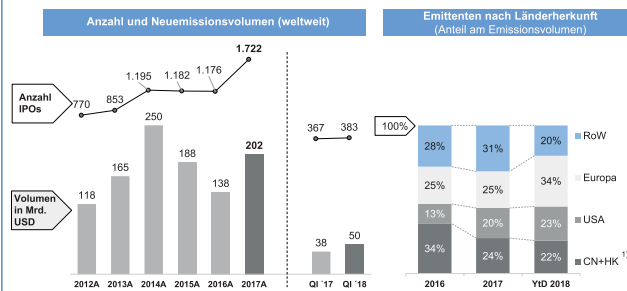


Der Börsengang ist wieder eine Alternative

20 IPOs im Jahr 2018 in Deutschland?

Weltweit gesehen war 2017 nach dem Dämpfer im Vorjahr ein starkes IPO-Jahr. Über 1.700 Neuzugänge mit einem Emissionsvolumen von rund 200 Mrd. USD bedeuten einen beachtlichen Anstieg von etwa 46% gegenüber dem Jahr 2016 sowohl beim Emissionsvolumen als auch bei der Anzahl der Börsengänge. **Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen und Uwe Nespethal**

Abb. 1: Weltweite IPO-Aktivitäten



¹⁾ Emittenten mit Sitz in China und Hongkong
Stand: 10. April 2018
Quelle: Thomson Reuters

Auch im ersten Quartal 2018 befinden sich die weltweiten IPO-Aktivitäten auf einem hohen Niveau mit einem Volumen von ca. 50 Mrd. USD und über 380 Neuzugängen. Vor allem europäische Emittenten nehmen im ersten Quartal einen überproportionalen Anteil von 34% am Emissionsvolumen ein, gefolgt von US-amerikanischen (25%) und chinesischen (23%).

Tech-IPOs und Unicorns

Die Ursache für den europäischen Überhang liegt in den „Mega-Emissionen“ von Siemens Healthineers und DWS an der Frankfurter Börse. Besonders Tech-IPOs fanden im letzten Jahr einen hohen Zuspruch bei Investoren. So erhöhte sich deren Anteil am Emissionsvolumen von 8% (11 Mrd. USD) 2016 auf 14% (28 Mrd. USD) 2017 und im laufenden Jahr (Stichtag: 10.04.2018) auf 15% (7 Mrd. USD). Hinzu

kommen noch die Emittenten aus dem Segment Biotechnologie, die seit 2013 wieder ein offenes IPO-Fenster vorfinden. So konnte sich im letzten Jahr das weltweite Emissionsvolumen in diesem Sektor auf 8,2 Mrd. USD verdoppeln, und im laufenden Jahr wurde bereits ein Wert von 1,4 Mrd. USD erreicht.

Medial im Fokus stehen natürlich die Börseneinführungen der „Unicorns“, die nur zögerlich den Schritt an den öffentlichen Kapitalmarkt wagen: Snap (2017), Dropbox (2018) und mit dem „direkten Listing“ natürlich Spotify (2018) sind die Newcomer der letzten Monate. Deren bisherige Performance ist jedoch durchwachsen. Snaps Aktie stieg nach dem IPO zwar kurzfristig auf über 29 USD, notiert aber aktuell mit 15 USD deutlich unter dem Ausgabekurs (17 USD). Bei Dropbox hingegen steht der aktuelle Kurs 48% über dem Ausgabekurs von 21 USD. Spotify kam beim

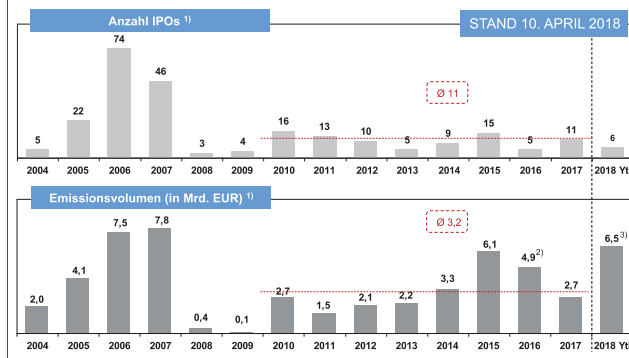
Erstling mit 165,90 USD auf eine Marktkapitalisierung von über 29 Mrd. USD. Im Schnitt vergingen rund zehn Jahre seit Gründung bis zum Börsengang, wobei die größte Wertsteigerung vor der Börseneinführung von „Pre-IPO-Investoren“ mitgenommen wurde. Es bleibt nur zu hoffen, dass die jetzigen IPO-Investoren in ihren Renditeerwartungen nicht enttäuscht werden.



