

## KOLUMNENSAMMLUNG

---

Blättchen Financial Advisory

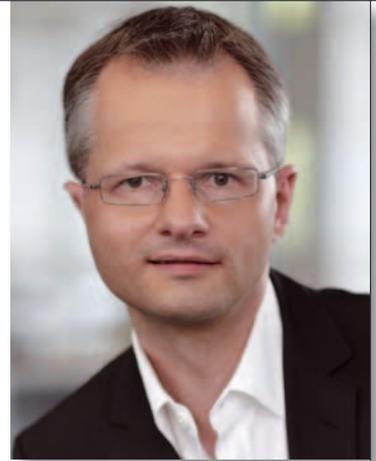


BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

# INHALT

	Vorwort	5
01/17	Neues Börsensegment für den Mittelstand: ein erster Schritt in die richtige Richtung	8
02/17	Weniger ist manchmal mehr	10
04/17	Neuer Markt: 20 Jahre danach	12
06/17	Emittentenschwund an den Börsen – nicht nur ein deutsches Phänomen	16
08/17	Rechtsform und Börseneinführung	18
10/17	Was kommt nach der Erstnotiz?	22
12/17	Technologie beflügelt	24
12/17	Interview: 20 Jahre Aixtron Börsenjubiläum	26
	Statistiken 2017	30-37





Liebe Freunde unseres Hauses,

das Jahr 2017 war ein Jahr der Tech-Unternehmen. Der Technologieindex TecDAX stieg in 12 Monaten über 37% und stellte den DAX mit 11% und den MDAX mit 17% deutlich in den Schatten. Man konnte wieder Geld mit IPOs verdienen! Obwohl die Anzahl mit 11 Börseneinführungen unterhalb des Potentials von ca. jährlichen 20-25 IPO liegt, erzielten Erstzeichner im Schnitt eine Rendite von 12%. Unter den fünf Tech-IPOs liegt die Zeichnungsrendite sogar bei über 16%. Zu den 11 IPOs sind drei weitere Neuzugänge hinzuzurechnen, die den Gang auf das Parkett durch ein Listing ohne öffentliches Angebot vollzogen. Darunter zwei Emittenten, die zeitlich kurz vor der Notierungsausnahme eine Privatplatzierung vornahmen. Diese Variante des „Safe-IPOs“ scheint zunehmend Befürworter unter Emittenten und Investmentbanken zu gewinnen. In den drei Jahren zuvor waren es sieben weitere „Safe-IPO“ Emissionen, die rd. 1,5 Mrd. € im Vorfeld platzierten. Nachteilig an dieser Variante bleibt, dass Privatanleger bei der Emission außen vor bleiben.

Erfreulicherweise ist den Akteuren vor allem im Segment der SmallCap Unternehmen bewusst, dass Privatanleger, worunter auch Mitarbeiter des Unternehmens gehören, Garanten für eine „liquide“ Aktie sind. So bietet die Deutsche Börse dieser Emittentengruppe eine privatanlegerfreundliche Zeichnungsfunktion an, die nicht nur für den

Zugang zum neuen SmallCap-Segment „Scale“ offen steht, sondern auch für den „Prime Standard“, der vor allem für Tech-Unternehmen relevant ist. Es ist den Emittenten mehr Mut zu wünschen, Privatanleger bei der Erstemission zu berücksichtigen.

Mitarbeiterbeteiligung vor und während der Börseneinführung hat für Tech-Unternehmen eine besondere Bedeutung, denn vor allem die US-Benchmarks (Facebook, etc.) gehen mit diesem Incentivierungsinstrument nicht stiefmütterlich um. Beteiligungsprogramme werden oftmals in einem sehr frühen Stadium des Unternehmens aufgelegt oder zumindest versprochen und erhöhen die Gehälter beträchtlich. Bei einem geplanten Börsengang können die Programme auf einen Schlag beachtliche finanzielle Verpflichtungen erreichen, die das Projekt „IPO“ durchaus gefährden können. Eine zeitliche Streckung der Forderungen ist daher unbedingt notwendig, was wiederum einen Interessenausgleich zwischen den Begünstigten, den Altinvestoren und natürlich den IPO-Investoren erfordert. Eine Börsennotierung bringt als Vorteil zusätzliche Instrumente wie Stock Options, um diese zeitliche Streckung abzubilden und den Interessenkonflikt zu lösen. Rund 40% der Emittenten der letzten Jahre haben kapitalmarktorientierte Beteiligungsprogramme aufgelegt. Diese Quote wird mit Zunahme an Tech-IPOs sicherlich steigen.

Im März 2017 konnten wir eine bezugsrechtlose Barkapitalerhöhung unseres langjährigen Mandanten CARL ZEISS MEDITEC mit einem Volumen von € 317 Mio. begleiten. Das Unternehmen ist eine unserer erfolgreichsten Börseneinführungen, die vor 15 Jahren durch ein sogenanntes „Cold-IPO“ und einer Marktkapitalisierung von rd. € 300 Mio. sein Börsendebüt feierte. Heute liegt der Marktwert bei beachtlichen € 4,5 Mrd. und die Aktie notiert im TecDAX. Dies ist nur ein Beispiel für viele unserer Emittenten, die den Gang an die Börse erfolgreich für sich und für die Aktionäre nutzen konnten.

2017 war zugleich das 20-jährige Jubiläum des Neuen Marktes. Die Geschichte dieser Marktinitiative ist bekannt. Jedoch ist vielleicht folgende Statistik in eigener Sache für unsere Leser interessant: Zweidrittel sämtlicher IPOs, also 511 von 751 IPOs, an den deutschen Börsen in den letzten 20 Jahren fanden im Neuen Markt statt. Viele von denen existieren auch heute noch und sind wie CARL ZEISS MEDITEC oder AIXTRON sehr erfolgreich!

Wir freuen uns Ihnen zum Jahreswechsel diese kleine Sammlung unserer im Going Public Magazin erschienenen Kolumnen über aktuelle Kapitalmarktthemen zukommen zu lassen. Wir bedanken uns bei allen Geschäftspartnern, der seit 20 Jahren erfolgreichen Going Public Media Gruppe und allen Freunden unseres Hauses für die angenehme Zusammenarbeit. Unsere guten Wünsche zum Neuen Jahr begleiten Sie.

Leonberg, im Januar 2018



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GMBH

## Neues Börsensegment für den Mittelstand: ein erster Schritt in die richtige Richtung

Die überraschende Ankündigung der Deutschen Börse auf dem Eigenkapitalforum den „Entry Standard“ durch ein Mittelstandssegment neu zu orientieren und zu ersetzen, ist ein notwendiger und längst überfälliger Schritt, um sich um das Problem des schwächelnden, deutschen IPO Marktes zu kümmern. Auch wenn das neue Segment auf den ersten Blick inhaltlich mit Ausnahme des von der Deutschen Börse in Auftrag gegebenen Analystenresearchs und des Direktplatzierungstools „Direct Place“ nur wenige Neuerungen zum bestehenden Entry Standard aufweist, so zeigt das bisherige überwiegend positive mediale Echo, dass der Kapitalmarkt diesen Vorstoß erwartete. Die Zielgruppe für dieses Segment sind vor allem mittelständisch geführte Unternehmen und damit auch Familienunternehmen, die aufgrund der hohen Aufwendungen für die Umstellung und das regelmäßige Reporting nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften (IFRS) ihre Abschlüsse weiterhin nach HGB ausstellen und sich in einer börsennotierten AG nicht mit den Vorschriften der Entsprechenserklärung beschäftigen wollen. Laut Pressemitteilung der Deutschen Börse werden auch Unternehmen angesprochen, „die sich bei Investoren bereits bewährt haben“<sup>1)</sup>. Wenn die entsprechenden Einbeziehungsunterlagen nicht zu aufwendig sind, wird man auch wieder mehr Listings sehen.

Das neue Segment soll am 01. März 2017 starten, also fast tagesgenau zum Gründungstag des Neuen Marktes vor 20 Jahren am 10. März 1997. Im Unterschied zum Neuen Markt ist das neue KMU-Segment kein klassisches Wachstumssegment, da nur Emittenten mit einem Mindestumsatz, einer Mindestkapitalausstattung und einer positiven Ertragshistorie den Zugang erhalten. Damit fallen allerdings interessante Emittenten aus der kapitalintensiven Biotechnologie aus dem Raster; die durch das Geschäftsmodell bedingt, in den ersten Jahren rote Zahlen ausweisen und deutlich weniger als die geforderten 10 Mio. EUR Mindestumsatz generieren. Manch potentieller IPO-Kandidat, der sich auf der im Jahr 2015 gegründeten Deutsche Börse Venture Network Plattform tummelt, wird sich schwer tun, in diesem Segment einen Börsengang zu starten.

1) Pressemitteilung vom 21. November 2016 der Deutschen Börse AG

Zwar werden viele der Gesellschaften die drei der fünf quantitativen Mindestaufnahmekriterien erfüllen, jedoch strahlt das Image des KMU-Segments nicht deren „Corporate Identity“ aus. Daher wäre es angebracht, für diese VC finanzierten Wachstumsunternehmen einen passenden „Hightech-Wachstums-Hafen“ für den ersten Schritt an dem öffentlichen Kapitalmarkt anzubieten, das dem Chancen-/ Risikoprofil sowie der Besonderheit der Zielgruppe in der Außendarstellung Rechnung trägt. Sonst bleibt nur der Prime Standard.

