

WER FINANZIERT DEN DIGITALEN UMBRUCH?

NEUE GESCHÄFTSMODELLE UND DIE ROLLE DES KAPITALMARKTES

VON PROF. DR. WOLFGANG BLÄTTCHEN UND UWE NESPETHAL

ABSTRACT

Technologische Umbrüche in unterschiedlichen Branchen führen zu einem hohen Investitionsbedarf auch für Familienunternehmen. Dieser wird aber nur zu einem vergleichsweise geringen Teil über die Börse finanziert. Zum einen liegt das daran, dass besonders in den USA große Venture-Finanzierungsrunden außerbörslich stattfinden und vorbörsliche Milliardenbewertungen („Unicorns“) möglich geworden sind. Zum anderen liegt die Börse als Finanzierungsplattform in ebenfalls technologieaffinen Ländern wie Deutschland weitgehend brach. Der Gegensatz zu den Zeiten des Neuen Marktes könnte kaum deutlicher sein. Das neue Marktsegment „Scale“ der Deutschen Börse soll den Einstieg an den Kapitalmarkt wieder attraktiver machen. Es richtet sich allerdings mehr an traditionelle mittelständische Unternehmen und weniger an Technologieunternehmen.

I. EINFÜHRUNG

Wir befinden uns seit einigen Jahren in einem neuen Technologiezyklus, der die Industrie in einen Umbruch versetzt. Die Digitalisierung der klassischen Industrie (Industrie 4.0) oder der Einzug der FinTech-Applikationen im Banken- und Kreditwesen bringen neue digitale Geschäftsmodelle zum Vorschein. Etablierte Dienstleistungen, Fertigungsverfahren oder Produkte können komplett durch neue digitale Lösungen ersetzt werden. Besonders im Fokus stehen auch digitale Social-Media-Konzepte, die durch die globale Vernetzung in kürzester Zeit ein Milliardenpublikum auf sich ziehen können und damit ein Umsatzpotenzial in gleicher Höhe besitzen (Facebook, Airbnb, Uber, Snap). „Industrie 4.0“ ermöglicht erhebliche Effizienzgewinne in der flexiblen Entwicklung und Fertigung. Damit wird die Umsetzung von Individuallösungen in kleinsten Losgrößen wirtschaftlich möglich. Die Umstellung der Industrien auf diese neue Herausforderung kostet natürlich Geld. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PwC hat errechnet, dass die Digitalisierung der deutschen Industrie ein jährliches Investitionsvolumen von 40 Mrd. Euro bis ins Jahr 2020¹ erfordert. Aber nicht nur die Digitalisierung der Industrie ist ein Thema, sondern auch die sogenannte Biologisierung der Industrie führt zu

grundlegenden Umbrüchen vor allem in der chemischen oder in der Pharmaindustrie. Dabei geht es um den kompletten Austausch chemischer Verfahren oder Produkte durch biologische, die immense Kostenvorteile und Effizienzgewinne versprechen². Den Anstoß für diese Entwicklung brachten die Durchbrüche der letzten zehn Jahre in der Gentechnologie, die es ermöglicht, durch gezielte Eingriffe in das Erbgut Stoffwechselprozesse zu steuern oder gewünschte Eigenschaften hervorzubringen. Die „weiße“ Biotechnologie zählt zu den wichtigen Anwendern und brachte in wenigen Jahren eine Reihe von erfolgreichen Unternehmen hervor. Auch die „rote“ Biotechnologie gehört dazu, die durch die Gentechnik in die Lage versetzt wurde, neue Therapieansätze – wie die Immuntherapie – zu entwickeln.

Für jeden Venture-Investor sind diese Geschäftsmodelle sehr anziehend, da sie hohe Renditen versprechen. Tatsächlich hat sich in den letzten Jahren eine hoch kapitalisierte, internationale VC-Szene gebildet, die sich auf solche Geschäftsmodelle konzentriert und dafür Finanzierungsrunden im dreistelligen Millionenbereich zur Verfügung stellt. Dabei sind Investoren bereit, ihr Investment länger als früher im Portfolio zu halten, bevor ein Börsengang in Erwägung gezogen wird³. Diese Strategie hat zur Konsequenz, dass die wesentliche Wertsteigerung vor dem IPO von den VC-Investoren mitgenommen wird. Für Social Media-Investoren geht die Meinung sogar so weit, dass ein IPO erst ab einer Bewertung von 1 Mrd. Euro Sinn

1 PricewaterhouseCoopers (2014): Industrie 4.0: Chancen und Herausforderungen der vierten industriellen Revolution. <https://www.strategyand.pwc.com/reports/industrie-4-0>, besucht am 26.06.2017.

2 Festel, G. et. al. (2012): „Industrial biotechnology - Markets and industry structure“. In: Journal of Commercial Biotechnology 18 (1).

3 Die Haltedauer der vorbörslichen Investments von VC-Gesellschaften bei US-Tech-IPOs hat sich von durchschnittlich sechs Jahren (1995–2004) auf aktuell zehn Jahre (2010–2015) verlängert. Zugleich erhöhte sich die mittlere „Pre-IPO-Umsatzgröße“ der Erstemittenten in den beiden Zeiträumen von 18 Mio. USD auf 97 Mio. USD. Nachzulesen hier: Schiffrin, F. (2015): „Apple was a middle market company once“. <https://www.unigestion.com/publication/apple-was-a-middle-market-company-once/>, besucht am 03.05.2017.

