KOLUMNENSAMMLUNG

Blättchen Financial Advisory

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

INHALT

	Vorwort	5
02/18	Wenn Bewertung keine Rolle zu spielen scheint	8
04/18	Wie werden Mitarbeiter und Führungskräfte incentiviert?	10
06/18	Wird der Privatanleger wiederentdeckt?	12
08/18	Warum kleinere IPO Kandidaten nicht zu lange warten sollten	14
12/18	Private Equity öffnet sich den Privatanlegern	16
02/19	Der US Kapitalmarkt finanziert die Biotechindustrie	18
03/19	„Blankoscheck" IPOs bleiben die Ausnahme	20
06/19	War das IPO Pricing fair?	22
08/19	Rechtsformumwandlung für den Kapitalmarkt: Je früher desto besser	24
11/19	Die Börse entzaubert „Bewertungsluftschlösser"	26
	Statistiken	28

VORWORT

Liebe Freunde unseres Hauses,

wir freuen uns sehr Ihnen zum Jahreswechsel eine Sammlung unserer Kolumnen zu Kapitalmarkthemen überreichen zu können. Diesmal umfasst diese Sammlung rückblickend die Jahre 2018 und 2019.

Die beiden Jahre können nicht unterschiedlicher sein. Im Jahr 2018 erreichte der deutsche IPO Markt mit rd. 11 Mrd. EUR, die von 17 Neuemittenten platziert wurden, das zweitgrößte Volumen nach seinem bisherigen Emissionsrekord aus dem Jahr 2000 (32 Mrd. €). Zwar trugen rd. 85% der 11 Mrd. € nur drei Emittenten (Siemens Healthineers, DWS, Knorr-Bremse) bei, jedoch sendet dieser Erfolg ein starkes Signal ins Ausland: der Finanzplatz Deutschland kann auch sehr große Transaktionen bewältigen! Bezogen auf das Emissionsvolumen hat sich die Deutsche Börse im Jahr 2018 somit auf Platz fünf der weltweit führenden Börsenplätze, noch vor London und Shanghai, hervorgearbeitet. Fairerweise musst dazu gesagt werden, dass ein Großteil der IPO-Investoren aus dem Ausland stammt.

Im abgelaufenen Jahr 2019 hat sich dieser Trend nicht fortgesetzt. Bescheidene fünf Unternehmen schafften den Gang auf das Parkett. In der Summe wurde ein Volumen von rd. 3,6 Mrd. EUR platziert. Den Löwenanteil emittierten die VW LKW Sparte Traton sowie das Göppinger Softwarehaus Teamviewer mit insgesamt 3,4 Mrd. €. Ernüchterung machte sich nicht nur am deutsche Börsenplatz breit, sondern auch an den US IPO Märkten. Zu Beginn des Jahres war die Erwartung hoch, dass die Schlange stehenden

„Unicorn-Tech-IPO" Kandidaten beim Börsengang ihre Bewertung mit einem deutlichen „step-up" steigern können. Uber, Lyft, Palantir gelangten zwar an die Börse, jedoch wurde aus dem erhofften „step-up" ein schmerzhafter „step down", der auch nach der Börsennotierung nicht stoppte. WeWork brachte schließlich den Unicorn IPO Markt gänzlich ins Schwanken. Der Widerspruch zwischen hoher Bewertungserwartung und mangelnder Börsenreife ließen den IPO scheitern. Die Börse zeigt hier eindrucksvoll, wie sie überzogene Bewertungsphantasien auf den Boden der Tatsachen zurückholt. Geschickte Vertragskonstrukte bei den zahlreichen vorbörslichen Finanzierungsrunden ließen die Bewertung auf dem Papier regelrecht aufblähen. Mit dem IPO fielen sie in sich zusammen. Leider strahlte diese Negativerfahrung auf den gesamten IPO Markt aus, so dass in den letzten Wochen des Jahres 2019 eine deutliche Zurückhaltung bei Neuemissionen spürbar wurde. Im Gegensatz zum deutschen bzw. europäischen Markt führt eine Eintrübung der Stimmungslage nicht schlagartig zum Stillstand der Emissionstätigkeit, sondern stattdessen finden sogenannte „Blankoscheck-Unternehmen" (SPACs) den Zugang zum Kapitalmarkt. Diese Emittenten lassen sich bei ihrem IPO für eine begrenzte Zeit eine Kriegskasse geben, um interessante, nicht börsennotierte Unternehmen zu übernehmen und diese über das börsennotierte „SPAC Vehikel" quasi über die „Hintertür" an die Börse zu bringen. Dieser indirekte IPO wird immer interessant, wenn der Primärmarkt schwächelt.