Geben wir dem neuen Segment eine Chance sich am Markt zu bewähren. Die Gefahr, dass damit erneut eine „Tech-Bubble“ entsteht, ist gering. Die europaweite „Tech-Bubble“ im Jahr 2000 kam weniger von den damaligen Internetemittenten, sondern vielmehr von den „old school“ Telekommunikationsunternehmen. Daher überrascht es auch nicht, dass allein die Deutsche Telekom (IPO 1996!) im Zeitabschnitt ihres Bewertungshöhepunktes im März 2000 und ihrer danach einsetzenden Kurskonsolidierung bis Februar 2002 gewaltige 245 Mrd. € an Marktbewertung verlor. Die über 300 notierten „Neue Markt“ Emittenten schafften es, im gleichen Zeitraum einen Börsenwert von „nur“ 177 Mrd. € zu vernichten. Vielleicht lernt auch die Presse bei ihrer Berichterstattung über das Segment endlich einmal diese zwei Phänomene nicht permanent zu vermischen, verwechseln und falsch zu interpretieren. Der TecDax als Nachfolger des NEMAX hat seit seiner Auflegung im März 2003 sich immerhin um 439% verbessert und bewegt sich wie die amerikanischen Tech-Börsen auf einem „all-time High“. Mit Eigenkapital kann man gewinnen und verlieren.

## Weniger ist manchmal mehr

In einem kürzlich publizierten Aufsatz über die Kapitalmarktkommunikation der Siemens AG sticht eine Statistik besonders hervor, wonach sich in den letzten 25 Jahren die Seitenanzahl des Geschäftsberichts exponentiell vervielfacht hat<sup>1)</sup>. Danach umfasste der Bericht für das Geschäftsjahr 1990 noch 54 Seiten, zehn Jahre später verdoppelte sich die Seitenzahl auf 108 und weitere 10 Jahre später explodierte sie regelrecht auf über 370 Seiten. Der Siemens-Geschäftsbericht ist durchaus exemplarisch für die Mehrzahl der im DAX notierten Emittenten und leider auch für geringer kapitalisierte Unternehmen. So umfassen beispielsweise die Geschäftsberichte für das Jahr 2015 der im MDAX notierten DÜRR AG 236 Seiten (1999 noch 77 Seiten), der im TecDAX notierten Nemetschek SE 228 Seiten (1999 noch 32 Seiten) und der im SDAX notierten ElingKlinger AG 220 Seiten (2000 noch 47 Seiten).

Zu den Hauptgründen für diese Seitenexplosion zählen die Einführung von zahlreichen neuen regulativen Vorgaben sowie umfangreichen Pflichtangaben zu neu entdeckten Themengebieten. Insbesondere erreichten in den letzten Jahren die IFRS-Rechnungslegungsvorschriften einen Umfang, die es für die Anwender immer schwieriger macht, sie in der Vollständigkeit noch zu überblicken. Mittlerweile existieren über 1.500 Einzelvorschriften, die in den Anhangsangaben zu berücksichtigen sind. Besonders umfangreich sind die Vorgaben über Finanzinstrumente, Anteile an anderen Unternehmen, Beziehungen zu nahestehenden Personen oder Leistungen an Arbeitnehmer. So verlangt die Bilanzierung aufgelegter Aktienoptionsprogramme nicht nur vom Ersteller tiefgreifende Kenntnis in der Finanzmathematik und Buchungstechnik, sondern auch vom Adressaten. Inzwischen hat nunmehr jeder Regulator (EU, IASB oder DRSC) seine eigenen, oftmals redundanten Vorschriften zu den verschiedenen, rechnungslegungsbezogenen Vorgängen. Dies führt beim Anwender aus Vorsicht vor der Prüfstelle (DPR) dazu, dass die Maximalanforderung der einzelnen Institutionen übernommen wird, und der Umfang der berichtenden Inhalte sich immer weiter aufbläht.

Ein weiterer Grund für den „Informations-Overload“ ist, dass von der Politik zunehmend neue Themen Eingang in das jährliche Reporting finden (Genderregelungen für Organe, Vorstandsvergütungsbericht, Entsprechenserklärung über das DCGK etc.). Leider wurde

1) Vgl. Thomas/Schmitz/Wagner: „Adressatengerechte Kapitalmarktkommunikation als unternehmensindividuelle Managementverantwortung“ erschienen in ZfbF Heft 4 im Dezember 2016; S. 447-471

damit eine Wettbewerbsspirale unter den politischen Akteuren und Interessensgruppen in Gang gesetzt, immer neue Themen draufzusatteln. Beispielweise war es dem Gesetzgeber besonders wichtig, die Offenlegung der Vorstandsbezüge jedes einzelnen Mitgliedes per Gesetz durchzusetzen, um eine Mäßigung der Vergütungsentwicklung zu erreichen<sup>2)</sup>. Dieser erhoffte Effekt kann rückblickend zumindest auf DAX Ebene nicht beobachtet werden<sup>3)</sup>. Die neueste, gutgemeinte EU-Gesetzesvorgabe ist die Einführung eines sogenannten Nachhaltigkeitsberichtes, der für kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften ab dem Geschäftsjahr 2017 verpflichtend wird. Danach sind ausführliche Angaben über deren Leistungen in den Bereichen Umwelt, Gesellschaft, Mitarbeiter, Menschenrechte, Korruptionsbekämpfung und Vielfalt in Führungsgremien im Geschäftsbericht oder auf der Homepage zu machen. Zudem droht noch die Einführung der amerikanischen „Conflict-Minerals-Vorschriften“<sup>4)</sup>.

Bei all diesen Entwicklungen muss die Frage gestellt werden, ob die Adressaten der Geldgeber die zur Verfügung gestellte Informationsmenge auch umfänglich nutzen und sofern diese genutzt wird, auch in die Lage versetzt, ihre Entscheidungsfähigkeit zu verbessern. Die Erfahrung zeigt, dass Privatanleger sich bei ihren Anlagenentscheidungen weniger am Geschäftsbericht sondern mehr an den Aussagen und Meinungen der Finanzpresse orientieren. Bei institutionellen Investoren, Analysten und Wirtschaftspresse dient in erster Linie der direkte Kontakt zum Emittent (Vorstand, IR-Manager) als primäre Informationsquelle<sup>5)</sup>. Bisher fanden wir in den Analystenstudien auch keine ausführlichen Abhandlungen zu den im Geschäftsbericht ausgeführten bilanziellen Bewertungsansätzen, zum Vergütungsbericht oder Genderregelungen, die für die Anlageempfehlung relevant wurden. Es scheint, dass der Grenznutzen mit zunehmender Informationsmenge abnimmt und die Entscheidungsqualität nicht besser wird. Hier muss unbedingt ein Umdenken beginnen, denn die Informationserstellung ist nicht kostenlos. Für angehende Börsenaspiranten schreckt dieser Aufwand immer mehr ab, da es die Kosten des „Being Public“ laufend erhöht. Warum dann über ein „Going Public“ nachdenken?

2) Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG) vom 3. August 2005

3) Durchschnittliche Pro Kopf Vergütung 1999-2004: CAGR 11%; 2010-2015: CAGR 13%  
(Quelle: Statista, eigene Berechnungen)

4) Aktuelle Diskussion als EU Richtlinie als Berichtspflicht für EU-börsennotierte Unternehmen bezüglich der Verwendung bestimmter Rohstoffe

5) Siehe DAI Studie „Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre“ Dezember 2014

## Neuer Markt: 20 Jahre danach

**A**m 10. März 1997 startete der Neue Markt mit MOBILCOM und BERTRANDT und führte zu einem bis dahin in Deutschland beispiellosen Börsengangsboom mit jährlich über 100 Börseneinführungen in diesem Segment. Ein neuer Unternehmenstypus setzte sich durch: sogenannte Zukunftsbranchen (Tech, Internet, Biotech, Cleantech etc.) mit erheblichen Chancen und Risiken.

Der Neue Markt stellte die damals erfolgreichste von mehreren europäischen Initiativen dar; innovative Wachstumsunternehmen anzusprechen (EASDAQ in Brüssel, AIM in London, Nouveau Marché in Paris, NMAX in Amsterdam). Vorreiter sämtlicher Initiativen war die US-amerikanische Börse NASDAQ, die weltweit größte Wachstumsbörse mit mehr als 4.700 notierten Unternehmen. Der Börsengang galt bei Unternehmen und Investoren als „Königsweg zur Eigenkapitalbeschaffung“ obwohl erhebliche Pflichten (Quartalsberichte, internationale Rechnungslegung, Rechtsform, Designated Sponsors etc.) notwendig wurden, die zu dieser Zeit in Deutschland eher ungewöhnlich waren.