INHALT

- I. Einführung
- II. Der deutsche IPO-Markt
- III. 20 Jahre Neuer Markt – New Economy und Börse
- IV. Scale: Börsensegment für Tech-Emittenten
- V. Einschätzung: digitaler Umbruch und Kapitalmarkt

Der deutsche IPO-Markt 1997–2016

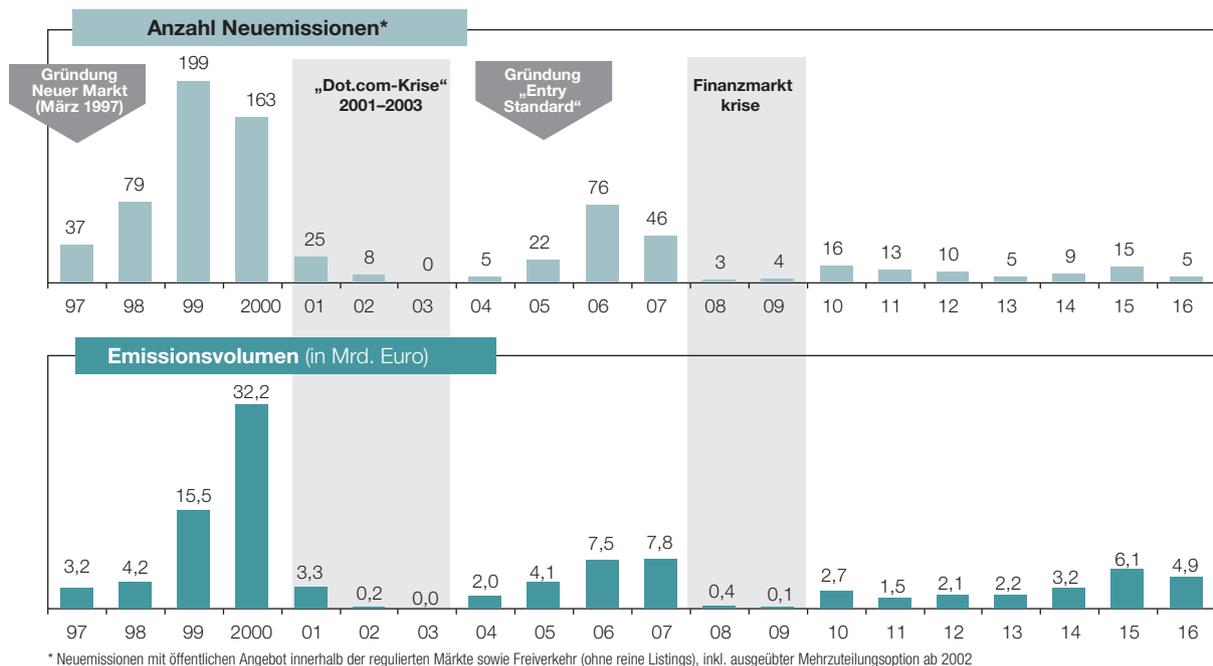


Abb. 1: (Blättchen Financial Advisory), Stand 31.12.2016

macht. Facebook oder Snap sind die bekanntesten Beispiele, die einen Börsengang mit einer Bewertung jenseits der 10 Mrd. US-Dollar durchführten. Airbnb, Palantir oder Uber werden seit Langem als IPO-Kandidaten gehandelt, die den Schritt an die Börse bewusst hinauszögern, da sie ihren immensen, jährlichen Finanzierungsbedarf durch große Finanzierungsrunden decken können. Auffällig ist dabei, dass der US Kapitalmarkt für diese Themen offen steht. Das Biotop aus der Vernetzung zwischen Ideenindustrie, VC-Finanzierung und öffentlichem Kapitalmarkt scheint dort gut zu funktionieren. Deutschland braucht sich in Bezug auf neue Ideen nicht zu verstecken. So ist laut „startup-compass“ Studie Berlin im Jahr 2015 zur Nummer eins vor dem Silicon Valley als dynamischster Standort weltweit in der digitalen Startup-Szene aufgestiegen⁴. Auch München und Stuttgart haben sich als attraktive Standorte für Tech-Startups einen weltweiten Ruf erarbeitet. Demnach scheint die Seed- und VC-Finanzierung auch hier zu funktionieren. Die Deutsche Börse AG engagiert sich zusehends für die jungen Wachstumsunternehmen. So wurde im Jahr 2015 das *Deutsche Börse Venture Network* ins Leben gerufen, um bereits in einer frühen Phase der Wachstumsfinanzierung eine erste Bindung zu künftigen Börsenkandidaten herzustellen. Zugleich rief die Deutsche Börse im März 2017 ein neues Börsensegment mit dem Namen „Scale“ als Ersatz für den bis dahin bestehenden „Entry Standard“ für kleine und mittelgroße Emittenten ins Leben, das den digitalen Umbruch über die Börse finanzieren sollen. Aber wie aufnahmebereit ist der deutsche Kapitalmarkt für diese neuen Geschäftsmodelle?

II. DER DEUTSCHE IPO-MARKT

Im Jahr 2016 fanden nur fünf IPOs statt. Zwar konnte ein Emissionsvolumen von rd. 4,9 Mrd. Euro erzielt werden, jedoch 95 % von einem Emittenten (innogy SE). Zurückblickend sind einstellige Emissionszahlen nur in schweren Rezessionen eingetreten (siehe Abbildung 1). Da wir uns aber aktuell in einer konjunkturellen Boomphase befinden und die Rahmenbedingungen für Aktieninvestments nicht besser sein können, ist die Emissionszurückhaltung vermutlich strukturell bedingt. Der letzte „IPO-Boom“ fand im Zeitraum 2005–2007 statt mit insgesamt über 140 Neuzugängen. Die größte Euphorie fand jedoch in den Jahren 1997–2001 statt, in dem über 500 IPOs gezählt werden konnten. Der Börsengang der Deutschen Telekom im Jahr 2016, die Gründung des Neuen Marktes sowie die Aufbruchsstimmung in den TMT-Branchen⁵ initiierte diesen Boom.