Trotz der gestiegenen Zurückhaltung bei Tech-IPOs zeigte sich der US IPO Markt für Biotech- und Pharma-Emissionen im fünften Jahr infolge weiterhin sehr aufnahmebereit. Von den rd. 220 IPOs an den US Börsen in 2019 stammte nahezu jeder vierte aus dieser Branche. Vor allem vielversprechende Ansätze in der Immuntherapie für die Bekämpfung von Krebs- und anderen schweren Krankheiten lassen Investoren nach diesen Neuemissionen suchen. Darunter befindet sich auch das Mainzer Biotechnologieunternehmen BioNTech, das durch seinen NADSAQ IPO im Oktober 2019 über 150 Mio. USD einsammeln konnte und dabei eine Bewertung von über 3 Mrd. USD

erzielte. BioNTech zählt damit zu den größten Biotech-IPOs weltweit. Wir freuen uns daher sehr, dass unser Haus das Management der BioNTech bei ihrem Gang an den US Kapitalmarkt begleiten konnte. Als „Schwabenstreich" gelang eine fast zeitgleiche Notierung der ADS/ADR's in Euro an der Privatanlegerbörse Stuttgart. Wir hoffen natürlich, dass andere Unternehmen aus dieser spannenden Branche vielleicht auch den Weg an die Börse finden.

Diese und noch viele andere Kapitalmarktthemen der Jahre 2018 und 2019 haben wir in dieser Sammlung unserer im Going Public Magazin erschienenen Kolumnen aufgegriffen und freuen uns sehr, Ihnen unsere Broschüre zum Jahreswechsel überreichen zu dürfen. Gleichzeitig bedanken wir uns bei allen Geschäftspartnern, der Going Public Media und allen Freunden unseres Hauses für die angenehme nunmehr 9-jährige Zusammenarbeit in unserem neuen Rechtskleid und wünschen Ihnen zum Neuen Jahr viel Glück und Erfolg.

Leonberg, im Januar 2020

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GMBH

Wenn Bewertung keine Rolle zu spielen scheint

Wer in der internationalen Venture Szene etwas darstellen will, sollte schnell zu einem „Einhorn" werden. Zu Einhörnern zählen Unternehmen mit einer vorbörslichen Bewertung von mindestens 1 Mrd. USD. Weltweit existieren davon rund 170 und zu den am höchsten bewerteten Unternehmen zählen Uber (68 Mrd. USD), Airbnb (30 Mrd. USD), Space X, Wework sowie Palentier (jeweils rund 20 Mrd. USD) gefolgt von Pinterest, Lyft und Dropbox (jeweils rd. 10 Mrd. USD). Auffällig an diesen Unternehmen ist, dass sie fast ausnahmslos seit Jahren enorme Verluste einfahren und zumindest bei Uber oder Airbnb das Geschäftsmodell in einigen Ländern in Frage gestellt wird. Dennoch finden sich namhafte Investoren wie Kleiner Perkins, Goldman Sachs oder Fidelity, die bereitwillig beachtliche Gelder in diese Unternehmen stecken und das jedes Mal zu einer höheren Bewertung. Für Außenstehende mag dies sonderbar erscheinen und es ist durchaus berechtigt, sich die Frage stellen, ob diese wundersame Geldvermehrung mit rechten Dingen zugeht oder ob es sich hier um ein „konspiratives" Verhalten wichtiger Mitglieder der Finanzindustrie handelt, die mögliche Beteiligungsabschreibungen vermeiden wollen. So sehen es zumindest zwei namhafte Professoren (Les Echos, 7 août 2017) von Stanford und British Columbia.

Die beiden Zauberworte für dieses Phänomen heißen „Anti-Dilution"-Klausel und „Liquidationspräferenz". Diese Klauseln sind bei vorbörslichen VC-Beteiligungsverträgen üblich geworden, in denen sich die neuen Investoren der jeweiligen Finanzierungsrunde einen Schutz auf mögliche Verwässerungen durch Abwertungen („Anti-Dilution") und eine Zusicherung auf Mindestrenditen („Liquidationspräferenz") geben lassen. Die „Anti-Dilution" Klausel stellt sicher, dass der Investor bei künftigen Folgefinanzierungsrunden, die ggf. zu niedrigeren Bewertungen stattfinden, so gestellt wird, als hätte er seine vergangenen Investitionen ebenfalls zu dieser niedrigen Bewertung getätigt. Dies wird dadurch erreicht, dass er von der Gesellschaft vergünstigte Anteile (oft zu nominal) zeichnen kann. Die Liquidationspräferenz garantiert dem Investor zudem, dass er im Falle eines späteren Unternehmensverkaufs vorrangig sein Investment zuzüglich einer Mindestverzinsung in der Erlösverteilung erstattet bekommt. Im Grunde genommen