Die Entwicklung ist bekannt: der NEMAX Index stieg am 10. März 2000 auf den Höchststand von 9.666. Am 30. Dezember 2004 war Schluss und die Anzahl der Börsengänger ist 20 Jahre danach sogar unter den Stand der frühen 90er Jahre bei mittlerweile nur noch 5 Neuemissionen in 2016 angelangt. Ähnlich die Entwicklung an der NASDAQ. Der Composite Index stieg von Frühjahr 1997 um über 230% auf 5.048 Punkte am 10. März 2000, fiel dann um 78% auf 1.114 Punkte und steht heute wieder bei 5.652 Punkten oder 12% über dem Allzeithoch. Allerdings gingen in den USA 2016 über 100 Unternehmen an die Börse.

In den letzten 15 Jahren hat sich der „Private Market“ erheblich entwickelt und die Firmen warten teilweise sehr lange bis sie sich aufs Parkett wagen. Snapchat mit einer IPO-Bewertung von 24 Mrd. \$ ist ein amerikanisches, Zalando mit 5,3 Mrd. € (10/2014) ein deutsches Beispiel.

Während die Unternehmer in den 90er Jahren 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, auch mit teilweise überhöhten Bewertungen sowie die Möglichkeit „unter sich zu bleiben“ im Mittelpunkt. Die Überregulierungen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, die sensationslustige Presse, die Beschwörung der Kurzfristigkeit öffentlicher Märkte und die Tendenz, alle Übel der Gesellschaft auf der börsennotierten Gesellschaft abzuladen, führen dazu, dass heute viele Unternehmen diesen Weg scheuen.

Mit Ausnahme des „Biotech“-Sektors, wo die Akteure einen dichten Regulierungsrahmen gewohnt sind, und der Kapitalbedarf mit hohen Risiken über viele Jahre laufende Eigenkapitalzuführungen erzwingt, versuchen die heutigen Innovationsunternehmen eine Börseneinführung so lange wie möglich hinauszuzögern.

Die steigende Anzahl der nicht börsennotierten „Einhörner“ zeigt, dass ein großer Teil des Wertzuwachses auf diese Weise im Kreis weniger großer Anleger bleibt und sicher auch zu der immer wieder kritisierten Reichtumsschere beiträgt: Microsoft, Apple und Amazon sind alle sehr früh an den öffentlichen Markt gekommen und nicht erst mit einem Wert von über 50 Mrd. \$ wie es heute für Uber (>70 Mrd. oder Airbnb >30 Mrd. \$) sein wird. Inwieweit die wenigen Privilegierten davon profitieren, zeigt sich an dem Beispiel Snapchat: gegründet 2011 und von einem strategischen Käufer vor einigen Jahren für angeblich 3 Mrd. \$ umgarnt, wird heute über eine Bewertung bis zu 25 Mrd. \$ spekuliert.

Seit einigen Jahren erleben wir wieder einen durchaus mit Ende der 90er vergleichbaren „start-up“ Boom. Disruptive Geschäftsmodelle, Innovationen bei der Speicherung von Energie, in der Robotik, in der Krebsforschung oder Genomprogrammierung bringen

neue Spieler hervor. Die ganz jungen Unternehmen bekommen mittlerweile genug Geld um Ideen zu finanzieren. Aber wenn es um große Summen geht, spielen vor allem ausländische, institutionelle Anleger eine Rolle. Für viele junge Unternehmen stellt sich die Frage, ob sie dieses Kapital über eine Börse aufnehmen sollen und dafür genug Kapitalgeber in Europa finden. Zweifler gehen entweder zu den Wagniskapitalgebern, zu Corporate-Venture-Capital oder an die amerikanische Börse. Bei letzterem Weg haben sie die Wahl, sich indirekt der lästigen deutschen Aktiengesellschaft und damit ihren Beschränkungen zur schnellen Kapitalaufnahme, der Minderheitsrechte einer deutschen Hauptversammlung, der Beschränkung bezüglich Ausübung von Stock-Options und aller anderen gut gemeinten deutschen Corporate Governance Pflichten (Entsprechenserklärung!) zu entledigen.

Zwanzig Jahre danach unternimmt die Börse einen neuen Vorstoß für ein KMU Segment. Zwar richtet es sich nicht so sehr an innovative Firmen sondern eher an traditionellere Unternehmen, doch bringt es zumindest einen Fortschritt was die Regulierung in der börsennotierten Aktiengesellschaft angeht. Wenn die Börse und die Öffentlichkeit vielleicht einmal wieder bereit sind, nicht nur die Risiken, sondern auch die Chancen der Unternehmensbeteiligung über Aktien in einem diversifizierten Portfolio zu diskutieren, dann sind auch wieder Emittenten bereit, Chancen und Risiken mit einem breiten Anlegerpublikum zu teilen. Es wäre ein schöner Beitrag zum Abbau der gefühlten Ungleichheit und zum wirtschaftlichen Verständnis breiter Bevölkerungskreise. Sowohl MOBILCOM-FREENET als auch BERTRANDT haben heute Milliardenkapitalisierungen und ihre Anleger früh daran beteiligt.



## Emittentenschwund an den Börsen – nicht nur ein deutsches Phänomen

Übernahmen oder Insolvenzen zählen zu den natürlichen Ursachen, warum ein Emittent vom Kurszettel verschwindet. Ebenfalls ist es normal, dass sich Unternehmen von der Börse verabschieden, wenn die ursprünglichen Erwartungen an Wachstum und Nutzung des Kapitalmarktes sich nicht erfüllen. Ein „Delisting“ ist somit ein gesunder Vorgang und es stellt auch kein grundsätzliches Problem dar, das die Funktionsweise des „Biotops“ Kapitalmarkt stört. Problematisch wird es, wenn der Nachwuchs fehlt, also Börsenneulinge nicht in gleicher Größenordnung nachwachsen. Dieses „demografische“ Problem kann nicht nur in Deutschland beobachtet werden, sondern auch in den USA. Laut „The Economist“<sup>1)</sup> hat sich die Anzahl börsennotierter Gesellschaften an den US-Börsen in den letzten 20 Jahren halbiert. Betrug die Anzahl der notierten Werte im Jahre 1996 noch rd. 7.300, so schmolz diese Anzahl auf aktuell unter 3.700 ab. Trotz sinkender Anzahl stieg jedoch die Marktkapitalisierung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt von 105% im Jahre 1996 auf aktuell 136%. Somit dominieren immer mehr weniger, hochkapitalisierte Emittenten den Markt. Zugleich werden die Neuemittenten, die den Gang an die Börse wagen, immer älter. Im Schnitt lag in der ersten Dekade ab 1996 das Unternehmensalter der Börsengänger bei rd. 12 Jahren. Dieser Wert erhöhte sich auf 18 Jahre in der folgenden Dekade. Zugleich reduzierte sich die Anzahl der IPOs in diesen beiden Zeiträumen dramatisch. So gingen im ersten Abschnitt noch durchschnittlich 300 Unternehmen pro Jahr an die Börse. In den letzten 10 Jahren verringerte sich der Wert auf nur noch 100! Das gleiche Phänomen kann auch am deutschen Kapitalmarkt beobachtet werden. Im Jahr 1996 wurden rund 700 Unternehmen in den regulierten Märkten statistisch erfasst. Hinzu kamen noch etwa 300 Werte aus dem Freiverkehr. Für das Jahr 2016 weisen die Statistiken ca. 530 Unternehmen in den regulierten Märkten und weitere ca. 200 in den nicht regulierten Segmenten aus. Somit sind über 300 Unternehmen vom Kurszettel verschwunden. Da der Spitzenwert im Jahre 2007 in den regulierten Märkten mit 761 erreicht wurde, fand der größte Schwund in den letzten 10 Jahren statt. Wie in den USA dominieren auch hier zunehmend

1) Ausgabe vom 22. April 2017 S.60

wenige, hochkapitalisierte Unternehmen die Börse. Im Jahr 1996 betrug die Kapitalisierungsquote zum deutschen Bruttoinlandsprodukt ca. 30%. Diese Quote liegt aktuell bei rund 50%.

Als Ursache werden in den USA als auch in Deutschland an erster Stelle die gestiegene Regulierung und Bürokratie genannt, die einen Börsengang weniger attraktiv machen. Zugleich gibt es eine wachsende Anzahl von „Pre-IPO“-Investoren, die sogar dreistellige Millionenbeträge zur Wachstumsfinanzierung bereitstellen. Diese Investoren akzeptieren auch Umplatzierungen seitens Investoren früherer Finanzierungsrunden oder zum Bedienen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Ein gutes Beispiel ist Airbnb, die in den wenigen Jahren seit ihrer Gründung über 26 externe Finanzierungsrunden durchgeführt hat und in der letzten Runde über 200 Mio. USD nur für die Bedienung eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms platzierte.

