deutlich unter der für institutionelle Investoren wichtige Schwelle von 100 Mio. US \$ gefallen ist, wird es schwierig, künftige Kapitalmaßnahmen allein auf Basis dieser Investorengruppe durchzuführen. Auf die Alternative Privatanleger jetzt zurückzugreifen ist nahezu ausgeschlossen. Insbesondere bei nachhaltig kapitalsuchenden Biotechnologieunternehmen ist diese Situation fatal. Hinzu kommt, dass das amerikanische Kapitalmarktrecht gilt, was zu einem nicht zu unterschätzenden erheblichen Mehraufwand für Anwalts- und Prüfungskosten führt. Zwar gibt es für kleinere Wachstumsunternehmen im Rahmen des JOBS Act eine Schonzeit von fünf Jahren ab IPO, in der für diese Emittenten erleichterte Reportingpflichten gelten, doch diese fünf Jahre gehen schnell vorbei.

Solche Entwicklungen zeigen, dass sich der Emittent vor dem Börsengang ausführliche Gedanken machen muss, wie das Leben nach dem Börsengang aussehen kann und insbesondere was auf SmallCap-Emittenten bei einer negativen Kursentwicklung zukommt. Es ist sicherlich richtig, dass in diesen Fällen ein Ausschluss von US-Investoren den Börsengang gar nicht oder nur unter erheblichen Abstrichen realisierbar gemacht hätte. Dennoch bleiben Zweifel an der vielfach verbreiteten These, dass ein IPO in den USA grundsätzlich immer zu einer höheren Bewertung führt. voxeljet ist das beste Beispiel, dass diese Mutmaßung nicht zutrifft, da sein deutsches Pendant – SLM Solutions – nur sieben Monate später an der deutschen Börse mit einem Umsatz-Multiple von 7,1x notierte. Voxeljet erzielte ein EV/Umsatz-Multiple von 4,5<sup>1)</sup>. Auch SLM verzichtete bei seinem IPO nicht auf US-Investoren. In Deutschland kann die Emittentin diese Gruppe unter anderem über eine Privatplatzierung gemäß Rules 144a einbinden. Gerade dieses Beispiel zeigt, dass bei gleicher Branchenentwicklung die langfristigen Auswirkungen der Börsenplatzwahl berücksichtigt werden müssen.

Diese Entwicklungen zeigen, dass ein „foreign issuer“-Status in den USA im Nachmarkt Nachteile bringen kann und sich der IPO-Aspirant immer auch mit den langfristigen Vor- und Nachteilen im Sekundärmarkt befassen muss. Das geht über den Börsenplatz hinaus und sollte auch gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen beinhalten.

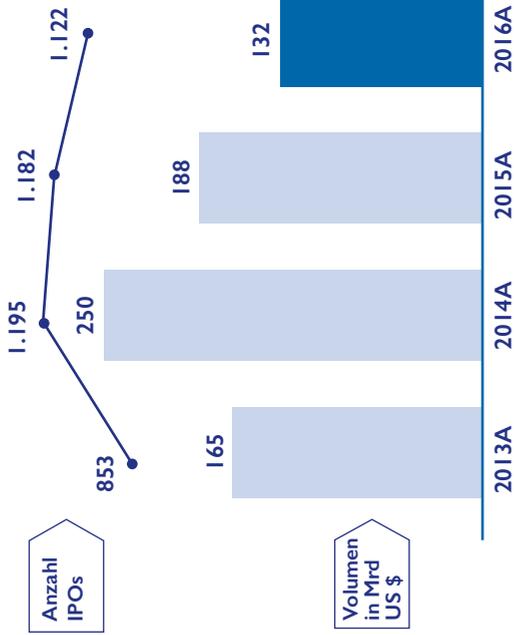
<sup>1)</sup> Basis bildet der erwartete Umsatz im Jahr des Börsenganges lt. Analystenstudien