haben diese beiden Vertragsklauseln zur Konsequenz, dass der Investor in der jeweiligen Finanzierungsrunde eine eigene neue „Aktiengattung" erhält. Das Risiko, sich zu teuer eingekauft zu haben, wird so deutlich reduziert. Im Prinzip hat die aufgerufene Bewertung dann nur noch eine zweitrangige Bedeutung. Aus diesem Grund kann die Bewertung einer solchen Finanzierungsrunde kaum als Maßstab für den Gesamtunternehmenswert dienen. Das jüngste Softbank-Uber Investment geht sogar noch weiter. Softbank beteiligte sich letztes Jahr am höchstbewerteten Einhorn, dem Fahrdienstleiter Uber, im Rahmen einer Kapitalerhöhung von rund 1,3 Mrd. USD, die auf Basis einer Unternehmensbewertung von 68 Mrd. USD erfolgte. Diese Kapitalerhöhung dient dem Zweck, eine hohe Bewertung zumindest auf dem Papier zu rechtfertigen. Das größere Investment in Höhe von rd. 7,5 Mrd. USD erfolgte zu einem deutlich niedrigeren Kurs, in dem die Softbank Anteile von Mitarbeitern und anderen Investoren auf einer Bewertungsbasis von nur 48 Mrd. USD erwarb. So geht die Überbewertung zu Lasten von Gründern und „stock options"-berechtigten Mitarbeitern.

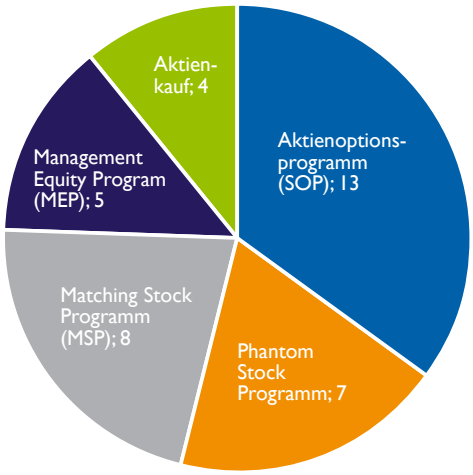
Wie aktuell in der Presse zu lesen ist, beabsichtigt Spotify – ebenfalls ein Einhorn mit einer spekulierten Bewertung von rd. 9 Mrd. USD – seine Anteile an der Börse listen zu lassen, ohne dabei neue oder bestehende Aktien mit einem Bankenkonsortium zu platzieren („IPO-light"). Über die Gründe eines solchen „einfachen Schritts an die Börse" kann spekuliert werden. Glücklicherweise führt das „going public" im Rahmen einer Börsennotierung dazu, dass sämtliche durch vorbörsliche Finanzrunden entstandenen Aktiengattungen vereinheitlicht werden. Die vorher genannten „Anti-Dilution-Klauseln" und „Liquidationspräferenzen" werden mit dem Listing nichtig. Vielleicht waren mögliche neue Investoren nicht mehr bereit, die Bewertungsschraube weiter nach oben zu drehen. Vielleicht braucht man zum Emissionszeitpunkt kein frisches Geld. Wir werden es hoffentlich bald genau wissen. Wie die sprichwörtlichen Motten das Licht scheuen sind die sagenhaften Einhörner ja immer bemüht, diesen Zeitpunkt möglichst weit hinaus zu schieben.

Wie werden Mitarbeiter und Führungskräfte incentiviert?

Für junge Wachstumsunternehmen ist die Mitarbeiterbeteiligung ein Schlüssel zum Erfolg, denn selten können stattliche Gehälter wie in der etablierten Großindustrie gezahlt werden. Eine Beteiligung erfolgt in der Regel bereits in der frühen Phase der Unternehmensgründung, in der sich zunehmend sogenannte „Cash-orientierte" Vergütungsinstrumente wie Phantom Stocks oder „Stock Appreciation Rights" (SARs) durchgesetzt haben. Jedoch sind diese Vergütungssysteme meistens so gestrickt, dass sie nur bei einem Unternehmensverkauf funktionieren. Da die Wertsteigerung von Gründung bis zum „Exit" beachtlich sein kann und diese Beteiligungsprogramme nicht selten zweistellige Prozentanteile an der Wertsteigerung umfassen, können sie auch zu großen Zuflüssen an die Begünstigten führen. Ist dieser „Exit" ein Börsengang, so sind diese „Cash-Programme" nicht ungefährlich, da im schlimmsten Fall ein großer Teil des geplanten Emissionserlöses für die Bezahlung der Programmbeteiligten abgezweigt werden muss. Dieser Umstand wird von den neuen Investoren wohl kaum akzeptiert, so dass dieses exitorientierte Programm in ein „IPO-taugliches" Programm umgewandelt werden muss.