Wie kann dieser „Delisting-Trend“ gestoppt oder sogar umgekehrt werden? Das Deutsche Aktieninstitut hat jüngst hierzu Handlungsempfehlungen zur Stärkung des Börsengangs veröffentlicht : Abschaffung der steuerlichen Diskriminierung von Aktienerträgen, Entbürokratisierung der Anlageberatung, Förderung der Mitarbeiteraktie sowie eine Vereinfachung der Regulierungsvorschriften und des Prospektregimes. Diese Maßnahmen sind ein wichtiger Schritt. Zugleich stellen wir uns die Frage, was mit den über 100 Emittenten geschieht, die durch die Neusegmentierung des Entry Standards nicht in das Segment „Scale“ aufgenommen worden sind. Die Börse sollte diese Emittenten nicht zu stiefmütterlich behandeln, weil sie die Aufnahmekriterien nicht erfüllen wollen oder können. Schließlich kamen sie zuvor den Transparenzanforderungen des Entry Standards nach. Für diese Unternehmen muss sich die Börse etwas überlegen, damit sie nicht ebenfalls vom Kurszettel verschwinden und den Finanzplatz weiter schwächen.

## Rechtsform und Börseneinführung

Die Aktiengesellschaft (AG) ist und bleibt die bevorzugte Rechtsform unter den Börsenaspiranten. In den letzten zehn Jahren sind es gerade einmal 21 von insgesamt 131 Emittenten, die eine andere Rechtsform wählten. Neun Gesellschaften bevorzugten die europäische Aktiengesellschaft (S.E.) und zwei die Rechtsform der KGaA. Die restlichen zehn Gesellschaften wählten eine ausländische Rechtsform, wie die englischen PLC, die französische S.A. oder sogar eine finnische Oyj.

Warum ist die Rechtsformwahl für Börsenkandidaten so wichtig? Für Emittenten mit einem Satzungssitz in Deutschland sind nur drei kapitalmarktfähige Formen relevant: die AG, die KGaA mit ihren Modifikationen sowie die im Jahre 2004 eingeführte Europäische Aktiengesellschaft (S.E.). Die drei Rechtsformen unterscheiden sich im Ausprägungsgrad des Machtgefüges zwischen den Organen Vorstand, Aufsichtsrat und Aktionäre (Hauptversammlung). Die Rahmenbedingungen werden vom Gesetzgeber (AktG, SE-Verordnung) und in gewissen Grenzen durch die Satzung vorgegeben.

Die „AG“ verfolgt eine strikte Trennung in den Verantwortungs- und Aufgabenbereichen zwischen den drei Organen. Der Vorstand agiert unabhängig von der Hauptversammlung. Nur der Aufsichtsrat hat die Befugnis einen Vorstand zu ernennen oder zu entlassen. Somit kann der Aktionär nur indirekt über die Wahl des Aufsichtsrates auf die Besetzung des Vorstandes einwirken. Der Aufsichtsrat nimmt ausschließlich Kontroll- und Beratungsfunktionen gegenüber dem Vorstand ein und kann nur bei wesentlichen Maßnahmen mitentscheiden. Der Vorstand hat die alleinige Geschäftsführungskompetenz. Über die Nominierungskompetenz hat der Aufsichtsrat eine hohe indirekte Einflussnahme auf die strategische Unternehmensausrichtung, was bei Unternehmen, die an der Schwelle zur Mitbestimmung stehen, problematisch werden kann. Um diese Mitbestimmungspflicht aber auch die Einflussnahme fremder Aktionäre zu entschärfen, ist die Rechtsform der KGaA vor allem bei Familienunternehmen sehr attraktiv. Da hier der persönlich haftende Komplementär per Gesetz immer die alleinige Geschäftsführungskompetenz besitzt, ist seine Stellung gegenüber den Kommanditaktionären und dem von den Aktionären gewählten Aufsichtsrat besonders stark. Zudem besitzt der Aufsichtsrat

nur Auskunfts- und Kontrollrechte, d.h. die Einflussnahme auf die Geschäftsleitung ist im Vergleich zum „AG-Aufsichtsrat“ eingeschränkter. Diese Einschränkung entschärft die Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat und die Aufnahme fremder Aktionäre. Da dieses Konstrukt der KGaA bei ausländischen Aktionären schwer zu vermitteln ist, findet sich diese Rechtsform nur bei wenigen börsennotierten Unternehmen. Zudem hat die Feststellung des Jahresabschlusses nur durch die Hauptversammlung zu erfolgen.

Die Europäische Aktiengesellschaft ist im Vergleich zu den vorgestellten Rechtsformen noch sehr jung (Ende 2004 eingeführt). Aufgrund ihrer flexiblen Corporate Governance Struktur, die auch internationale Gepflogenheiten berücksichtigt, und der Möglichkeit einer dauerhaften Mitbestimmungsvermeidung, ist der Zuspruch für diese Rechtsform wachsend. Ende 2016 wurden in Deutschland 230 SEs gezählt, wovon ca. 20% börsennotiert sind<sup>1)</sup>. In der Corporate Governance hat der Gesetzgeber zwei Alternativen zur Wahl gestellt. Zum einen kann die „SE“ in ihren Organkompetenzen wie eine deutsche AG ausgestaltet werden („dualistische Struktur“). Zum anderen besteht die Möglichkeit, auf eine angelsächsische Unternehmensstruktur zu wechseln („monistische Struktur“), d.h. Geschäftsführungs- und Überwachungsfunktion werden in einem Organ, dem Verwaltungsrat (Board), zusammengefasst. Die Leitungsbefugnis des Verwaltungsrates ist allerdings auf die Grundlinien der Geschäftstätigkeit beschränkt. Das Tagesgeschäft ist einem gesonderten Gremium, den geschäftsführenden Direktoren, zugewiesen. Daher besteht auch die Möglichkeit, dass ein gewählter Verwaltungsratsvorsitzender auch Vorsitzender der Geschäftsleitung sein kann, der in Abstimmung mit den Mitgliedern des Verwaltungsrates externe geschäftsführende Direktoren bestellt und denen Weisung erteilt. Diese starke Stellung entspricht den im angelsächsischen Raum bekannten CEO, der gleichzeitig „Chairman of the Board“ oder dessen französischer „President Directeur General“ sein kann.

1) Vgl. Hans Böckler Stiftung „SE Datenblatt – Stand 31.12.2016“ sowie Statistik deutsche Börsen AG gelisteter Unternehmen Juni 2017

Darüber hinaus wird mit der SE zum Zeitpunkt ihrer Gründung die bestehende bzw. nicht bestehende Mitbestimmung festgefroren, d.h. sollte das Unternehmen in den nächsten Jahren über die Schwellenwerte von 500 bzw. 2.000 Mitarbeitern gelangen, so gilt für die Zukunft weiterhin der Status ab Gründung. Ein europäischer Betriebsrat ist allerdings notwendig.

Egal welche Rechtsform gewählt wird, entscheidend ist, dass das Unternehmen für fremde Aktionäre in Folge eines IPOs attraktiv bleibt und Einschränkung von üblichen Corporate Governance Richtlinien durch die Attraktivität des Geschäftsmodells kompensiert wird. Darum sollte der Emittent nicht über seine Präferenzen sondern über die Platzierung nachdenken. Für klassische Unternehmen wie z. B. Hella KGaA Hueck & Co ist die KGaA ein Thema, um den Familieneinfluss zu bündeln. Für Wachstumsunternehmen ist die SE modern (Zalando SE) und in ihrer monistischen Ausprägung allerdings noch selten (z.B. GfT SE).



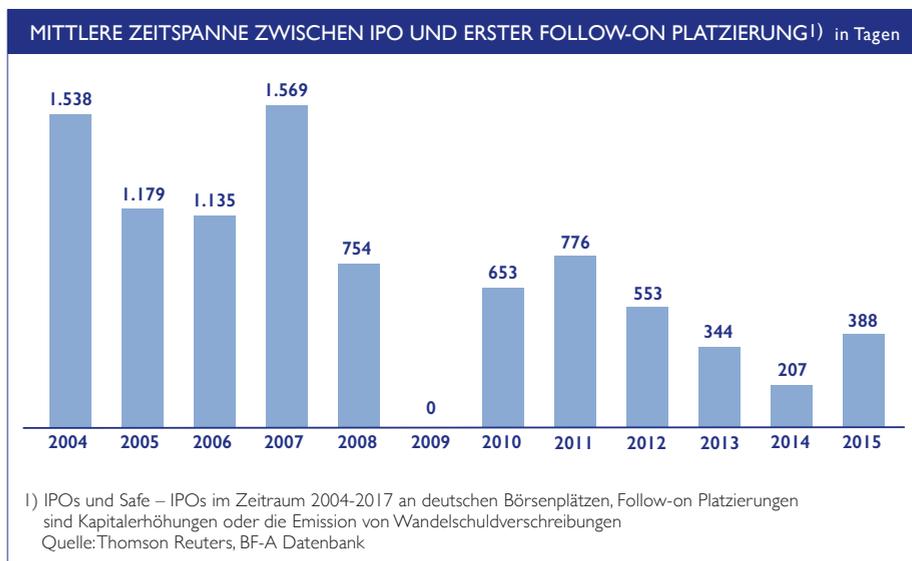
## Was kommt nach der Erstnotiz?