ZUM AUTOR

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist geschäftsführender Gesellschafter der **BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH** und seit 30 Jahren als unabhängiger Berater für Kapitalmarktstrategien aktiv. In dieser Zeit konnte er rund 50 erfolgreiche IPOs und IBOs sowie zahlreiche weiterführende Kapitalmarkttransaktionen begleiten. Blättchen ist stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender der **AIXTRON SE**. **Uwe Nespethal** ist Senior Advisor und Partner bei der **BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH**. Er begann seine berufliche Laufbahn als unabhängiger Berater für Kapitalmarktthemen bei der Blättchen & Partner AG. Nespethal ist verantwortlich für zahlreiche Kapitalmarkttransaktionen und Projekte rund um die Themen Börse und langfristige Finanzierungsstrategien.

Abb. 2: Emissionstätigkeiten am deutschen-IPO Markt



¹⁾ ohne Listings, inkl. ausgeübter Mehrzuteilungsoption bis Stichtag; ²⁾ davon innogy mit 4,6 Mrd. EUR
³⁾ davon 4,2 Mrd. EUR Siemens Healthineers und DWS 1,3 Mrd. EUR
Quelle: B-FA Datenbank

Der deutsche IPO-Markt führt

Der deutsche IPO-Markt konnte von der weltweiten Belebung profitieren und erhöhte die Anzahl an Neuzugängen gegenüber 2016 von fünf auf elf, die im Rahmen eines öffentlichen Angebotes an die Börse gelangten. Zwar halbierte sich das Emissionsvolumen von 4,9 Mrd. EUR auf 2,7 Mrd. EUR, jedoch stammen allein 4,6 Mrd. EUR 2017 aus innogys Börsengang.

Delivery Hero erreichte im IPO-Jahr 2017 mit einem Emissionsvolumen von ca.

1 Mrd. EUR in Deutschland den ersten Platz (weltweit auf Platz 18.). Erfreulicherweise finden sich unter den Emittenten zahlreiche Tech-Unternehmen wie ibu-tech, voltabox, varta oder Mynaric, die ein Emissionsvolumen von 20 Mio. EUR bis 233 Mio. EUR platzieren konnten. Das neue Segment für KMU, „Scale“, das im März 2017 startete und den Entry Standard ablöste, hatte insgesamt vier Neuzugänge. Im Median platzierten die Unternehmen etwa 20 Mio. EUR und erreichten eine

Marktkapitalisierung von 60 Mio. EUR. Hier zeigt sich, dass auch kleinere Emissionen erfolgreich platziert werden können.

Die ersten Monate des laufenden Jahres verliefen bei einem Emissionsvolumen von 6,5 Mrd. EUR und sechs IPOs weiterhin sehr rege. Mit Siemens Healthineers AG (4,2 Mrd. EUR) und der DWS Group GmbH & Co. KGaA (1,3 Mrd. EUR) gelangten zwei Milliardenmissionen an den deutschen Kapitalmarkt. Siemens' Ausgründung ist zugleich weltweit die bisher größte Platzierung in diesem Jahr. Dadurch wird das laufende Jahr ein Ausreißerjahr in Bezug auf das Emissionsvolumen, das in den letzten Jahren durchschnittlich bei nur 3,2 Mrd. EUR lag. Neben den beiden Mega-Emissionen fanden zwei weitere Neuzugänge in Scale (Stemmer Imaging AG, Cyan AG) statt, die 102 Mio. EUR bzw. 26 Mio. EUR einsammeln konnten.

Auslandsnotierungen bleiben die Ausnahme

Neben dem deutschen Kapitalmarkt suchten Emittenten in den letzten Jahren auch vereinzelt ausländische Börsenplätze auf. Dabei sind die paneuropäische Börse EURONEXT sowie die US-Börse NASDAQ die am meisten gewählten Alternativen. Seit 2013 haben elf Unternehmen