In den letzten 10 Jahren haben 40% der 93 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 2008-2012 noch 28% der Emittenten, so erhöhte sich die Quote im Zeitraum zwischen 2013 bis heute auf 57%. In beiden Zeitabschnitten war die Anzahl der Börseneinführungen nahezu gleich (46 bzw. 47 Börseneinführungen). Vor allem die Tech-Unternehmen legen Instrumente für die Incentivierung ihrer Mitarbeiter auf. Darunter finden sich Namen wie Hello Fresh, Delivery Hero, Brain, Zalando, windeln.de oder Rocket Internet. Die folgende Abbildung zeigt, welche Programme in welcher Anzahl aufgelegt wurden. Danach finden sich die klassischen Akienoptionsprogramme (SOP), die nach dem AktG geregelt werden, am häufigsten. Die sog. „Matching Stock" Programme (MSP) stehen an zweiter Stelle, die den Begünstigten zu einem Investment oder dem Halten von Aktien des Emittenten verpflichten und dem Investor dafür als „Entschädigung" eine definierte Anzahl von Optionen je gehaltene Aktie gewähren. Als Pendant zum klassischen SOP stehen an dritter Stelle die „Phantom Stocks" Programme,

die den künftigen Wertanstieg direkt in Geld ausbezahlen. 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, so dass diese Instrumente einfacher aufzulegen sind. Der reine Aktienkauf, worunter auch die steuerbegünstigten Belegschaftsaktien fallen, fand bisher in nur vier Fällen Anwendung. Eine Sonderform des direkten Aktienerwerbs sind die sog. „Management-Equity-Programme" (MEP), die in der Regel im Rahmen eines LMBOs aufgelegt werden. 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.



Im AktG wird die Ausgabe von Aktienoptionen im Vergleich zu ausländischen Rechtsformen relativ restriktiv gehandhabt, wonach eine vierjährige Mindestausübungssperrfrist und eine maximale Kapitalreserve von 10% zu beachten sind. Zwar können alternativ Phantom Stocks Programme aufgelegt werden, jedoch sind diese aufgrund der Cashbelastung kaum für junge Wachstumsunternehmen geeignet. Gerade im „Kampf um die besten Köpfe" können diese Restriktionen zu Wettbewerbsnachteilen führen und sollten daher vom Gesetzgeber dringend überdacht werden.

KOLUMNE

Wird der Privatanleger wiederentdeckt?

Die gute Stimmung an den Aktienmärkten der letzten Monate hinterlässt auch ihre Spuren bei der Investitionsfreudigkeit unter den deutschen Privatanlegern. Fast euphorisch klang die Pressemitteilung des Deutschen Aktieninstituts (02/2018), wonach im vergangenen Jahr 2017 die Anzahl der Privatanleger auf ein 10-Jahres-Hoch gestiegen ist. Im Jahresdurchschnitt erhöhte sie sich gegenüber dem Vorjahr um fast 1,1 Mio. und erreichte mit rd. 10 Mio. Anlegern wieder das Niveau vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007. Die Spitze lag bei rd. 13 Millionen Anlegern im Jahr 2001, das Jahr, in dem die Tech-Blase platze. Der jüngste Trend und der Stimmungsumschwung sind erfreulich und wir können nur hoffen, dass es auch von Dauer ist.

Die gestiegene Aktienaffinität unter Privatanlegern scheint auch den jüngsten Börseneinführungskandidaten (Siemens Healthineers, Springer Nature) nicht entgangen zu sein, da diese Investorengruppe aktiv bei ihrer Aktienplatzierung eingebunden wurde. So war es für deutsche Verhältnisse schon sensationell, dass beim Börsengang von Siemens Healthineers Privatanlegern bei etwa 10% zugeteilt wurden. Damit bewegte diese oft von Emissionsbanken unterschätzte Anlegergruppe ein Platzierungsvolumen von beachtlichen 400 Mio. €. In letzter Zeit war es bei größeren Emissionen leider üblich, Privatanlegern mit homöopathischen Zuteiligungsquoten zu beglücken, die selten die 1% Schwelle überschritt. Die bisherige Kursentwicklung von Siemens Healthineers gibt den Erstzeichnern mit einem Kursgewinn von über 18% Recht. Auch der Emittent kann sich sicher sein, bei späteren Kapitalmaßnahmen auf eine zufriedene Investorenbasis zurückgreifen zu können, die nicht nur den üblichen Kreis der institutionellen Investoren umfasst. Auf diese positive Erfahrung schien auch das Emissionskonsortium des Börsengangs von Springer Nature zu setzten, der letztlich abgesagt wurde. Die Konsortialführer, Morgan Stanley und JP Morgan griffen bei der Aktienplatzierung auf das von der Deutschen Börse angebotene Privatanlegerzeichnungsportal „DirectPlace“ zurück. Dieses Zeichnungsportal ermöglicht es Anlegern unabhängig von der Zugehörigkeit der depotführenden Bank im Emissionskonsortium, direkt Aktien in einem eigenständigen Orderbuch zu zeichnen. Obwohl Morgan Stanley wie auch