Der gegenwärtige Techzyklus machte sich im Jahr 2014 am deutschen IPO-Markt bemerkbar, in dem nach einer fast siebenjährigen Pause wieder junge Techunternehmen den Börsengang schafften. Dem 3D-Druckerhersteller SLM Solutions gelang es im Mai 2014, mit einem Emissionsvolumen von 180 Mio. Euro an der Frankfurter Börse durchzustarten. Im selben Jahr zogen der Onlinehändler Zalando mit einem Volumen von 605 Mio. Euro und der Internetinkubator Rocket Internet mit einem Emissionsvolumen von 1,4 Mrd. Euro nach. Diese beiden Emittenten konnten eine Börsenkapitalisierung von über 1 Mrd. Euro erzielen. Dieser „magische“ Wert wurde nochmals von Scout 24 im Jahr 2015 erreicht. Insgesamt haben acht ➤

4 Startup Genom (2017): „The 2015 Global Startup Ecosystem Ranking“. <https://startup-ecosystem.compass.co/ser2015/>, besucht am 03.05.2017.

5 TMT: Telekommunikation, Medien und Technologie

Deutsche Tech-IPOs seit 2013

Emittent	IPO Datum	Branche	Börsenplatz*	Währung**	MC@ IPO in Mio.***	PV in Mio.****	KE-Quote*****	Gründungs-jahr	Umsatz***** in Mio. Euro	EBIT***** in Mio. Euro
voxeljet AG	17.10.2013	3D-Drucker	NYSE	USD	300	97	100%	1999	9	1
SLM Solutions Group AG	09.05.2014	3D-Drucker	FSE	EUR	324	180	42%	2011	22	0
Innocoll AG	25.07.2014	Biotechnologie	NASDAQ	USD	178	59	100%	1997	4	9
Affimed Therapeutics BV	12.09.2014	Biotechnologie	NASDAQ	USD	156	50	100%	2000	1	-10
Zalando SE	01.10.2014	Onlinehandel	FSE	EUR	5.341	605	87%	2008	1.762	-114
Rocket Internet AG	02.10.2014	Internet Inkubator	FSE	EUR	6.504	1.404	100%	2007	73	-13
Probiodrug AG	23.10.2014	Biotechnologie	Euronext	EUR	106	30	87%	1997	0	-10
Ferratum Oyj	06.02.2015	Mobile Kredite	FSE	EUR	369	111	43%	2005	58	7
windeln.de AG	06.05.2015	Onlinehandel	FSE	EUR	470	183	54%	2010	101	-12
Scout24 AG	01.10.2015	Internetplattform	FSE	EUR	3.228	1.025	22%	1998	342	35
curetis N.V.	11.11.2015	Dialyse	Euronext	EUR	159	48	100%	2007	0	-10
BRAIN AG	09.01.2016	Weiß Biotechnologie	FSE	EUR	148	32	97%	1993	26	-5
Shop Apotheke Europe N.V.	13.10.2016	Internetapotheke	FSE	EUR	254	115	87%	2001	126	-9
TRIVAGO N.V.	16.12.2016	Internetplattform	NASDAQ	USD	2.587	287	100%	2005	493	-48

* Börsenplatz der Erstnotierung (NYSE: New York Stock Exchange; FSE: Frankfurter Wertpapierbörse); ** Aktienwährung; *** Marktkapitalisierung zum IPO-Ausgabekurs in der jeweiligen Aktienwährung; **** Platzierungsvolumen inkl. ausgeübter Mehrzuteilungsoption (Greenshoe) in der jeweiligen Aktienwährung; ***** Kapitalerhöhungsquote; ***** Im Geschäftsjahr vor Börsengang

Abb.2: (Quelle: Unternehmensmitteilungen, Wertpapierprospekt)

Tech-Emittenten einen erfolgreichen IPO an der deutschen Börse durchgeführt und in der Summe über 3,7 Mrd. EUR platziert.

Jedoch ist der deutsche Börsenplatz nicht für alle jungen Tech-Emittenten die erste Wahl. Sechs in Deutschland ansässige Techunternehmen wählten ausländische Börsen für ihre Erstnotiz. Den Anfang machte der 3D Druckerhersteller Voxeljet AG bereits im Jahr 2013 mit einer Notierungsaufnahme an der New York Stock Exchange (NYSE). Es folgten zwei Biotechunternehmen (Innocoll, Affimed) sowie die Hotelsuchplattform Trivago an der NASDAQ. Die Innocoll AG nahm wie Voxeljet AG den direkten Weg über die Ausgabe von ADS⁶. Dagegen wurde bei Affimed und Trivago die US-Notierung über eine gegründete holländische Holding indirekt vollzogen. Weitere Emittenten waren das Biotechunternehmen Probiodrug im Jahr 2014 über eine direkte Notierung und im Jahr 2015 das Diagnostikunternehmen Curetis über ein indirektes IPO. Sie wählten den europäischen Börsenverbund Euronext. Damit konnten seit dem Jahr 2013 insgesamt 14 deutsche Techunternehmen den öffentlichen Kapitalmarkt für ihre weitere Wachstumsfinanzierung nutzen, indem sie rd. 4,0 Mrd. Euro beim IPO platzierten. Im gleichen Zeitraum sind an den US-Börsen 460 Techunternehmen mit einem Volumen von rd. 98 Mrd. USD platziert worden. An den paneuropäischen Börsensegmenten Euronext und Alternext waren es immerhin 59 IPOs und rd. 5,0 Mrd. Euro. Trotz einer pulsierenden deutschen

Venture-Szene ist das Going-public für Techunternehmen die zweite Wahl der Wachstumsfinanzierung.