Abb. 3: Auslands-IPOs deutscher Emittenten 2013 bis 2018

Emittent	Industrie	Umsatz in Mio. EUR ¹⁾	EBIT in Mio. EUR ²⁾	Erstnotiz Datum	Emissionswährung	Instrument	Börse	Ausgabekurs	Emissionsvolumen in Mio.	Post Money Value in Mio.	Bookrunner(s)	Akt. Kurs ¹⁾	Performance
voxeljet AG	3D-Drucker	8,7	0,7	17.10.2013	USD	ADS	NYSE	\$13,00	97	203	Piper Jaffray, Citigroup	3,40 USD	-74%
Orion Engineered Carbons S.A.	Industrieruß-Zulieferer	1.339,6	83,8	24.07.2014	USD	Aktien	NYSE	\$18,00	373	1.016	Morgan Stanley, Goldman Sachs, UBS	28,30 USD	57%
Innocoll AG	Biotechnologie	3,5	-6,9	25.07.2014	USD	ADS	NASDAQ	\$9,00	55	164	Piper Jaffray, Stifel Nicolaus	ÖU ³⁾ 6,65 USD	-26%
Affimed Therapeutics N.V.	Biotechnologie	5,1	-15,7	12.09.2014	USD	Aktien	NASDAQ	\$7,00	50	162	Jefferies, Leerink, BMO	2,10 USD	-70%
Probiobrug AG	Biotechnologie	0,0	-9,7	23.10.2014	EUR	Aktien	Euronext	15,25 €	24	104	Kempen, Petercam	10,65 EUR	-30%
Uniwheels AG	Leichtmetallräder	362,6	33,0	24.04.2015	Zloty	Aktien	Warschau	105,00 PLN	504	1.302	MBANK SA, Bank Zachodni	ÖU ³⁾ 236,07 PLN	125%
curetis N.V.	Diagnostiksysteme	0,3	-10,1	11.11.2015	EUR	Aktien	Euronext	10,00 €	44	155	RBC, Degroof Petercam, ICF	5,12 EUR	-49%
NOXXON Pharma N.V.	Biotechnologie	0,0	-14,8	30.09.2016	EUR	Aktien	Euronext	21,34 €	Listing	44	Invest Securities	4,70 EUR	-78%
TRIVAGO N.V.	Internet-Reiseportal	535,5	-52,1	16.12.2016	USD	ADS	NASDAQ	\$11,00	330	2.586	Goldman Sachs, J.P. Morgan, Morgan Stanley	6,60 USD	-40%
X-FAB Silicon Foundries SE	Halbleitertechnologie	512,9	50,5	06.04.2017	EUR	Aktien	Euronext	8,00 €	440	1.046	BNP Paribas, HSBC, Credit Suisse	8,70 EUR	9%
InflixRx N.V.	Biotechnologie	0,2	-6,9	08.11.2017	USD	Aktien	NASDAQ	\$15,00	115	366	J.P. Morgan, Leerink, BMO	30,00 USD	100%

¹⁾ Schlusskurse zum 10.04.2018; ²⁾ Gemessen an den Schlusskursen vom 10.04.2018 und den IPO-Ausgabekursen; ³⁾ Übernahmepreis; ⁴⁾ Im Geschäftsjahr vor IPO
Quellen: BFA Datenbank, Thomson Reuters

ihre Erstnotiz an einer ausländischen Börse vollzogen. Die meisten stammen aus dem Segment der Biotechnologie.

Für den Gang an eine Auslandsbörse wählen die Emittenten entweder den direkten Weg über die in Deutschland ansässige Gesellschaft (AG oder S.E.) oder den indirekten Weg über eine extra gegründete „ListCo“ in der Rechtsform einer holländischen N.V. Der indirekte Weg ermöglicht den Emittenten, „richtige“ Aktien an den US-Börsen zuzulassen. Im direkten Weg bleiben nur American Depositary Shares (ADS).

Im Jahr 2017 vollzogen zwei Emittenten eine Auslandsnotierung: der Halbleiterhersteller X-FAB Silicon Foundries SE und das Biotechnologieunternehmen InflaRx N.V., die 440 Mio. EUR bzw. rund 100 Mio. EUR platzieren konnten. Als Börsenplatz wurden die EURONEXT (X-FAB) und die NASDAQ (InflaRx) gewählt. Im Vergleich zum einheimischen IPO-Geschehen bleiben Auslandsnotierungen jedoch die Ausnahme.

Alternative Platzierungsformen

Wenn man den Medien glauben darf, so scheint es, dass Spotify eine neue Technik des Börsengangs erfunden hat, in dem es auf eine Aktienplatzierung verzichtete und nur die bestehenden Aktien an der Börse zuließ. Damit spart Spotify die Kosten für das teure „Underwriting“. Diese Form des „IPO Light“ wird jedoch seit Längerem an den deutschen Börsen praktiziert und ist den Angelsachsen als „Listing“ geläufig. Seit 2012 erfolgten 32 direkte Notierungsaufnahmen an den deutschen Börsen, ohne dass die Erst-

notiz als „Private Placement“ oder als öffentliches Angebot erfolgte.