**E**in Börsengang, der entweder in seiner klassischen Form als öffentliches Angebot (z.B. Delivery Hero) oder als Privatplatzierung im „Safe-Modus“ (wie Jost Werke, Schaeffler) vollzogen wird, verfolgt grundsätzlich als Ziel, neue Investoren für eine Kapitalerhöhung oder Umplatzierung zu gewinnen. In der Regel umfasst das Angebot ein Volumen, das der Gesellschaft genügend Mittel für ihr weiteres Wachstum der nächsten Jahre zu Verfügung stellt oder für die Altgesellschafter einen ausreichenden ersten Ausstieg ermöglicht. Die emissionsbegleitenden Banken schreiben daher den Emittenten und den wesentlichen Hauptaktionären sogenannte „Lock-up-Fristen“ vor, in denen weder Kapitalerhöhungs- noch Umplatzierungsmaßnahmen für einen bestimmten Mindestzeitraum zulässig sind. Rückblickend betragen die durchschnittlichen Haltefristen für die ab dem Jahr 2010 erfolgten IPOs für die Emittenten rund sieben Monate und für die Altgesellschafter rund 13 Monate, wobei Ausnahmen mit Zustimmung der Banken (sogenannte „Soft“-Lock-up-Vereinbarungen) möglich sind<sup>1)</sup>. Und was passiert nach der vertraglichen Haltefrist? Werden danach sofort weitere Kapitalmaßnahmen in die Wege geleitet?

Sekundärmarkttransaktionen oder „Follow-ons“ genannt, die eine Kapitalerhöhung oder die Emission von Wandelschuldverschreibungen seitens der Emittentin beinhalten, finden tatsächlich erst nach einer deutlich längeren Schonfrist statt. Wie aus der Abbildung entnommen werden kann, gibt es Perioden mit längeren und kürzeren Stillhaltefristen. Diese Haltefristen sind auch gute Stimmungsbarometer für den Aktienmarkt: je kürzer desto besser. Emittenten, die eine Börseneinführung im Jahr 2015 vollzogen haben, ließen durchschnittlich 390 Tage verstreichen, bis die nächste Kapitalerhöhung erfolgte. Emittenten, die ein Jahr zuvor erstmalig das Parkett betraten, konnten bereits nach nur 200 Tagen eine „Follow-on-Transaktion absolvieren. Dabei ist zu erwähnen, dass mehr als jeder zweite Neuzugang der beiden Jahre (2014: 67% bzw. 2015: 50%) eine Kapitalmaßnahme durchführte. Diese Schamfrist hat sich für die Erstemittenten in den letzten 13 Jahren deutlich reduziert. Im Zeitraum 2004 - 2008, also vor Ausbruch der Finanzkrise, betrug die durchschnittliche Stillhaltefrist noch 1.200 Tage. Dabei nutzen

1) Quelle: BF-A Datenbank

rd. 57% aller Neuzugänge dieser Jahrgänge den Kapitalmarkt für eine Follow-on Transaktionen. In der Folgeperiode 2010 - 2015 hat sich die Stillhaltefrist auf rd. 450 Tage nahezu gedrittelt<sup>2)</sup>. Dieser Wert liegt sogar unter den beobachteten Fristen für US-Börsengänge, die im Schnitt 500 Tage betragen<sup>3)</sup>. Auch blieb die Quote der „aktiven“ Erstemittenten dieser Jahrgänge mit 53% stabil.



Investoren sind demnach bereit, auch in kürzer werdenden Zeitabständen zum IPO weitere Kapitalmaßnahmen zu akzeptieren. Diese Akzeptanz wurde bisher von jedem zweiten Emittenten genutzt. Aus diesen Maßnahmen kann man die Wachstumsdynamik der meisten Erstemittenten abschätzen. Wenn Emittenten den Kapitalmarkt mehrfach nutzen, um das weitere Wachstum zu finanzieren oder um ihre Aktionärsbasis zu verbreitern, dann ist dies ein positives Zeichen für einen funktionierenden Kapitalmarkt und stärkt das Interesse für Neuemissionen.

2) Quelle: BF-A Datenbank, Thomson Reuters

3) Vgl. Börsen Zeitung Ausgabe 129 vom 08.07.2017; S. 6 mit Verweis auf Dealogic

## Technologie beflügelt

**E**twas unbemerkt präsentiert sich der TecDAX in diesem Jahr mit einer phänomenalen Kursperformance von über 37%<sup>1)</sup>. Im selben Zeitraum schaffte der DAX nur beachtliche 12%. Auch die Bewertungsrelationen zwischen den beiden Segmenten haben sich zugunsten des Technologie-Indexes verschoben: So betrug das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bezogen auf die Gewinnerwartung der nächsten 12 Monate zu Beginn des Jahres noch das 22fache. Aktuell hat sich diese Relation auf das knapp 26fache erhöht. Demgegenüber bewegt sich der DAX nahezu unverändert beim 13fachen. Eine deutliche Überperformance in diesem Jahr weist auch die NASDAQ mit rd. 24% gegenüber dem DowJones mit 16% aus<sup>2)</sup>. Aber nicht nur der breite Sekundärmarkt für Technologieunternehmen schneidet besonders gut ab, sondern auch die Entwicklung der IPOs aus diesem Segment. Den wenigen acht „Tech-IPOs“ der Jahre 2016 und 2017 an den deutschen Börsen gelang in der Summe eine durchschnittliche Wertentwicklung bis zum heutigen Tag von über 90%<sup>3)</sup>. Auch die Investoren, die bei der Erstzeichnung Aktien ergattern konnten, freuen sich über positive Zeichnungsrenditen im Schnitt von 18%. Besonders die beiden zuletzt erfolgten Börseneinführungen Voltabox und Varta überzeugten mit Zeichnungsrenditen von 25% bzw. 37%. Diese hohen Zeichnungsrenditen sind natürlich „Zündstoff“ für nachfolgende Emittenten: eine attraktive Bewertung für den Emittent und zugleich eine attraktive Emissionsrendite, die der Erstzeichner für das eingegangene Risiko erwarten kann. Das IPO-Fenster für Tech-IPOs ist derzeit geradezu ideal und gibt Kandidaten, die zuvor in einem schlechteren Umfeld ihre Börsenpläne begraben mussten, eine neue Chance. Noch im November 2016 schien IPO-Investoren eine Preisspanne zwischen 9,00 und 12,00 € für die Varta-Aktien inakzeptabel. Nur elf Monate später reißen sich die gleichen Investoren um die Aktien, zu einer Bewertung von 17,50 €. Investoren, die bei der Zeichnung nicht zum Zuge kamen, waren am ersten Handelstag sogar bereit 24,- € zu bezahlen. Dieses Momentum sollte eine gute Steilvorlage für die drei in der Zeichnung befindlichen Kandidaten (Mynaric, Hellofresh und Befesa) sein.

1) Stichtag 25. Oktober 2017

2) Indizes: NASDAQ 100 bzw. DJ Industrial Average

3) Wertentwicklung zwischen dem Ausgabekurs und dem Schlusskurs zum 25.10.2017

Das Umfeld für IPOs hat sich in den letzten 12 Monaten weltweit deutlich aufgehellt. So konnte bereits im Oktober das Niveau des gesamten Vorjahres sowohl bei der Anzahl (1.200 IPOs) als auch im Volumen (140 Mrd. USD) erreicht werden. Einen deutlichen Zulauf erleben derzeit die US-Börsen (NASDAQ, NYSE), die im Oktober bereits 25% bei der Anzahl und sogar 60% im Emissionsvolumen über dem Niveau des gesamten Vorjahres liegen. Eine ähnlich starke Wiederbelebung erleben die Londoner Börse, Euronext oder die skandinavischen Börsen. Die Börsen haben zugleich das Technologiesegment wiederentdeckt und bieten für die Klientel junger Wachstumsunternehmen attraktive, weniger streng regulierte Zugangssegmente an. Euronext offeriert gleich drei Segmente unterhalb des „EU-regulierten Marktes“ (Euronext Access, Euronext Access+, Euronext Growth). Die Londoner Börse verfügt über den bewährten Zugang „AIM“, der in den letzten Jahren fortwährend jedes Jahr eine zweistellige Anzahl Erstemittenten anlockte. Sehr erfolgreich sind auch die skandinavischen Börsenplätze innerhalb des europäischen NASDAQ-Verbundes, die ein Einstiegssegment „NASDAQ First North“ für Wachstumsunternehmen anbieten. Die Deutsche Börse AG ist mit dem Segment „Scale“ unterhalb des Prime Standard unterwegs. Seit Gründung Anfang des Jahres gab es hier immerhin drei Neuzugänge und ein vierter Anwärter befindet sich noch in der Zeichnungsfrist.

Somit steht für Technologieunternehmen zurzeit das „IPO-Fenster“ offen. Emittenten finden attraktive Zugangssegmente an den wichtigsten Börsenplätzen sowohl in Europa als auch in den USA. Jetzt liegt es an den Börsenkandidaten, diese Chance zu nutzen.