Ein Grund für die IPO-Zurückhaltung in Deutschland kann in der zunehmenden Regulierung für börsennotierte Unternehmen vermutet werden. Die immer komplexer werdenden IFRS-Regelungen für die Bilanzierung überfordern die Ersteller. Die gesetzliche Pflichtpublizität für börsennotierte Unternehmen (Ad hoc-Mitteilungen, Insiderregelungen, Director's Dealings) sind in den letzten Jahren deutlich umfassender geworden und Verstöße unterliegen empfindlichen Strafen. Mit dem Inkrafttreten der MAR⁷ im Juli 2016 gelten diese Vorschriften auch für Emittenten im Freiverkehr. Hinzu kommt, dass von der Politik zunehmend neue Themen Eingang in den Verantwortungsbereich börsennotierter Unternehmen finden (Genderregelungen, Vorstandsvergütungsbericht, Entsprechenserklärung über den DCGK etc.). Die neueste EU-Gesetzesvorgabe ist die Einführung eines Nachhaltigkeitsberichtes, der für kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften ab dem Geschäftsjahr 2017 verpflichtend wird. Danach sind ausführliche Angaben über deren Leistungen in den Bereichen Umwelt, Menschenrechte, Korruptionsbekämpfung und Vielfalt in Führungsgremien im Geschäftsbericht oder auf der Website zu machen. Zudem droht noch die Einführung der amerikanischen „Conflict-Minerals-Vorschriften“⁸.

6 American Depositary Share

7 Europäische Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation)
8 Aktuelle Diskussion als EU-Richtlinie als Berichtspflicht für EU-börsennotierte Unternehmen bezüglich der Verwendung bestimmter Rohstoffe

Branchentypologie des Neuen Marktes im Rückblick

Branche	IPOs		Emissionsvolumen*		Börsenwert*	
	#	in %	in Mrd. Euro	in %	in Mrd. Euro	in %
IT	147	43%	11,7	46%	46,9	51%
Technologie	79	23%	4,8	19%	13,7	15%
Medien	47	14%	2,4	9%	7,7	8%
HealthCare	34	10%	2,2	9%	7,3	8%
Sonstiges	22	6%	2,5	10%	9,6	10%
Telekom	16	5%	2	8%	7,4	8%
Summe	345	100%	25,6	100%	92,7	100%

* zum IPO-Ausgabekurs

Abb.3: (Quelle: B-FA Datenbank)

Zugleich wird es Privatanlegern durch einen überzogenen Anlegerschutz immer schwerer gemacht, sich direkt in Aktien zu engagieren. Das im Jahr 2011 eingeführte AnsFuG⁹, das für Anlageberater eine Empfehlung für ein Aktiendirektinvestment wirtschaftlich unattraktiv macht, ist nur ein Beispiel. Der dramatische Rückgang der Anzahl an Anlegern, die direkt Aktien halten, von 2,3 Millionen im Jahr 2010 auf nur noch 1,5 Millionen Personen im Jahr 2015 ist sicherlich eine Folge.

Die zunehmende Regulierung ist jedoch nicht nur ein deutsches Problem. Die Einführung von strengen Regelungen im Bereich Corporate Governance wie der „SarbanesOxley-Act“ (SOX) im Jahre 2002 in den USA führten dazu, dass IPOs kleinerer Emittenten deutlich zurückgingen. Weil die Anforderungen besonders junge Unternehmen vor beinahe unüberwindbare Hürden stellten, wurde im Jahr 2012 der „Jobs-Act“¹⁰ verabschiedet. Er entbindet kleinere Unternehmen teilweise von Nachweispflichten und vereinfacht Berichtspflichten. Die Folge war in den Jahren 2013-2014 eine Verdoppelung der IPO-Zahlen aus den Wachstumsindustrien Healthcare und Technologie¹¹. Ein „Jobs-Act“ in Deutschland könnte Ähnliches bewirken.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das deutsche Ökosystem Kapitalmarkt nicht optimal funktioniert. In Deutschland existiert erfreulicherweise ein sehr lebhaftes Umfeld für Hightech-Neugründungen. Zugleich erfordert die Digitalisierung der Industrie immense Investitionen auch bei etablierten Unternehmen. Für die Finanzierung dieser Herausforderungen steht die Börse jedoch im Abseits, obwohl sie Unabhängigkeit und dauerhafte Finanzierungsoptionen eröffnet. Die Eintrittskarte in die Unabhängigkeit ist durch eine zunehmende Regulierung teurer geworden, jedoch kann sie gerade für junge Techunternehmen der Schlüssel für den langfristigen Erfolg sein. Wie eine IPO-Finanzierung bei vergleichsweise hohen Transparenzanforderungen an die Emittenten funktioniert, zeigte der IPO-Techboom Ende der 90er-Jahre. Während die Unternehmer damals die Aktiengesellschaft als notwendiges Übel akzeptierten und die Vorteile der Börsennotierung

(Bekanntheitsgrad, Fungibilität, Nachfolgeregelung, Mitarbeiterbeteiligung, Akquisitionswährung) hoch gewichteten, steht heute die schnelle Verfügbarkeit privaten Wagniskapitals im Mittelpunkt. Mit Ausnahme des Biotech-Sektors, wo die Akteure einen dichten Regulierungsrahmen gewohnt sind und der Kapitalbedarf mit hohen Risiken langjährige Eigenkapitalzuführungen erzwingt, versuchen die heutigen Innovationsunternehmen, eine Börseneinführung so lange wie möglich hinauszuzögern und beschränken die risikoreiche Teilnahme an ihrer immensen Wertschöpfung für ein breites Publikum auf den Endspurt.