J.P. Morgan eigentlich dafür bekannt sind, Privatanlegern bei heimischen Börseneinführungen eher wenig Beachtung zu schenken, scheinen sie dieses Mal ein Herz für diese Investorengruppe entdeckt zu haben. Vermutlich liegt es aber eher daran, dass der Aufwand für die Einbindung von Privatanlegern mittels heutiger Technologie (online Zeichnungsportale wie das „DirectPlace" oder die „icubic subscription solution") kaum noch ins Gewicht fällt. Es wundert daher schon, dass ein Technologieunternehmen wie die Nfon bei ihrem Börsengang auf diesen vor allem für SmallCap Emittenten wichtigen Vertriebskanal verzichtet.

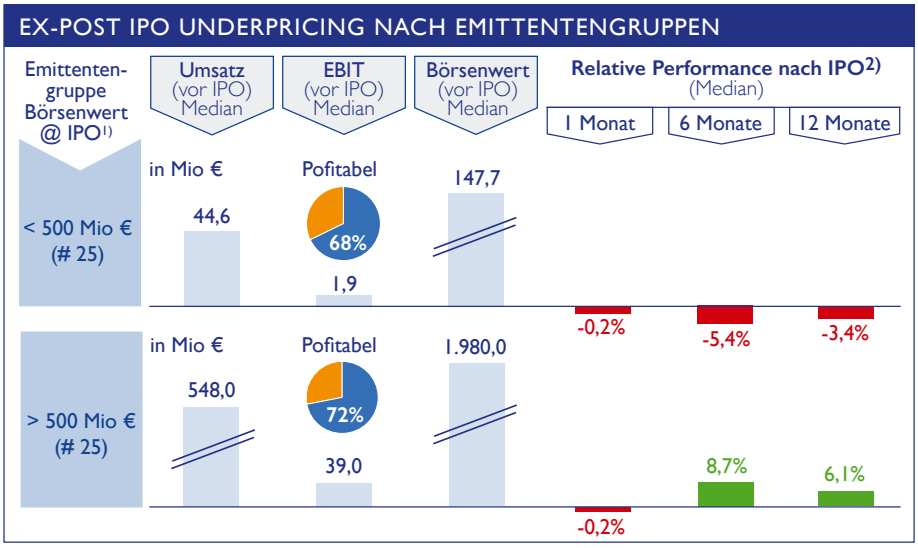
Die direkte Einbindung von Privatanlegern bei Neuemissionen ist eine Philosophie, die unser Haus seit Jahren unterstützt. Was spricht grundsätzlich dagegen, eine „Retailtranche" in der Größenordnung von ca. 10% bei Neuemissionen zu reservieren? Dieses gesonderte Angebot, das parallel oder kurz nach der institutionellen Platzierung stattfinden kann, ist bei französischen IPOs häufig zu beobachten. Der anschließende Sekundärmarkt lebt schließlich vom Handel mit kleineren Stücken, die in der Regel von Privatanlegern bereitgestellt werden. So trägt dies Anlegergruppe zu einer stabilen Kursentwicklung bei.