# STATISTIKEN 2016

Das weltweite Emissionsvolumen ist seit 2014 rückläufig

## GLOBALE IPO AKTIVITÄTEN

### IPO AKTIVITÄTEN



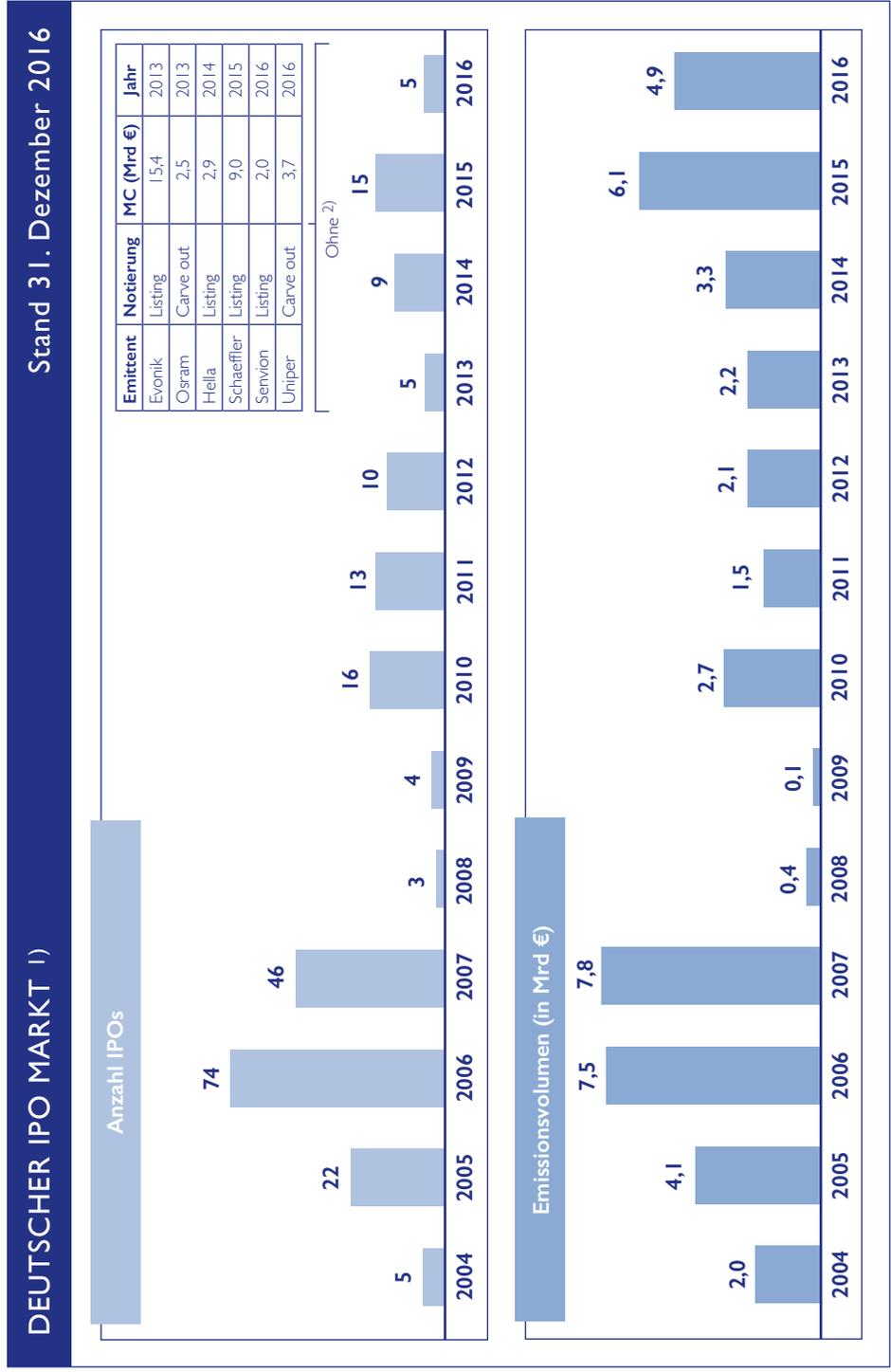
## Stand 31. Dezember 2016

### „TOP 10“ IPOs in 2016

Emittent	Datum	Land	Volumen in Mrd US \$	Branche
Postal Savings Bank of China	21.09.2016	China	7,6	Financials
innogy SE	06.10.2016	Germany	5,2	Utility
Kyushu Railway Co	17.10.2016	Japan	4,0	Industrials
DONG Energy A/S	09.06.2016	Denmark	3,0	Utility
Nets A/S	23.09.2016	Denmark	2,4	Financials
Samsung BioLogics Co Ltd	03.11.2016	South Korea	2,0	Healthcare
ConvaTec Group PLC	26.10.2016	UK	1,9	Industrials
China Resources Pharm Ltd	21.10.2016	Hong Kong	1,9	Healthcare
China Zheshang Bank Co Ltd	21.03.2016	China	1,9	Financials
Bank of Shanghai Co Ltd	11.10.2016	China	1,6	Financials

Quelle: Thomson Financial

## 2016 war bezüglich der Anzahl der IPOs wieder zurückhaltend



1) ohne Listings, inkl. ausgeübter Mehrzuteilungsoption bis Stichtag

2) Notierungsaufnahmen ohne vorgelagertem öffentlichen Angebot (hier > 1,0 Mrd € Marktkapitalisierung bei der Erstnotiz)