III. 20 JAHRE NEUER MARKT – NEW ECONOMY UND BÖRSE

Am 10. März 1997 startete der Neue Markt mit den Emittenten Mobilcom und Bertrand¹² und führte zu einem bis dahin in Deutschland beispiellosen IPO-Boom. In den Jahren seines Bestehens von 1997 bis 2003 fanden in diesem Segment 345 IPOs mit einem Emissionsvolumen von 25,6 Mrd. Euro statt. Damit zog der Neue Markt in diesen Zeitraum 68 % der Emissionen und 44 Prozent des Volumens des gesamten deutschen IPO-Marktes auf sich. Ein neuer Unternehmenstypus setzte sich durch: die sogenannte „New Economy“ mit den Wachstumsbereichen Telekommunikation, Medien, Internet, Biotechnologie. Der Neue Markt entwickelte sich zur erfolgreichsten von mehreren europäischen Initiativen, innovative Wachstumsunternehmen anzusprechen (EASDAQ in Brüssel, AIM in London, Nouveau Marché in Paris, NMAX in Amsterdam). Vorreiter sämtlicher Initiativen war die US-Börse NASDAQ, die weltweit größte Wachstumsbörse mit mehr als 5.500 notierten Unternehmen. Der IPO galt bei Unternehmen und Investoren als Königsweg zur Eigenkapitalbeschaffung, obwohl erhebliche Pflichten (Quartalsberichte, internationale Rechnungslegung nach US-GAAP oder IAS, Rechtsform, gesetzlich reguliertes Segment) notwendig wurden, die zu dieser Zeit in Deutschland eher ungewöhnlich und in manchen Punkten strenger als die der NASDAQ waren. Darüber hinaus siebte die Börse über einen „Neuer Markt-Ausschuss“ die Anwärter anhand strenger Kriterien aus. ➔

9 Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 5. April 2012
 10 Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act. <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>, besucht am 03.05.2017.
 11 Statista (2017): IPOs 2011: 125; 2012: 128; 2013: 222 ; 2014: 275. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/166972/umfrage/anzahl-der-boersen-gaenge-in-den-usa-seit-dem-jahr-1999/>, besucht am 03.05.2017.

12 Die Börseneinführung von Bertrand fand bereits 1996 statt. Am 10.03.1997 erfolgte ein Segmentwechsel vom Geregelten Markt in den Neuen Markt.

Die 345 Neuer Markt-Emittenten wiesen zum Zeitpunkt ihrer Erstnotierung eine mittlere Marktkapitalisierung von rd. 270 Mio. EUR auf und platzierten durchschnittlich 74 Mio. Euro. Im Median reduzieren sich die Zahlen auf 129 Mio. Euro bzw. 41 Mio. Euro. Im Geschäftsjahr vor dem IPO erzielten die Emittenten einen mittleren Umsatz von 35 Mio. Euro (Median 14 Mio. Euro). Im Vergleich zum erzielten Börsenwert lag das Umsatz-Multiple (Median) beim 8,6-Fachen. 60 % der Emittenten konnten im Geschäftsjahr vor dem Börsengang ein positives Nettoergebnis ausweisen. Diese Zahlen zeigen, dass der Neue Markt – wie von seinen Initiatoren bezweckt – ein Segment für junge Wachstumsunternehmen darstellte. Die damalige Wachstumsbranche Informationstechnologie (IT) war das Schwergewicht unter den Emissionen, das 43 % der Emittenten bzw. 46 % des Emissionsvolumens einnahm.

Die 14 deutschen Tech-Emittenten seit dem Jahr 2013 weisen im Vergleich dazu eine mittlere Kapitalisierung beim IPO von 1,4 Mrd. Euro aus und platzierten durchschnittlich 300 Mio. Euro. In der Median-Rechnung verringern sich die Zahlen jedoch auf 290 Mio. Euro bzw. 110 Mio. Euro. Der erzielte Umsatz im Geschäftsjahr vor IPO beträgt 216 Mio. Euro (Median 42 Mio. Euro). Gegenüber den Neuer Markt-Emissionen zeigt sich eine deutliche Zunahme der Werte. Der Umsatzmultiplikator (Median) ist mit dem 7,9-Fachen ähnlich groß, jedoch reduziert sich die Relation, wenn die Biotechnologiewerte herausgenommen werden, auf das 6,0-Fache. Aufgrund der Biotechnologielastigkeit fällt die Profitabilitätsquote im Geschäftsjahr vor dem IPO mit 36 % geringer aus. Der Vergleich zeigt, dass „Hightech-IPOs“ heute in einem deutlich späteren Stadium erfolgen.

Die Enttäuschungen mit dem Ausklang des Neuen Marktes ist die eine Seite, die leider heute noch sehr ausgeprägt ist. Die andere Seite ist aber, dass der Neue Markt Erfolgsgeschichten hervorbrachte: United Internet (TecDAX, MC¹³ 8,0 Mrd. Euro), Quia-gen (TecDAX, MC 6,0 Mrd. Euro), Mobilcom-Freenet (TecDAX, MC 3,8 Mrd. Euro), Bertrandt (SDAX, MC 0,9 Mrd. Euro) oder Aixtron (TecDAX, MC 0,4 Mrd. Euro) nehmen heute eine wichtige Stellung in der jeweiligen Industrie ein und sind u.a. zu den höchstkapitalisierten Werten in ihren Aktienindizes geworden. Zugleich darf auch nicht vergessen werden, dass die damalige Technologieblase ein weltweites Phänomen war und von den traditionellen Telekommunikationsunternehmen verursacht wurde. Daher überrascht es auch nicht, dass allein die Deutsche Telekom (IPO 1996) im Zeitabschnitt ihres Bewertungshöhepunkts im März 2000 und ihrer danach einsetzenden Kurskonsolidierung bis Februar 2002 gewaltige 245 Mrd. Euro an Marktbewertung verlor. Die 345 notierten Neuer Markt-Emittenten schafften es, im gleichen Zeitraum einen Börsenwert von „nur“ 177 Mrd. Euro zu vernichten. Die Konsequenzen der Initiatoren waren unterschiedlich: Die Deutsche Börse schloss das Segment. Die Londoner AIM ist weiterhin sehr dynamisch bei Neuemissionen und die NASDAQ notiert genauso wie der TecDAX auf ihrem „alltime high“. Im März 2017 hat der TecDAX zum ersten Mal seit 2001 (damals noch NEMAX) wieder die Marke von 2.000 Punkten erreicht. Er wurde im März 2003 ins

Leben gerufen und belegt das Interesse an deutschen Tech-Unternehmen.