## Umfeld für Tech- und Life-Science-Börsengänge derzeit wieder sehr gut

*Interview mit Kim Schindelhauer, Aufsichtsratsvorsitzender, Aixtron SE, und Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, Blättchen Financial Advisory*

Das GoingPublic Magazin im Gespräch mit damaligem Vorstand und heutigem Vorsitzenden des Aufsichtsrats der AIXTRON SE, Kim Schindelhauer, und Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, stellv. AR-Vorsitzender und seinerzeit Emissionsberater beim IPO, über 20 Jahre AIXTRON-Börsenjubiläum – ein Blick gleichermaßen zurück und nach vorn.

**GoingPublic: Meine Herren, das Going Public Magazin und die AIXTRON SE verbindet eine gemeinsame Börsenhistorie – wir sprechen ja auch nicht zum ersten Male. Wie fällt Ihr persönlicher Blick zurück aus?**

**Schindelhauer:** Die Überschrift in unserer Pressemitteilung für den geplanten Börsengang lautete bewusst „AIXTRON AG – High Tech für den Neuen Markt“. AIXTRON ging im Jahre 1983 aus einem Spin-off der RWTH Aachen hervor. Schon damals sah man in Verbindungshalbleitern ein enormes Zukunftspotenzial für die industrielle Nutzung. Doch vergingen von der Gründung bis zum Börsengang im Jahre 1997 rund 14 Jahre, was eine lange Zeit ist im Vergleich zu den USA, wo Techunternehmen bereits nach vier bis fünf Jahren an die Börse gingen. Jedoch fehlte bis dahin in Deutschland eine der NASDAQ ähnliche Technologiebörse, sodass die Gründung des „Neuen Markts“ im selben Jahr entscheidend war für unseren Schritt an die Börse. Als am 6.11.1997 die Erstnotiz unter Begleitung der Dresdner Bank und Commerzbank am Neuen Markt erfolgte, wurde AIXTRON mit 250 Mio. DM am oberen Ende der Bookbuildingspanne bewertet. Blättchen: AIXTRON war seinerzeit das zwölfte IPO-Unternehmen im noch sehr jungen Neuen Markt, der bis zu diesem Zeitpunkt unter 1.000 Indexpunkten notierte. Ein Jahr später stand der Nemax ca. 350% höher und AIXTRON hatte eine Marktkapitalisierung von 3 Mrd. DM.

**Wie sahen die Rahmenbedingungen für Neuemissionen zum damaligen Zeitpunkt aus? Das ist mit heute kaum vergleichbar.**

**Blättchen:** In den Jahren bis 1997 fanden durchschnittlich 15–20 IPOs jährlich statt, die in der Summe ca. 2–3 Mrd. EUR platzierten. Mit dem Telekom-IPO Ende 1996 wuchs das Interesse an sog. TMT-Neuemissionen in der Breite deutlich an. Im März

1997 startete der Neue Markt mit zwei unserer Mandanten, namentlich Mobilcom und Bertrandt, die quasi eine Türöffnerfunktion hatten. Bis Ende des Jahres fanden schließlich 14 von insgesamt 37 IPOs im Neuen Markt statt. Trotz des „Firstmover-Risikos“ kam für uns nur der Neue Markt als Börsensegment infrage, worauf sich auch unsere Vorbereitungsaktivitäten, also z.B. US-GAAP- Umstellung etc., konzentrierten.

***Wieso das? Die NASDAQ war damals sicherlich auch eine Option, die diskutiert wurde.***

**Schindelhauer:** Durchaus. Und tatsächlich hatten wir diese zunächst auch als Favorit ins Auge gefasst. Allerdings unterschätzen viele den Umfang der Anforderungen, die für einen Gang an die NASDAQ erfüllt werden müssen. Als dann der Neue Markt in Deutschland ins Leben gerufen wurde, gab es plötzlich mehr Auswahl für AIXTRON und andere Techs. Im Zusammenhang mit einer Akquisition in den USA hatten wir dann im Folgenden bis Ende 2016 eine Zweitnotierung an der NASDAQ, die von uns im Wesentlichen als Voraussetzung für weitere Techzukäufe in den USA gesehen wurde.

***Wie ging es weiter? AIXTRON gehörte rasch zu den Highflyern.***

**Blättchen:** Allerdings mit Anlauf. Nach dem Börsengang explodierte die Bewertung bis auf über 5 Mrd. EUR im Jahr 2000 und fand seinen bisherigen Tiefpunkt im Jahr 2005 mit nur noch rund 300 Mio. EUR, der jedoch immer noch deutlich über der IPO-Bewertung von 130 Mio. EUR lag. AIXTRON hatte damals schon eine überlegene und zukunftsweisende Halbleitertechnologie, von der man allerdings nicht genau sagen konnte, wo und vor allem wann sie künftig überall zum Einsatz kommen könnte.

**Schindelhauer:** Seinerzeit waren Verbindungshalbleiter ein absolutes Nischenprodukt. LED-Anwendungen, z.B. in Ampeln, bei der Lichttechnik, bei TV-Geräten etc., steckten in den Kinderschuhen. Wir hatten die Vision, dass sich Verbindungshalbleiter in vielen Spezialanwendungen wiederfinden würden. Hätten wir 20 Jahre in die Zukunft schauen können, hätten wir wahrscheinlich auch weitere Anwendungsmöglichkeiten, wie z.B. das 3D-Scanning, vorausgesehen. 3D-Scanner sind heute im iPhone-Top-modell integriert und werden sehr wahrscheinlich bald auch in anderen Modellen Standard sein. Das hat Ende der 90er-Jahre niemand prognostizieren können.

<b>Aixtron IPO 1997 in Zahlen</b>	
Konsortium	Dresdner Bank AG (Lead), Commerzbank AG (Co-Lead)
Zeichnungsfrist	30.10.–3.11.1997
Notierungsaufnahme	6.11.1997
Börsensegment	Neuer Markt
Preisspanne	84–100 DM
Ausgabekurs	100 DM
Erstnotiz	142 DM
Angebot bestand aus:	
Kapitalerhöhung	500.000 Stück Inhaberstammaktien
Umplatzierung	400.000 Stück Inhaberstammaktien
Greenshoe	100.000 Stück Inhaberstammaktien
Platzierungsvolumen zum Ausgabekurs (100 DM):	
Kapitalerhöhung	50 Mio. DM
Umplatzierung inkl. Greenshoe	50 Mio. DM
Streubesitz (inkl. Greenshoe)	40 %

Quelle: GoingPublic Research

**Sie wurden also vom eigenen Erfolg überrascht?**

**Schindelhauer:** Sicherlich hat jeder Unternehmenslenker eine Vision, aber für Technologie der nächsten Jahrzehnte fehlten selbst uns damals die konkreten Anhaltspunkte.

**Die Chinesen schienen eine konkrete Vorstellung gehabt zu haben – so kam es zum Übernahmeangebot durch Grand Chip Investment, GCI, im vergangenen Jahr 2016.**

**Schindelhauer:** Sie müssen sich in Erinnerung rufen, dass AIXTRON mehr als 30% vom Umsatz für Forschung und Entwicklung ausgab. Das leistet sich kein anderes Technologieunternehmen, normal sind 10–15%. Insofern wäre ein finanzstarker Akquisiteur eine gute Kombination gewesen.

**Allerdings sprachen sich erst die Amerikaner – in deren Land unterhält AIXTRON eine Tochterfirma – und dann auch die deutsche Regierung, nachdem sie zunächst eine Unbedenklichkeitsbescheinigung ausgestellt hatte, gegen eine Übernahme von AIXTRON durch ein chinesisches Unternehmen aus. Sehen Sie das mit einem lachenden oder mit einem weinenden Auge?**

**Blättchen:** Sowohl als auch. Als Aufsichtsrat war es plausibel zu sagen, dass die Übernahme zum damaligen Zeitpunkt Sinn ergeben hätte. AIXTRON hat die Offerte daher auch positiv beurteilt und seinen Investoren eine Annahme des Angebots empfohlen.

**Schindelhauer:** Aus heutiger Sicht können wir natürlich entspannt zurückblicken und konstatieren, dass sich der AIXTRON-Kurs und damit der Wert des Unternehmens seit Jahresbeginn mehr als vervierfacht hat und dass Investoren sehr zufrieden sein dürften.

**Wie schätzen Sie beide das heutige sowie das künftige Umfeld für Tech-IPOs ein?**

**Blättchen:** Ich empfinde die heutige Situation ähnlich wie im Jahr 1996. Damals gingen zwölf Unternehmen mit einem Volumen von 13 Mrd. EUR an die Börse – ohne die Telekom nur 0,3 Mrd. EUR. In diesem Jahr 2017 sind es bereits 13 mit einem Volumen von 2,9 Mrd. EUR, wovon der größte Teil tatsächlich aus dem Techsegment stammt. Das Umfeld ist derzeit für Tech- und Life-Science-IPOs sehr gut. Der TecDAX konnte in diesem Jahr um mehr als ein Drittel zulegen. Themen wie Elektromobilität, Industrie 4.0, Biotechnologie und Fintech stehen bei Investoren wieder hoch im Kurs. Und übrigens: Seit Auflösung des Nemax hat der Nachfolgeindex bis heute rund 500% zugelegt.