Warum kleinere IPO Kandidaten nicht zu lange warten sollten

Für Neuemittenten gilt der alte Grundsatz: an der Börse werden Erwartungen – also die Zukunft – verkauft! Worauf kann sich der Anleger bei seiner Anlageentscheidung stützen? Zunächst steht jedem Interessenten – sofern ein öffentliches Angebot stattfindet – ein Wertpapierprospekt zur Verfügung. Daraus kann er quantitative Angaben zum Emittenten in Form von Jahresabschlüssen, die üblicherweise drei Jahre in die Vergangenheit gehen sowie qualitative Beschreibungen über Chancen und Risiken des Geschäftsmodells und der Strategie entnehmen. Handelt es sich um einen „privilegierten", institutionellen Anleger, der Zugang zum Management („Roadshows") und vielleicht sogar zu Analystenstudien hat, erhält er zusätzliche wertvolle Entscheidungshilfen. Grundsätzlich gilt: je älter das Unternehmen ist, desto einfacher lässt sich die Erwartung für die Zukunft einschätzen, da im einfachsten Fall bekannte Vergangenheitswerte innerhalb eines Erwartungskorridors fortgeschrieben werden. Bei jungen Emittenten macht die Fortschreibung vergangener Erfahrungswerte nur begrenzt Sinn, da die Breite des Erwartungskorridors aufgrund der Unsicherheit zu groß ist und viele Szenarien – optimistische wie pessimistische – zulässt. In diesen Fällen muss der Anleger vor allem auf die Qualität des Managements setzen, um deren Aussagen über künftige Entwicklung als richtig oder falsch zu beurteilen. Neben dem Aspekt der Branche spielt die Größe des Emittenten eine wichtige Rolle, wobei am Kapitalmarkt damit immer die Marktkapitalisierung gemeint ist. Zwar gibt es einen Zusammenhang zwischen Höhe der Marktkapitalisierung und Umsatzgröße, doch ist diese Korrelation – in der Praxis bekannt als „Umsatzmultiple" – branchenabhängig und damit wieder sehr unspezifisch. So ist es nicht selten, dass ein junges Biotech-Unternehmen mit wenig oder gar keinen Umsatzerlösen eine höhere Bewertung aufweist, als ein alt eingesessenes Maschinenbauunternehmen. Je „größer" ein Börsenkandidat ist, desto intensiver werden sich die involvierten Investmentbanken und ihre Analysten mit dem Unternehmen auseinander setzen, um ihre Investorenklientel nicht zu enttäuschen.

Gibt es daher auch einen messbaren Unterschied zwischen kleinen und großen Emittenten in Bezug auf deren Erfüllungsgrad ihrer zum Zeitpunkt des IPOs kommunizierten Erwartungen? Hierzu haben wir die Performance der im Zeitraum zwischen 2010 und Juni 2017 stattgefundenen IPOs an den deutschen Börsen untersucht. Die erhaltende

Grundgesamtheit von 50 Emittenten[1] wurde in zwei Gruppen mit weniger und mehr als 500 Mio. € Marktkapitalisierung beim Börsengang aufgeteilt und auf ihre relative Performance[2] in den Perioden einen Monat, 6 Monate und 12 Monate nach dem IPO untersucht. Das Ergebnis ist eindeutig (siehe Abbildung): Die Gruppe der Emissionen mit weniger als 500 Mio. € Börsenwert weist in den Perioden 6 und 12 Monate eine deutlich negative Performance auf. Das IPO-Pricing war „ex-Post" gesehen zu optimistisch. Ganz anders bei der Gruppe der „großen" Emittenten (> 500 Mio. € Börsenwert), die in den gleichen Perioden eine positive Performance erzielten. Hier ist ein langfristiges „underpricing" zu beobachten.



1) Von den 78 Börseneinführungen zwischen 2010 - 30.06.2017 wurden 50 IPO in der Berechnung berücksichtigt, die zum 10.06.2018 noch notierten (ohne Delistings, Insolvenzen)
2) Kursperformance auf Basis des IPO Ausgabekurses zum Brenchmark „Prime All Share Performance Index"
Quelle: Deutsche Börse AG, Tjomson Reuters, eigene Berechnungen

Aus Emittentensicht lässt sich aus diesem Ergebnis nur eine Konsequenz ableiten: langes Warten lohnt sich für junge Wachstumsunternehmen eigentlich eher nicht. Der Markt ist bereit, optimistische Szenarien zu bezahlen. Es ist unter diesem Gesichtspunkt eher falsch den Gang an die Börse zu weit in die Zukunft hinauszuschieben.

1) Von den 78 IPOs im Zeitraum 2010 – 30.06.2017 wurden 50 IPOs in der Berechnung berücksichtigt, die zum 10.06.2018 noch notierten
2) Als Benchmark wurde der „Prime All Share Performance Index" gewählt.

KOLUMNE

Private Equity öffnet sich den Privatanlegern

Über Jahrzehnte hat sich eine mittlerweile etablierte „Private Equity" Industrie herausgebildet, deren Kernkompetenz es ist, Beteiligungen in Unternehmen mit einem besseren „Chancen-Risiko-Profil" als der öffentliche Kapitalmarkt einzugehen. Die Überrendite kann daraus stammen, dass beispielsweise ein einzigartiges Geschäftsmodell entdeckt wird (Venture- oder Frühphasen-Investments), Synergien durch „buy and build"-Strategien gehoben werden oder Effizienzsteigerungsmaßnahmen zu Ergebnisverbesserungen führen. Durch ausgeklügeltes „Financial Engineering", das eine optimale Mischung aus Fremd- und Eigenkapitaleinsatz findet, kann der Werthebel weiter erhöht werden. Zu den Top-Adressen unter den Fonds-Auflegern zählen Häuser wie KKR, Carlyle, CVC oder Blackstone. Im Venture Capital Bereich finden sich Namen wie Kleiner-Perkins, Intel, Accel oder Sequoia mit Frühphaseninvestments in spätere „Leuchtturm-Unternehmen" wie Google, Amazon, Facebook oder Apple. Tatsächlich weisen Private-Equity-Investments über einen längeren Zeitraum signifikante Überrenditen gegenüber dem öffentlichen Kapitalmarkt auf. Laut Cambridge Associates konnten Private Equity Investments in einem Zeitraum von 20 Jahren eine Überrendite von rd. 4% p.a. erzielen. Noch deutlicher fällt diese Überrendite bei Venture Capital Fonds aus, die gegenüber dem NASDAQ Composite um 14% p.a. besser abschneiden[1]. Der Zugang zu diesen Investments ist vor allem institutionellen Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen oder Versorgungswerken vorbehalten, deren einzelne Fondseinlage in der Regel einen zweistelligen Millionenbetrag umfasst. Dem Privatanleger ist der Zugang aufgrund eines hohen „Eintrittsgeldes" eigentlich versperrt. Jedoch gibt es zunehmend Möglichkeiten, für Privatanleger auch mit kleinerem Geldbeutel.