IV. SCALE: BÖRSENSEGMENT FÜR TECH-EMITTENTEN

Zwanzig Jahre danach unternimmt die Deutsche Börse einen neuen Vorstoß für ein KMU-Segment. „Scale“ soll die Börseneinführung für kleinere Unternehmen wieder attraktiv machen. Die Deutsche Börse ersetzte am 1. März 2017 den Entry Standard für Aktien- und Anleihenotierungen durch das Mittelstandsegment „Scale“. Der Entry Standard wurde im Jahr 2005 eingeführt, um ein Qualitätseinstiegssegment innerhalb des Freiverkehrs (Open Market) anzubieten¹⁴. Ein Emittent musste gegenüber dem Freiverkehr zwar erhöhte Zulassungs- und Folgepflichten erfüllen, jedoch waren diese im Vergleich zu den regulierten Segmenten (Prime Standard, General Standard) lockerer. So konnten die Finanzberichte weiterhin nach HGB aufgestellt werden und Vorschriften des WPHGs¹⁵ und des WpÜG¹⁶ galten nicht. Dieses Konzept konnte überzeugen, denn jede dritte Börseneinführung (34 % bzw. 76 IPOs) in den Jahren 2005–2016 fand im Entry Standard statt. Dabei lag das IPO-Emissionsvolumen bei 2,4 Mrd. Euro. Im Februar 2011 wurde der Entry Standard auch für Unternehmensanleihen geöffnet. Am Ende umfasste das Segment insgesamt etwa 145 Aktiennotierungen, die den Zugang durch IPOs, technische Listings oder durch einen Segmentswechsel erreichten, sowie über 50 Anleihen mit einem Volumen von ca. 2,0 Mrd. Euro.

Scale führt grundsätzlich das Konzept des mittelstandsfreundlichen Einstiegssegments für Aktien und Anleiheemittenten fort. Laut den Initiatoren richtet sich das Segment an kleine und mittlere Unternehmen, die einen wachsenden Investitionsbedarf aufgrund der Themen Industrie 4.0 und Digitalisierung haben, ohne dass eine Sektor- oder Branchenspezifikation vorgesehen ist. Zudem spricht Scale vor allem die Anlegergruppen der kleineren institutionellen Investoren, Vermögensverwalter, Family Offices und Privatanleger an. Das Segment orientiert sich an den MiFID-II-Vorgaben für zertifizierte „SME-Growth Markets“ zur Förderung von kleinen und mittleren Unternehmen in der Europäischen Union¹⁷. Die Einführung des neuen Segments hatte Änderungen zur Folge, die sowohl die bisherige Marktstruktur innerhalb des Open Market als auch die in den bisherigen für den Entry Standard geltenden Zulassungs- und Folgepflichten betreffen.

Der Open Market besteht nun aus einem i) Quotation Board, einem ii) Basic Board sowie dem iii) Qualitätssegment Scale. Das Quotation Board steht nur für ein Zweitlisting von Aktien offen, d.h. es können nur Aktien aufgenommen werden, die bereits an einer anerkannten in- oder ausländischen Börse zugelassen sind. Das Basic Board ist quasi das Auffangbecken für in Scale notierte Emittenten. Die Aufnahme in Scale erfolgt gleichzeitig mit Einbeziehung in das Basic Board. Dies hat zur

14 Der Londoner „AIM“ oder der Pariser „Alternext“ waren fast zeitgleiche europäische Initiativen, ein nicht EU-reguliertes Börseneinstiegssegment anzubieten.

15 Wertpapierhandelsgesetz

16 Wertpapierübernahmegesetz

17 Vgl. Deutsche Börse AG, „Fragekatalog zu Scale, das neue Listing Segment“. http://www.kapital-fuer-ihre-zukunft.com/wp-content/uploads/2017/02/FAQ_Scale_Deutsch.pdf, besucht am 26.04.2017.

13 MC: Marktkapitalisierung zum 30 März 2017

Folge, dass mit einer Notierungsbeendigung in Scale der Emittent automatisch ins Basic Board fällt. Die zuvor im Entry Standards gelisteten Emittenten, die die Voraussetzungen für Scale nicht erfüllen oder keinen Antrag auf Aufnahme in das KMU-Segment stellen, bleiben im Basic Board gelistet. Im Gegensatz zum Entry Standard gelten erweiterte Zulassungsvoraussetzungen, die auch quantitative Kennzahlen beinhalten. Für die Zulassung von Aktien muss der Emittent folgende Größenkriterien erfüllen:

- Mindestumsatz von 10 Mio. Euro,
- positiver Jahresüberschuss,
- positives Eigenkapital von mindestens 5 Mio. Euro,
- mindestens 20 Mitarbeiter,
- Mindestkapitalisierung von 30 Mio. Euro zum Zeitpunkt der Einbeziehung,
- Mindeststreubesitz von 1 Million Aktienstücke.

Im Falle einer prospektfreien Privatplatzierung für Aktien (technisches Listing) ist die Erstellung eines Wertpapierprospekts nicht mehr notwendig, wenn der Emittent ein sogenanntes „Einbeziehungsdokument“ vorlegt. Gegenüber der bisherigen Regelung ist dies eine Erleichterung, da eine Notierungsaufnahme nur mit gebilligtem Wertpapierprospekt erfolgen durfte. Die Mindestangaben im Einbeziehungsdokument sind wesentlich verkürzter als die in einem Wertpapierprospekt¹⁸. Das Dokument wird für die Dauer von mindestens fünf Jahren auf der Website der Börse veröffentlicht. Grundsätzlich gilt eine Unternehmenshistorie von mindestens zwei Jahren. Daher müssen der Börse Jahresabschlüsse und Lageberichte nach IFRS oder nationalen Rechnungslegungsstandards (HGB) des Emittenten der letzten zwei Geschäftsjahre übermittelt werden. Ferner sind Halbjahresabschlüsse vorzulegen, wenn die Antragstellung mehr als zehn Monate nach Ablauf des letzten Geschäftsjahres erfolgt. Bei öffentlichen Angeboten hat der Emittent einen von der Zulassungsstelle (BaFin) gebilligten Wertpapierprospekt einzureichen, der dem Regime des WPPG¹⁹ unterliegt. Die darin enthaltenen Abschlüsse können auch nach HGB aufgestellt werden.