Der Sinn eines „IPO Light“ liegt grundsätzlich darin, die unterschiedlichen Aktienklassen, die durch die Liquidationspräferenzen aus zahlreichen Finanzierungsrunden entstehen, über eine Notierung zu vereinheitlichen, damit fungible Anteile entstehen und der öffentliche Kapitalmarkt dem Emittenten für spätere Maßnahmen offensteht. Bei Spotify kommt der Aspekt hinzu, dass die Gesellschaft mit dem Listing eine in wenigen Jahren fällige Wandelanleihe in einer Größenordnung von über 1 Mrd. USD „entschärft“.

Eine erweiterte Form des direkten Listings ist die Notierungsaufnahme mit vorgelagerter Privatplatzierung an institutionelle Investoren, die auch durch ein Bookbuilding-Verfahren erfolgen kann („Safe IPO“). Im Juli 2017 wählte etwa die Jost AG diesen Weg, in der im Rahmen eines nicht öffentlichen Bookbuilding-Prozesses 231 Mio. EUR platziert wurden. Die Erstnotiz fand am 20.07.2017 statt. Als bisher einziger Emittent im laufenden Jahr wiederholte das Immobilienunternehmen Instone dieses Verfahren und sammelte 430 Mio. EUR ein.

Seit 2012 fanden zwölf dieser Safe IPOs an den deutschen Börsenplätzen statt, die im Schnitt 334 Mio. (Median: 43 Mio.) EUR platzieren. Der Vorteil eines Safe IPOs gegenüber einem klassischen IPO ist die zeitliche und strukturelle Flexibilität, die der Emittent durch die Privatplatzierung erhält. Da diese Platzierung ohne gebilligten Wertpapierprospekt erfolgt, sind Mengen-, Preis- und Zeitanpassungen, aber auch ad hoc relevante Themen ohne bei

der BaFin zu billigende Prospektnachträge durchführbar. Es bleibt als wesentlicher Nachteil, dass das breite Publikum der Privatanleger oder Mitarbeiter, die i.d.R. auch „bestens“ zeichnen, nicht angesprochen werden kann. In Anbetracht der hohen Retailquote im IPO von Siemens Healthineers von über 10%, was einem Volumen von ca. 400 Mio. EUR entspricht, ist der Privatanleger keine zu unterschätzende Größe. Vor allem im Sekundärmarkt bildet diese Investorengruppe eine wichtige Stütze in der Aktienliquidität.

Vollständigkeitshalber sei noch das „Carve-out-IPO“ erwähnt, das bei einer Abspaltung eines Geschäftsbereichs einer börsennotierten Gesellschaft gewählt wird. Dabei erhalten die Aktionäre der abgespaltenen Unternehmung, die ebenfalls an der Börse zugelassen werden. Die Börseneinführungen der Osrarm Licht AG (2013) und der Uniper SE (2016) sind die einzigen Carve-out-Beispiele der letzten Jahre.

Beteiligungsprogramme werden wiederentdeckt

Seit 2010 haben 46% der 90 Emittenten an deutschen Börsenplätzen ein kapitalmarktorientiertes Beteiligungsprogramm aufgelegt. Diese Quote hat sich in den letzten Jahren merklich zugunsten solcher Programme verschoben. Waren es im Zeitabschnitt 2010 bis 2013 noch 23% der Emittenten, so erhöhte sich die Quote im Zeitraum zwischen 2014 und heute auf 52%.

In beiden Zeitabschnitten war die Anzahl der Börseneinführungen nahezu gleich (44 bzw. 46 Börseneinführungen). Vor allem die Tech-Unternehmen legen Instrumente für eine Incentivierung ihrer Mitarbeiter auf. Darunter finden sich Namen wie HelloFresh, Delivery Hero, Brain, Zalando, windeln.de oder Rocket Internet. Die klassischen Aktienoptionsprogramme (SOP), die nach dem AktG geregelt werden, sind am häufigsten zu finden. Die sog. „Matching-Stock-Programme“ (MSP) stehen an zweiter Stelle, die den Begünstigten zu einem Investment oder dem Halten von Aktien des Emittenten verpflichtet und dem Investor dafür als „Entschädigung“ eine definierte Anzahl von Optionen je gehaltene Aktie gewähren. Als Gegenstück zum klassischen SOP stehen an dritter Stelle die „Phantom-Stocks-Programme“, die den künftigen Wertanstieg direkt in Geld ausbezahlen.