Der einfachste Weg ist die Aktienbeteiligung an einem der Private Equity Unternehmen oder eines seiner Fonds, sofern diese börsennotiert sind. So stehen dem Privatanleger bspw. bei der Schweizer BB Biotech beide Optionen offen, sofern er mit der Branche „Life Science" liebäugelt. Eine andere Form eines Venture-Investments bietet die German Startup Group privaten Investoren, die als börsennotierte VC-Gesellschaft kleinere Anteile an Startup-Unternehmen von anderen Investoren erwirbt. Neben dem

1) Quelle: Cambridge Associates US Private Equity Index / US Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics März 2018

Aktieninvestment in das Berliner VC-Unternehmen kann der Anleger auch selbst über eine neu gegründete Sekundärmarktplattform der German Startup Group Anteile an Tech-Unternehmen von verkaufswilligen Mitarbeitern oder Investoren erwerben. Jedoch liegt der Mindestanlagebetrag bei 200.000,- €. Seit über 10 Jahren bietet die Münchner Beteiligungsgesellschaft MIG AG für Privatanleger Venture-Fonds an, die in der Frühphase in aussichtsreiche Technologieunternehmen investieren. Die Mindesteinlage für den jüngst aufgelegten Fonds 14 beträgt für Anlegerfreundliche 20.000,- €. Einen anderen Investmentansatz bietet das neugeründete Berliner FinTech-Unternehmen „Moonfare" an. Hier können private Investoren mit einem Mindestbetrag von 200.000,- € in große Private-Equity Fonds wie EQT investieren. Dabei bündelt Moonfaire die gesammelten Einlagen zu Investitionstickets von bis zu zweistelligen Millionen-Euro Beträgen und tritt damit gegenüber den „Mega-Fonds" als bedeutender, institutioneller Investor auf. Um eine genügend große Anzahl von privaten Anlegern zu erreichen, bedient sich das Fintech des Internets. Zudem erfolgt die komplette Verwaltung der Vermögensanlage (Zeichnung, Reporting, etc.) online. Solche „virtuellen Plattformen" sind in Deutschland noch ein Novum. In den USA sind diese Geschäftsmodelle bereits etabliert und sehr erfolgreich. So verwalten beispielsweise die beiden vor 5 bzw. 7 Jahren gegründeten Anbieter iCapital Network und Artivest zusammen über 10 Mrd. USD Anlagevolumen von privaten Anlegern.

Die Beispiele zeigen, dass sich eine bisher für Privatanleger nahezu verschlossene „Assetklasse" langsam öffnet. Ein wesentlicher Katalysator bildet das Internet bzw. die Prozessdigitalisierung, die trotz gestiegener Anforderungen an den Anlegerschutz einen effizienten Marktzugang ermöglicht. Für kapitalsuchende Unternehmen ist diese Entwicklung ebenfalls von Bedeutung, da ein neuer Anlegertyp in den Wettbewerb zu bestehenden Kapitalgebern tritt.