Der Antrag auf Einbeziehung in das Segment ist zusammen mit einem von der Börse zugelassenen antragstellenden Capital Market Partner (CMP) zu stellen. Der antragstellende CMP kann nur ein Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut sein. Dieser hat unter anderem gegenüber der Börse auf Grundlage einer angemessenen *Financial* und *Legal Due Diligence* zu bestätigen, dass der Emittent für das Segment geeignet ist, die Mindestkennzahlen erfüllt, die Organe über hinreichende Sachkunde oder Erfahrung zur Ausübung ihrer jeweiligen Funktionen verfügen und dass Risiko- und Compliance-Strukturen existieren. Zudem gibt es noch betreuende CMPs, die zusätzlich auch Anwälte und Wirtschaftsprüfer sein dürfen und für die Beratung bei Einhaltung der Transparenzpflichten verantwortlich sind. Daher muss zwischen dem Emittent und einem betreuenden CMP während der gesamten Dauer der Einbeziehung in das KMU-Segment ein Beratungsvertrag bestehen.

Der Börse ist ferner bei Antragsstellung ein initialer Analystenreport vorzulegen, der von einem von der Deutschen Börse AG ausgewählten Research Provider (Edison) erstellt wird. Der Emittent muss dem Analysten die notwendigen Informationen sowohl für die erstmalige Erstellung als auch für regelmäßige Aktualisierungen („follow-up“) zur Verfügung stellen. Beim Follow-up-Research unterscheidet die Börse zwischen einem qualitativen Report, der von Edison erstellt wird, und einem quantitativen Research, der von Morningstar angeboten wird. Der Edison-Report, der zweimal jährlich erscheint, soll eine qualitative Beschreibung und Einschätzung des Geschäftsmodells auf Basis eines persönlichen Gesprächs, der Analyse der Unternehmensdaten sowie des Wettbewerbs- und Marktumfelds liefern. Morningstar veröffentlicht einen täglichen Bericht über den Emittenten anhand von zwölf Kennzahlen. Diese Reports werden auf der Website der Deutschen Börse der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt. Dieses Konzept ist zu begrüßen, da von Banken erstellte bzw. beauftragte Analystenreports bisher nur ausgewählten, institutionellen Investoren zugänglich gemacht wurden. Privatanleger oder kleinere Vermögensverwalter hatten hier immer das Nachsehen. Darüber hinaus ist es bei Small Cap-Unternehmen sehr selten geworden, dass ein aktives Analysten-Coverage aus wirtschaftlichen Gründen langfristig erfolgt. Ein fehlendes Coverage hatte zur Folge, dass ein Engagement neuer Investoren schwieriger war und die Liquidität der Aktie darunter litt. Für Emittenten blieb als Ausweg nur noch das Auftrags-Research. Hier setzt ein Kritikpunkt am Konzept der Börse an, die Analyse bei lediglich zwei Dienstleistern zu beauftragen. Der Emittent kann weitere Analysten beauftragen, was im IPO-Prozess von größeren Emissionsbanken auch angeboten wird.

Nach der erfolgten Zulassung der Aktien oder Anleihen sind folgende Einbeziehungsfolgepflichten vom Emittenten zu erfüllen:

- Übermittlung des geprüften Jahresabschlusses und Lageberichts innerhalb von sechs Monaten nach Ende des Berichtszeitraums,
- Übermittlung des Halbjahresabschlusses und Zwischenlageberichts innerhalb von vier Monaten nach Ende des Berichtszeitraums,
- Übermittlung der erforderlichen Informationen für die Erstellung der Research Report Updates an den von der Deutschen Börse beauftragten Research Provider; bei Anleihen die Übermittlung eines Unternehmens- oder Anleiheratings,
- Fortlaufende Aktualisierung und Übermittlung des Unternehmenskalenders,
- Durchführung einer Analysten- und Investorenkonferenz (mindestens einmal jährlich),
- Ad hoc-Mitteilungen, Directors' Dealings, Insiderlisten sowie Mitteilung von wesentlichen Veränderungen in Bezug auf den Emittenten oder die einbezogenen Wertpapiere an die Deutsche Börse AG.

Der Emittent ist aber weiterhin vom WpÜG²⁰ und dem aktienrechtlichen Regime für regulierte Börsensegmente befreit. Eine Besonderheit, die die Börse für Emittenten innerhalb von »

¹⁸ Vgl. Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutschen Börse AG für den Freiverkehr

¹⁹ Wertpapierprospektgesetz

²⁰ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Scale anbietet, ist die Nutzung des Direktplatzierungstools „Direct Place“. Dabei handelt es sich um die bereits in der Vergangenheit mehrfach eingesetzte Xetra-Zeichnungsfunktionalität²¹, die vor allem Retail-Investoren bei Aktien- oder Anleiheemissionen einbindet. Dabei können interessierte Anleger während der Zeichnungsfrist Online-Zeichnungsaufträge über ihre depotführende Bank abgeben, die automatisch in ein zentrales Orderbuch gehen. Das Buch kann der Emittent jederzeit zusammen mit der begleitenden Bank einsehen. Am Schluss kann der Emittent entscheiden, welche Orders zugeteilt werden. Der Vorteil ist, dass die depotführende Bank des Zeichners nicht im Konsortium des Emittenten sein muss. Da fast alle Banken an das Xetra-Handelssystem der Frankfurter Börse angeschlossen sind, kann beinahe jeder Investor vorbörslich zeichnen. Zugleich sorgt die Börse mit einem maßgeschneiderten Mediapaket dafür, dass die Platzierung (IPO, Follow-on) eine erhöhte Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit erhält.