**Generell: Wie sieht die Zukunft aus in Bezug auf AIXTRON – worauf werden Sie nach derzeitigem Dafürhalten im Jahr 2037 zurückblicken?**

**Schindelhauer:** Ich bin sicher, dass wir dann über eine Vielzahl von Anwendungen sprechen werden, die wir heute noch nicht annähernd auf dem Radar haben. So, wie wir damals bei unseren Gesprächen auch noch nicht die heutigen Möglichkeiten besprechen konnten.

**Offenbar ist uns beschieden, etwa alle fünf Jahre ein richtungsweisendes Interview zu führen. Bleiben Sie beide AIXTRON bis 2037 – 20 Jahre nach vorn gedacht – in Ihren Funktionen oder assoziiert treu?**

**Schindelhauer:** Ich befürchte, da muss ich doch ein wenig aufs Rentenalter verweisen. Es würde mich freuen, wenn all unsere Visionen Realität würden.

Meine Herren, danke für Ihre Einblicke und Zeit, und natürlich bis zum nächsten Gespräch.

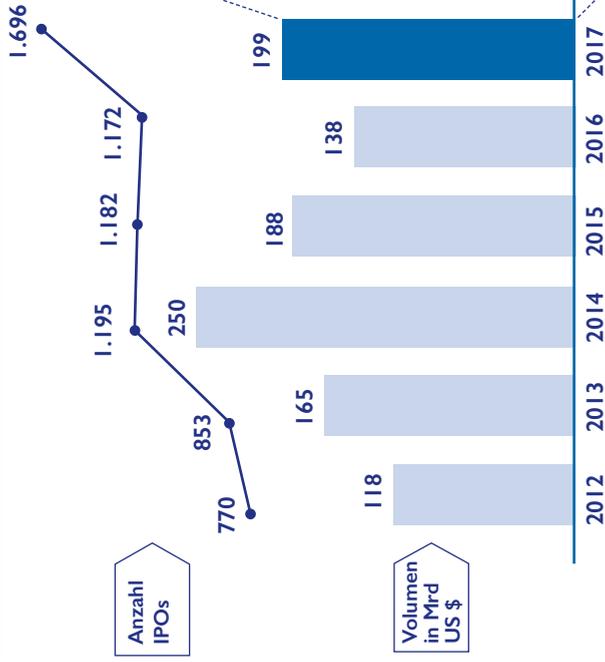
*Das Interview führte Falko Bozicevic.  
(erschieden im GP-Magazin | 2/2017, Seite 40-42)*

# STATISTIKEN 2017

Nach den Marktturbulenzen in 2016 erholen sich die IPO Aktivitäten im laufenden Jahr wieder

## GLOBALE IPO AKTIVITÄTEN

### IPO AKTIVITÄTEN



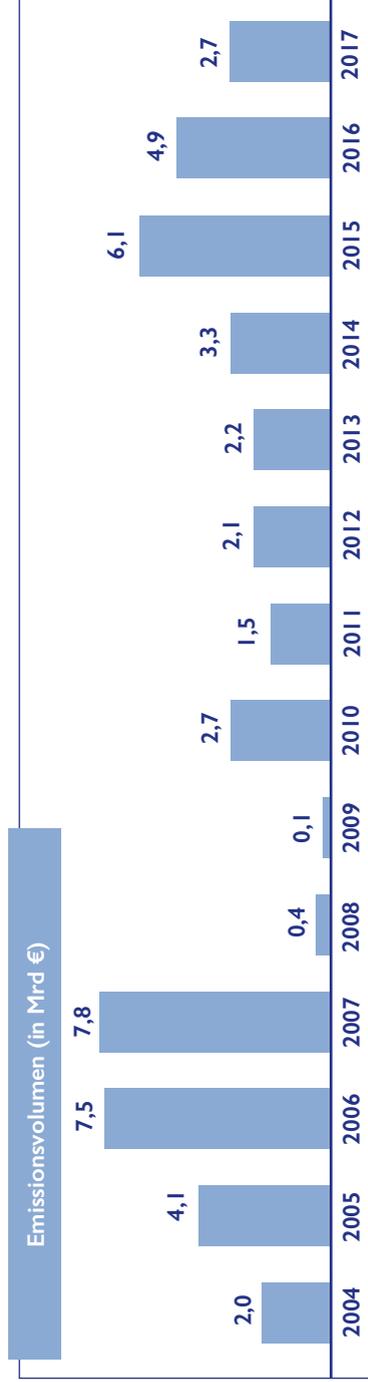
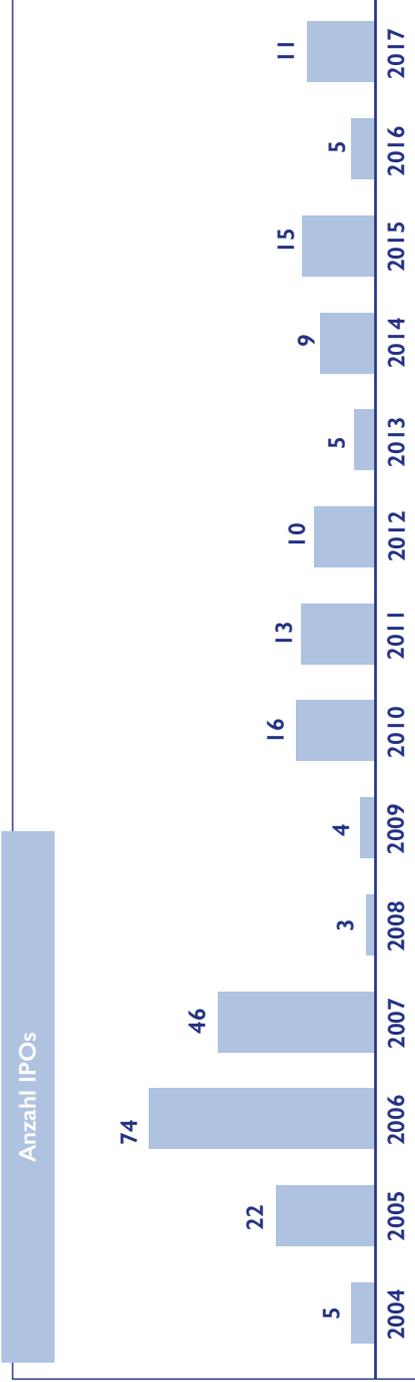
### „TOP 20“ IPOs in 2017

Emittent	Datum	Land	Volumen in Mrd USD
Snap Inc	01.03.2017	US	3,91
Pirelli & C SpA	29.09.2017	Italy	2,83
Landis+Gyr Group AG	21.06.2017	Switzerland	2,43
Altice USA Inc	21.06.2017	US	2,15
BAWAG Group AG	24.10.2017	Austria	1,98
Galenica Sanite AG	06.04.2017	Switzerland	1,89
Netmarble Games Corp	21.04.2017	South Korea	1,88
Invitation Homes Inc	31.01.2017	US	1,77
NetLink NBN Trust	10.07.2017	Singapore	1,64
Petrobras Distribuidora SA	13.12.2017	Brazil	1,52
Atacadao SA	19.07.2017	Brazil	1,42
ALD International SA	15.06.2017	France	1,30
Kinder Morgan Canada Ltd	30.05.2017	Canada	1,30
J2 Acquisition Ltd	05.10.2017	UK	1,21
Magellan Global Trust	29.09.2017	Australia	1,19
Emaar Development PJSC	16.11.2017	UAE	1,18
PLAY Communications SA	13.07.2017	Luxembourg	1,18
<b>Delivery Hero AG</b>	<b>28.06.2017</b>	<b>Germany</b>	<b>1,13</b>
Silver Run Acquisition II Corp	23.03.2017	US	1,04
Loma Negra Cia Industrial Argentina SA	31.10.2017	Argentina	1,02

Quelle: Thomson Financial

## Der deutsche IPO-Markt im Zyklus

### DEUTSCHER IPO MARKT 1)



1) ohne Listings, inkl. ausgeübter Mehrzuteilungsoption bis Stichtag  
 Quelle: Eigene Recherche, DAI, Deutsche Börse AG

## Vor allem standen in 2017 Tech-IPOs wieder im Fokus

### IPOS IN DEUTSCHLAND 2017 - I -

STAND 31. DEZEMBER 2017

Emittent	Industrie	Erstnotiz	Marktsegment	Umsatz in Mio €	EBIT <sup>1)</sup> in Mio €	Preisspanne	Ausgabepreis	Erster Kurs	Rendite	PV <sup>2)</sup> in Mio €	MC <sup>3)</sup> in Mio €	Jahresendperformance <sup>4)</sup>	Konsortialführer
Aumann AG	Maschinenbau	24.03.2017	Prime Standard	156,0	18,4	35,00 € 43,00 €	42,00 €	48,20 €	14,8%	251,5	588,0	↕ 52%	Berenberg, Citigroup
IBU-tec AG	Pulver und Granulate	30.03.2017	Scale	17,7	4,0	16,00 € 20,00 €	16,50 €	17,10 €	3,6%	20,0	66,0	↗ 12%	ICF
Vapiano SE	Restaurantskette	27.06.2017	Prime Standard	248,6	3,5	21,00 € 27,00 €	23,00 €	23,95 €	4,1%	169,1	575,5	↗ 5%	Barclays, Berenberg, Jeffries
Delivery Hero AG	Liefersdienst	30.06.2017	Prime Standard	297,0	-159,8	22,00 € 25,50 €	25,50 €	26,90 €	5,5%	989,0	4.386,0	↕ 29%	Citi, Goldman Sachs, Morgan Stanley
Noratis AG	Immobilien	30.06.2017	Scale	44,6	-9,9	18,75 € 22,75 €	18,75 €	18,75 €	0,0%	19,1	54,8	↕ 33%	ICF
THE NAGA Group AG	Fintech	10.07.2017	Scale	2,0	-6,4	Festpreis 2,60 €	2,60 €	3,60 €	38,5%	2,6	56,6	↕ 310%	Hauck & Aufhäuser