Quelle: B-FA Datenbank

# Innogy war das seit langem größte IPO

## IPOS IN DEUTSCHLAND 2016

Stand 31. Dezember 2016

Emittent	Industrie	Erstnotiz	Marktsegment	Umsatz <sup>1)</sup> in Mio €	EBIT <sup>1)</sup> in Mio €	Preisspanne	Ausgabepreis	PV <sup>2)</sup> in Mio €	MC <sup>3)</sup> in Mio €	Konsortialführer
B.R.A.I.N. AG	Industrielle Bio-technologie	09.01.2016	Prime Standard	25,7	-4,6	9,00 € - 12,00 €	9,00 €	32,5	147,7	ODDO SEYDLER
Decheng Technology AG	Polyurethanhersteller	26.06.2016	General Standard	69,8	24,2	Festpreis 3,50 €	3,50 €	2,6	107,6	ACON Aktienbank AG
va-Q-tec AG	Thermische Isolation	30.09.2016	Prime Standard	22,5	0,4	11,20 € - 13,40 €	12,30 €	86,2	164,3	Berenberg, MainFirst Bank
innogy SE	Energieversorgung	07.10.2016	Prime Standard	45.568,0	3.050,0	32,00 € - 36,00 €	36,00 €	4.641,5	20.000,0	Deutsche Bank, Goldman Sachs
Shop Apotheke Europe N.V.	Internet-Apotheke	13.10.2016	Prime Standard	125,6	-8,8	28,00 € - 35,00 €	28,00 €	114,9	253,9	Berenberg, Citigroup