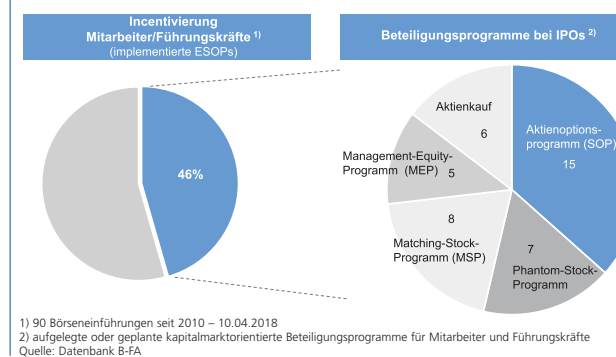
Dabei erwirbt eine ausgewählte Gruppe von Managern parallel zum Private-Equity-Investor Anteile am Unternehmen. Im Schnitt werden für sämtliche der genannten Beteiligungsprogramme ca. 6% des vorbörslichen Grundkapitals reserviert.

Eine interessenausgewogene, kapitalmarktorientierte Mitarbeiterbeteiligung wird von IPO-Investoren verlangt und gehört zum Bestandteil der sog. IPO Readiness.

Ausblick: vorsichtiger Optimismus

Die ersten Monate des laufenden Jahres sind mit etwa 6,5 Mrd. EUR Emissionsvolumen außergewöhnlich erfolgreich verlaufen, aber durch Siemens Healthineers verzerrt. Erfreulicherweise ist die IPO-Pipeline voll. NFN und Springer Nature haben bereits ihre Absichten veröffentlicht. Weitere acht Unternehmen haben einen zeitnahen Börsengang in Aussicht gestellt. Sollten wir bis Ende des Jahres 20 IPOs zählen, wäre dies ein starkes Signal; dem fast tot geglaubten deutschen IPO-Markt wäre dann wieder eine wichtige Rolle bei der Unternehmensfinanzierung zu bescheinigen. Zu wünschen wäre es!

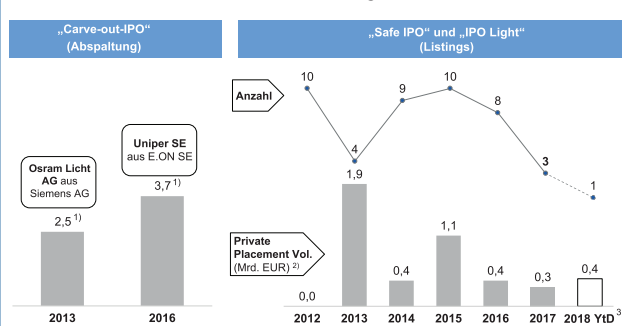
Abb. 5: Managementbeteiligungsprogramme bei IPOs



Diese Programme sind vor allem interessant für ertragsstarke Unternehmen, da der entstehende Aufwand auch steuerlich geltend gemacht werden kann. Außerdem unterliegen sie nicht den Restriktionen des Aktienrechts, sodass diese Instrumente einfacher aufzulegen sind. Der

reine Aktienkauf, worunter auch die steuerbegünstigten Belegschaftsaktien fallen, fand bisher in nur sechs Fällen Anwendung. Eine Sonderform des direkten Aktien-erwerbs sind die sog. „Management-Equity-Programme“ (MEP), die in der Regel im Rahmen eines LMBO aufgelegt werden.

Abb. 4: Alternative Formen der Börseneinführung



**Komplexität beherrschen
Klarheit schaffen**



Die Durchführung komplexer Kapitalmarkttransaktionen erfordert gerade in Zeiten volatiler Märkte ein hohes Maß an Beratungskompetenz

Mandanten schätzen unsere Fähigkeit komplexe Kapitalmarkttransaktionen zu beherrschen und durch klare, pragmatische Beratung auch in volatilen Märkten zum Erfolg zu führen.

Das Equity-Capital-Markets-Team von Ashurst bietet nachweislichen Erfolg bei der Beratung einiger der komplexesten Wertpapierangebote in Deutschland, Europa, Asien und den USA. Aufgrund unseres grenzüberschreitenden, integrierten Teamansatzes und der langjährigen Erfahrung bei der Beratung von Banken, Emittenten und Aktionären profitieren Sie zudem von unseren Transaktionserfahrungen an den führenden globalen Finanzmärkten.

“Clients deem Matthias von Oppen a pragmatic lawyer who focuses very strongly on the business elements and finds good solutions.”

CHAMBERS EUROPE 2018

Ashurst hat als Transaction Counsel den ersten Börsengang im neuen Scale Segment der Deutschen Börse begleitet.