Die Kosten für die Einbeziehung in Scale bestehen aus einer Grundgebühr von 20.000 Euro zuzüglich einer variablen Vergütung abhängig von der Marktkapitalisierung²². Die jährlichen Notierungsgebühren betragen für Aktien 20.000 Euro und für Anleihen 10.000 Euro²³. Im Vergleich zum Entry Standard haben sich die Gebühren mehr als verdoppelt.

V. EINSCHÄTZUNG: DIGITALER UMBRUCH UND KAPITALMARKT

Bis Ende März 2017 sind 38 Aktienemittenten in Scale gelistet, das heißt, von den Ende Februar 2017 registrierten 145 Entry Standard-Werten sind ca. 26 % gewechselt. Dass bisher im Schnitt nur jeder vierte Emittent gewechselt ist, liegt auch an den gestiegenen Kosten. Scale ist auf den ersten Blick kein Segment für Hightchemittenten, da Mindestgrößen für Umsatz, Kapitalausstattung und Ertrag gelten. Damit fallen Emittenten aus der Biotechnologie heraus, die durch das Geschäftsmodell bedingt in den ersten Jahren rote Zahlen ausweisen und deutlich weniger als die geforderten 10 Mio. Euro Mindestumsatz generieren. Auch potentielle IPO-Kandidaten mit Geschäftsmodellen der Digitalisierung werden sich schwer tun, in diesem Segment einen Börsengang zu starten. Zwar werden viele der Gesellschaften die drei der fünf quantitativen Mindestaufnahmekriterien erfüllen, jedoch strahlt das Image des KMU-Segments nicht deren Corporate Identity aus. Sie bleiben im Prime Standard, der jedoch von nun an erhöhte gesetzliche Transparenzanforderungen stellt.

Dennoch ist das neue Börsensegment Scale attraktiv für Emittenten aus dem klassischen Mittelstand und für Familienunternehmen, die weiterhin nach HGB und ohne Entsprechenserklärung berichten wollen und vor allem eine stark diversifizierte Investorenschaft ansprechen möchten, die Privatanleger einschließt. Das „Pflichtresearch“ mag zwar die Notierungskosten erhöhen, jedoch ist es gerade in diesem Small Cap-Segment wichtig, langfristiges Coverage sicherzustellen. Der bisherige Entry Standard-Emittent erzielte im Geschäftsjahr vor seinem IPO einen Umsatz von 11 Mio. Euro (Median). Der

Börsenwert bei IPOs im Median lag bei 41 Mio. Euro. Beim Börsengang konnte ein Emittent im Mittel 32 Mio. Euro (Median 8 Mio. Euro) platzieren. Diese Zahlen verdeutlichen, dass ein solches Segment wichtig ist, denn es eröffnet den Zugang zum Kapitalmarkt für den klassischen kleineren KMU-Emittenten und schafft begünstigte Investitionsmöglichkeiten für Anleger unterhalb der großen, institutionellen Investoren, die sich kaum noch für das Small Cap-Segment interessieren. Es reicht aber nicht für große Kapitalbeschaffungsmaßnahmen. Ein Musterbeispiel für diesen Emittententypus ist die Datagroup AG, die im Jahr 2006 mit einem Emissionsvolumen von 4,5 Mio. Euro und einem Börsenwert von 18 Mio. Euro im Entry Standard startete. Der IT-Dienstleister erzielte im Geschäftsjahr vor dem IPO einen Umsatz von 30 Mio. Euro. Durch eine Akquisitionsstrategie und unter Ausnutzung der mit der Notierungsaufnahme geschaffenen fungiblen Aktien schaffte die Gesellschaft zehn Jahre später, den Umsatz (30.09.2016) auf 175 Mio. Euro zu erhöhen. Die Börse bewertet das jetzt seit 1. März 2017 in Scale als SE-firmierendes Unternehmen mit rd. 240 Mio. Euro.

Die deutsche Industrie steht vor großen finanziellen Herausforderungen, die Digitalisierung und in manchen Branchen auch die Biologisierung zu meistern. Dabei herrscht kein Mangel an Ideen, diese Umbrüche auch zu gestalten, denn Start-ups schießen in deutschen Metropolen wie Pilze aus dem Boden und die Industrie hat innovative Konzepte in ihren Schubladen. Der öffentliche Kapitalmarkt kann diesen technologischen Umbruch finanzieren, wie es bereits 14 Tech-Emittenten seit 2013 gezeigt haben. Leider suchten nicht alle den heimischen Börsenplatz auf, sondern fanden an US- oder europäischen Börsen den Zugang. Das neue Börsensegment Scale kann dazu beitragen, den Einstieg in den Kapitalmarkt für kleine Unternehmen und Familienunternehmen attraktiver zu machen. Ein weniger reguliertes Einstiegssegment hat auch aus internationaler Erfahrung seine Berechtigung. Techunternehmen werden aber eher den Frankfurter Prime Standard oder andere Börsenplätze außerhalb Deutschlands aufsuchen. ♦



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist Geschäftsführender Gesellschafter der Blättchen Financial Advisory GmbH und seit 30 Jahren als unabhängiger Berater für Kapitalmarktstrategien aktiv. Er ist aktives Mitglied in Aufsichts- und Beiräten börsennotierter sowie privater Unternehmen.

Uwe Nespethal gehört seit der Gründung der Blättchen Financial Advisory im Jahr 2010 zu den Partnern. Er ist verantwortlich für zahlreiche Kapitalmarkttransaktionen und Projekte rund um die Themen Börse und langfristige Finanzierungsstrategien.

KEYWORDS

Börsensegment Scale • Digitaler Umbruch • Kapitalmarkt • New Economy

²¹ Siehe unseren Beitrag „Zeichnungsfunktionalitäten der Börsen“ in FUS Lexikon 03/2014, Seite 121.

²² Beispielweise würde das Entgelt bei einer Marktkapitalisierung von 100 Mio. Euro inkl. der Grundgebühr 51,5 Tsd. Euro betragen

²³ Vgl. Gebührenordnung der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutschen Börse AG für den Freiverkehr, Stand 01.03.2017