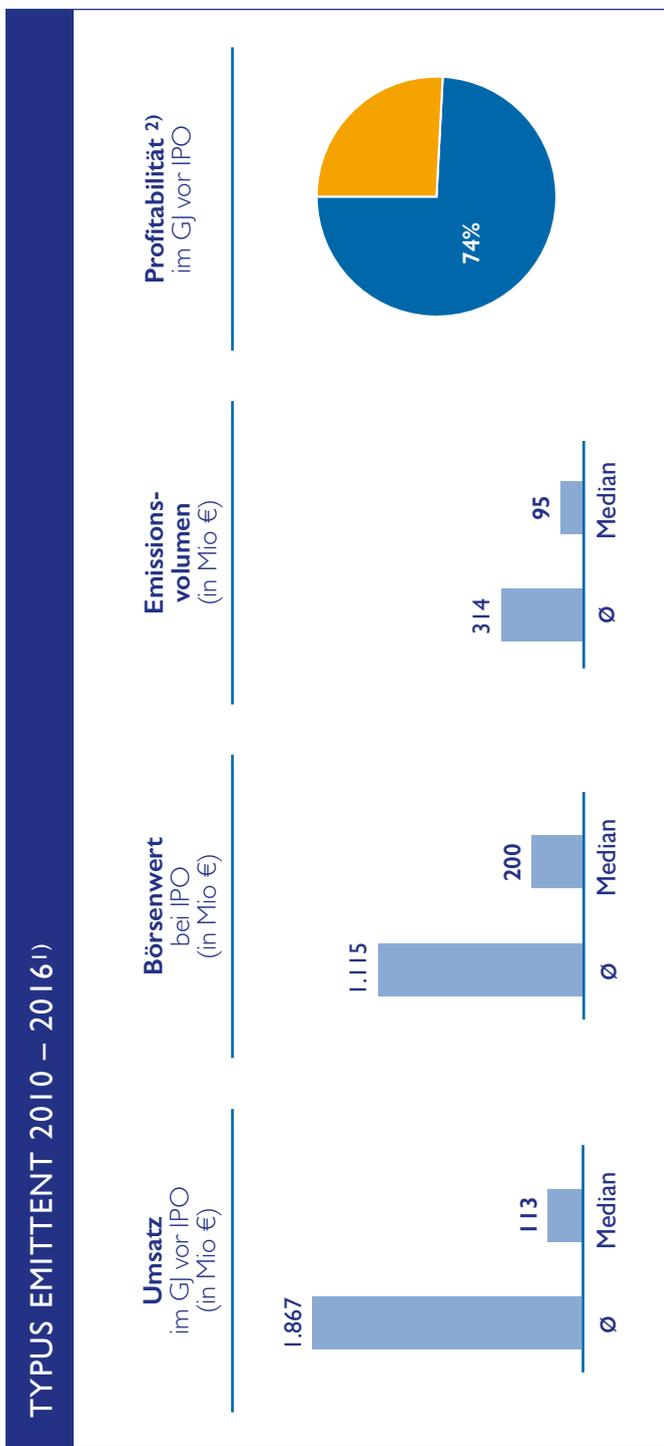
1) Im Geschäftsjahr vor Börsengang

2) Platzierungsvolumen inkl. ausgeübter bzw. geplanter Mehrzeutoption (Greenshoe)

3) Marktkapitalisierung zum Ausgabekurs

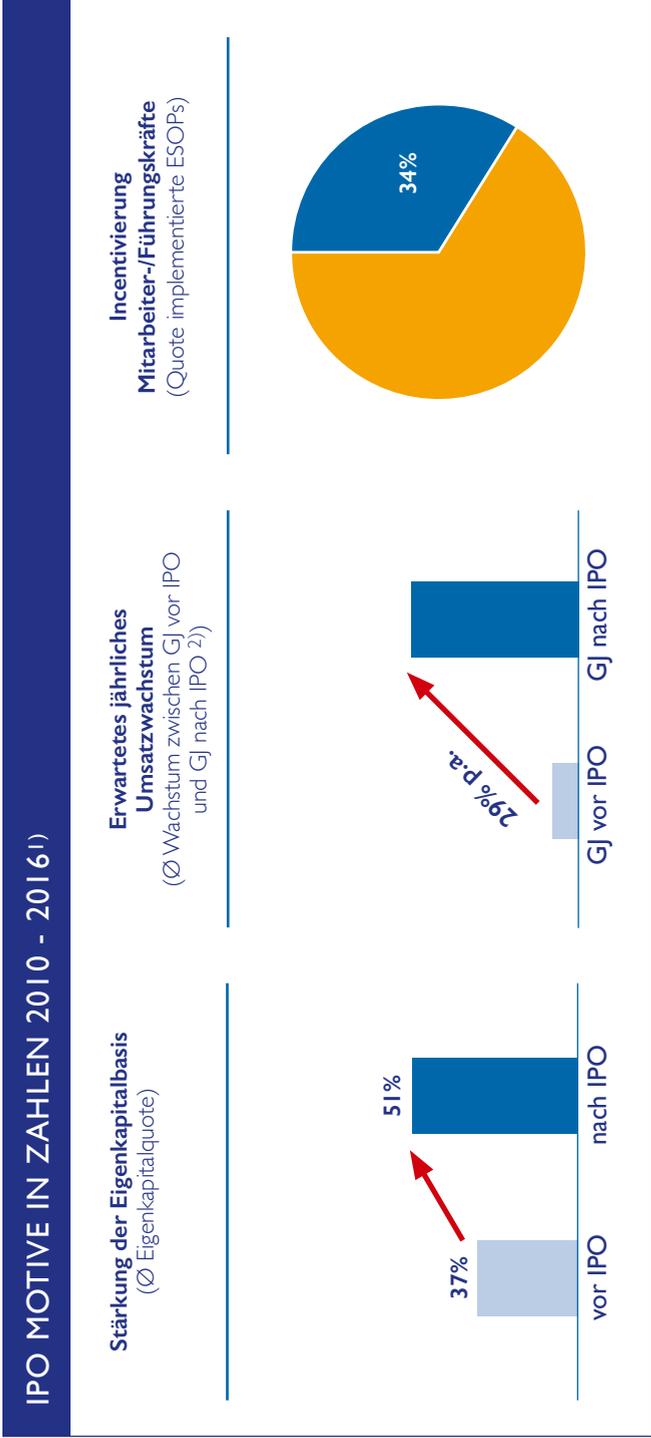
Quelle: Unternehmensmitteilungen, Wertpapierprospekt