1) Im Geschäftsjahr vor Börsengang

2) Platzierungsvolumen inkl. ausgedr. bzw. geplanter Mehrzuteilungsoption (Greenshoe)

3) Marktkapitalisierung zum Ausgabekurs

4) Ausgabekurs zum Kurs am 31.12.2017

Quelle: Unternehmensmitteilungen, Wertpapierprospekt

## Im Schnitt konnten die Erstemittenten eine Jahresendperformance von fast 50% erzielen

IPOS IN DEUTSCHLAND 2017 - II-											STAND 31. DEZEMBER 2017		
Emittent	Industrie	Erstnotiz	Marktsegment	Umsatz in Mio €	EBIT <sup>1)</sup> in Mio €	Preisspanne	Ausgabepreis	Erster Kurs	Rendite	PV <sup>2)</sup> in Mio €	MC <sup>3)</sup> in Mio €	Jahresendperformance <sup>4)</sup>	Konsortialführer
VoltaBox AG	Batterien	13.10.2017	Prime Standard	14,5	-3,7	20,00 € 24,00 €	24,00 €	30,0 €	25,0%	151,8	379,8	↑ -2%	Lampe, Hauck & Aufhäuser
Varta AG	Batterien	19.10.2017	Prime Standard	213,8	14,8	15,00 € 17,50 €	17,50 €	24,25 €	38,6%	233,5	668,5	↓ 22%	Berenberg, UniCredit
Mynatic AG	Laser-basierte Kommunikationsnetze	30.10.2017	Scale	0,5	-1,8	45,00 € 54,00 €	54,00 €	53,75 €	-0,5%	23,8	146,0	↑ 4%	Hauck & Aufhäuser
HelloFresh SE	Food-Liefer-Service	02.11.2017	Prime Standard	597,0	-90,5	9,00 € 11,50 €	10,25 €	10,60 €	3,4%	318,3	1.634,2	↑ 16%	Berenberg, BNP, Deutsche Bank, J.P.Morgan, Morgan Stanley
Befesa SA	Stahlstaub- und Salzschlackenrecycling	03.11.2017	Prime Standard	611,7	103,4	28,00 € 38,00 €	28,00 €	28,00 €	0,0%	460,7	953,9	↓ 44%	Citigroup, Goldman Sachs, J.P.Morgan
<b>Ø 2017</b>									<b>12,1%</b>			<b>47,7%</b>	

1) Im Geschäftsjahr vor Börsengang

2) Platzierungsvolumen inkl. ausübter bzw. geplanter Mehrzuteilungsoption (GreenShoe)

3) Marktkapitalisierung zum Ausgabekurs

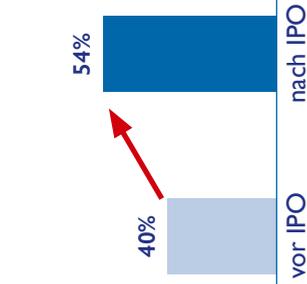
4) Ausgabekurs zum Kurs am 31.12.2017

Quelle: Unternehmensmitteilungen, Wertpapierprospekt

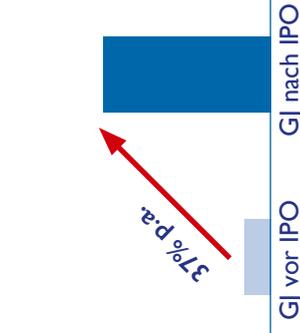
# Eigenkapitalstärkung, Wachstumsfinanzierung und Mitarbeiterbeteiligungen sind die wesentlichen Ziele für den Börsengang

## IPO MOTIVE IN ZAHLEN 2010 - 2017<sup>1)</sup>

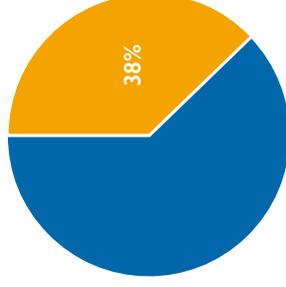
**Stärkung der Eigenkapitalbasis**  
(Ø Eigenkapitalquote)



**Erwartetes jährliches Umsatzwachstum**  
(Ø Wachstum zwischen Gj vor IPO und Gj nach IPO <sup>2)</sup>)



**Incentivierung Mitarbeiter-/Führungskräfte**  
(Quote implementierte ESOPs)

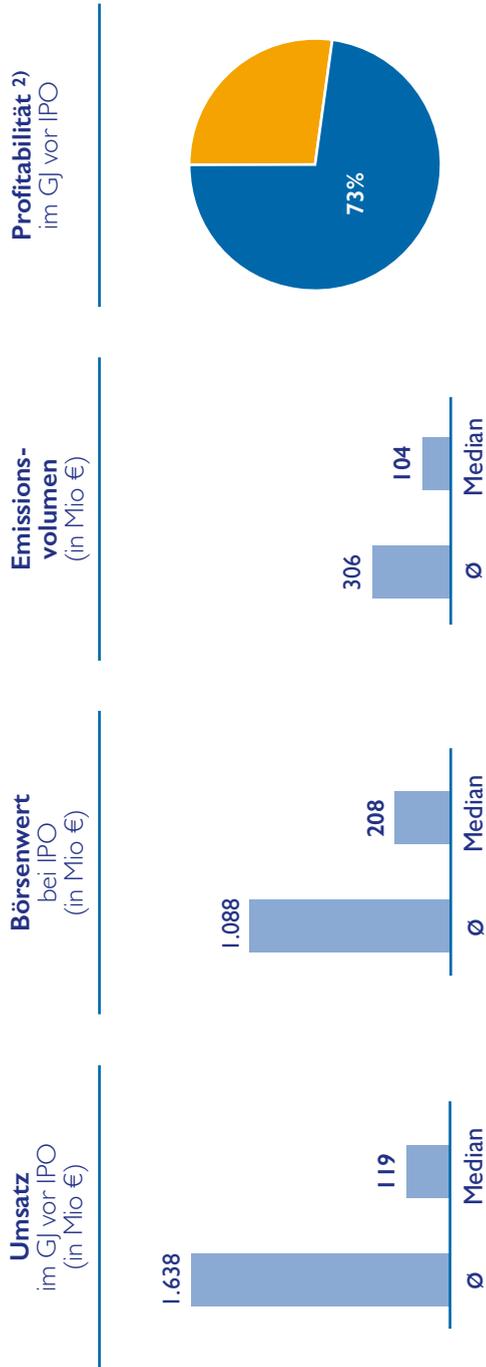


<sup>1)</sup> 84 Börseneinführungen seit 2010 - 03.11. 2017

<sup>2)</sup> Quellen bilden Analystenschätzungen zum Zeitpunkt des IPO, jährliche Wachstumsrate wurde als CAGR ermittelt  
Quelle: Datenbank B-FA

Der typische IPO-Kandidat erzielt einen Umsatz von 119 Mio €, platziert ein Volumen von rd. 100 Mio €, wird mit ca. 200 Mio € bewertet und ist profitabel

## TYPUS EMITTENT 2010 – 2017<sup>1)</sup>



1) 84 Börseneinführungen seit 2010 - 2017

2) Nachsteuerergebnis

Quelle: Datenbank B+FA

## Viele unserer Mandanten nutzen den Kapitalmarkt sehr erfolgreich

BEISPIELE B-FA-MANDANTEN		STAND 31. DEZEMBER 2017									
in Mio €		Kennzahlen bei IPO					Aktuelle Kennzahlen				
Mandant	IPO	Umsatz im GJ vor IPO	Börsenwert @ IPO	Umsatz 2017e	CAGR (I)	Börsenwert	CAGR (I)	Index-zugehörigkeit			
	20.12.1985	121	134	2.728	15%	4.994	18%	MDAX			
	01.10.1996	39	60	1.003	17%	1.031	14%	MDAX			
	06.11.1997	24	128	231	12%	1.308	12%	TecDAX			
	03.03.2000	131	262	694	10%	6.108	19%	MDAX			
	19.07.2002 <sup>2)</sup>	205	284	1.173	12%	4.629	20%	TecDAX			
	14.09.2006	30	18	223	20%	318	29%	-			
	29.10.2007 <sup>3)</sup>	26	92	194	22%	900	25%	SDAX			

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

2) Cold IPO

3) Safe IPO

Quelle: Datenbank B-FA, Thomson Reuters





**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)