Der typische IPO-Kandidat erzielt einen Umsatz von 113 Mio €, platziert ein Volumen von 95 Mio €, wird mit ca. 200 Mio € bewertet und ist profitabel



1) 73 Börseneinführungen seit 2010 - 2016  
 2) Nachsteuerergebnis  
 Quelle: Datenbank B-FA

# Eigenkapitalstärkung, Wachstumsfinanzierung und Mitarbeiterbeteiligungen sind die wesentlichen Ziele für den Börsengang



1) 73 Börseneinführungen seit 2010 – 2016

2) Quellen bilden Analystenschätzungen zum Zeitpunkt des IPO, jährliche Wachstumsrate wurde als CAGR ermittelt, GJ: Geschäftsjahr  
Quelle: Datenbank B-FA

## Viele unserer Mandanten nutzen den Kapitalmarkt sehr erfolgreich

BEISPIELE B-FA-MANDANTEN AM KAPITALMARKT		STAND 31. DEZEMBER 2016							
in Mio €		Kennzahlen bei IPO				Aktuelle Kennzahlen			
Mandant	IPO	Umsatz im Gj vor IPO	Börsenwert @ IPO	Umsatz 2015	CAGR (1)	Börsenwert (31.12.2016)	CAGR (1)	Index-zugehörigkeit	
	20.12.1985	121	134	2.809	11%	4.083	12%	MDAX	
	01.10.1996	39	60	935	17%	977	15%	MDAX	
	06.11.1997	24	128	198	12%	347	5%	TecDAX (bis Dez. 2016)	
	03.03.2000	131	262	564	10%	4.844	20%	MDAX	
 CARL ZEISS MEDITEC	19.07.2002 <sup>2)</sup>	205	284	1.040	12%	2.854	18%	TecDAX	
 DATA GROUP IT-BERATUNG & SOLUTIONS	14.09.2006	30	18	157	18%	169	25%	-	
 HYPOPORT THE FINANCE INTEGRATOR	29.10.2007 <sup>3)</sup>	26	92	139	20%	480	20%	SDAX	

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

2) „Cold IPO“; d.h. Verschmelzung auf ein börsennotiertes Vehikel

3) „Safe IPO“; d.h. Notierungsaufnahme ohne öffentliches Angebot

Quelle: Datenbank B-FA, Thomson Financial



**BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY**

Römerstraße 109 | 71229 Leonberg  
BOX 1338 | 71203 Leonberg

**T** + 49 (0) 71 52.61 01 94.0

**F** + 49 (0) 71 52.61 01 94.9

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

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