KOLUMNE

Der US Kapitalmarkt finanziert die Biotechindustrie

Das IPO Jahr 2018 kann sich sehen lassen. Der deutsche IPO Markt erreichte erstmals wieder nach fast 20 Jahren ein Emissionsvolumen im zweistelligen Mrd. € Bereich[1]. Wird die Privatplatzierung von Instone Real Estate hinzugezählt, sind es 11,4 Mrd. € bzw. 13,6 Mrd. USD. Damit steht der deutsche Börsenplatz innerhalb Europas vor London mit 11,3 Mrd. USD Emissionsvolumen an erster Stelle. Ohne die beiden Mega-Emissionen von Siemens Healthineers (4,2 Mrd. €) und Knorr Bremse (3,8 Mrd. €) sähe das Bild freilich anders aus. Sieht man sich die Branchen an, so sind es vor allem Technologieanbieter aus der Industrie, Finanzdienstleister sowie Immobiliengesellschaften, die den deutschen IPO Markt beherrschen. Eine Branche bleibt jedoch seit Jahren der deutschen Börse fern: die (rote) Biotechnologie. Obwohl sich hier mit neuen Therapieverfahren wie CRISP(R), CAR-T oder mRNA eine Revolution in der Behandlung von lebensbedrohlichen Krankheiten wie Krebs und schweren Infektionskrankheiten anbahnt, die durchaus den gleichen ökonomischen Stellenwert besitzen wie die Digitalisierung der Industrie („Industrie 4.0"), ist am hiesigen IPO Markt bisher davon nichts zu spüren. Dabei gibt es eine Reihe von nicht börsennotierten, deutschen Biotechnologieunternehmen, die sich erfolgreich mit diesen neuen Therapieformen befassen und Finanzierungsrunden im zwei- und sogar dreistelligen Millionenbereich erzielen. BioNTech und curevac zählen unbedingt dazu.

Eine regelrechte Goldgräberstimmung für „Biotech"- und „HealthCare"-Neuemissionen herrscht dagegen an den US Börsen, die in 2018 nach den bereits sehr starken Jahren 2013 und 2014 einen neuen IPO Emissionsrekord von über 8 Mrd. USD erzielten. Die US-Börsen sind zudem mit einem Marktanteil von fast 70% der führende Börsenplatz für die Kapitalmarktfinanzierung dieser Industrie. Im Gegensatz zu den Jahren zuvor können zunehmend Platzierungen beobachtet werden, die deutlich über der für „Biotech-IPOs" übliche Standardemissionsgröße von rd. 100 Mio. USD liegen. Den bisherigen Emissionsrekord für eine Biotechneuemission erzielte im Jahr 2015 Axovant Sciences mit rd. 360 Mio. USD. Das Jahr 2018 brachte gleich mehrere Emissionen hervor, die diesen bisherigen Rekord übertrafen. An der Spitze steht aktuell das in den USA

1) In den Jahren wurden Volumina über 10 Mrd. € platziert: 2000 (32,2 Mrd. €), 1999 (15,5 Mrd. €) und 1996 (13,1 Mrd. €)

ansässige mRNA-Therapie Unternehmen Moderna Therapeutics, das Anfang Dezember 2018 ein Volumen von über 600 Mio. USD am IPO-Markt platzieren konnte. Sollte der Greenshoe komplett ausgeübt werden, könnte das Volumen sogar auf fast 700 Mio. USD steigen. Ebenfalls platzierte das erst im Jahr 2017 gegründete und auf CAR-T Technologie spezialisierte US Biotech-Unternehmen Allogene Therapeutics bei seinem IPO im Oktober 2018 beachtliche 370 Mio. USD. Interessanterweise konnten auch an der Hongkonger Börse zwei Biotech-IPOs platziert werden, mit Rekordvolumen von 485 Mio. USD (Innovent Biologics) bzw. 400 Mio. USD (Ascletis Pharma). In der folgenden Abbildung werden die „TOP 10" Biotech IPOs des Jahres 2018 aufgezeigt, zu denen auch die Schweizer Polyphor gehört. Leider findet sich darunter kein deutscher Emittent.

„Top 10" Biotech-IPO in 2018

Emittent	Emissionsvolumen	Erstnotiz	Börsenplatz	Nation
Moderna Inc	604 Mio. USD	06.12.2018	Nasdaq	USA
Innovent Biologics Inc	485 Mio. USD	24.10.2018	Hongkong	China
Ascletis Pharma Inc	400 Mio. USD	25.07.2018	Hongkong	China
Allogene Therapeutics Inc	373 Mio. USD	10.10.2018	Nasdaq	USA
Rubius Therapeutics Inc	277 Mio. USD	17.07.2018	Nasdaq	USA
Tricida Inc	256 Mio. USD	27.06.2018	Nasdaq	USA
Orchard Therapeutics PLC	200 Mio. USD	30.10.2018	Nasdaq	USA
Autolus Therapeutics Ltd	173 Mio. USD	21.06.2018	Nasdaq	USA
Kiniksa Pharmaceuticals LTD	171 Mio. USD	23.05.2018	Nasdaq	USA
Polyphor Ltd	155 Mio. USD	15.05.2018	Swiss Exchange	Schweiz

Quelle: Thomson Reuters (Stand 15.12.2018)

In Hinblick auf die attraktiven deutschen Kandidaten in dieser Industrie wäre es für den deutschen Kapitalmarkt wichtig auch wieder in diesem Segment mitzumischen.

KOLUMNE

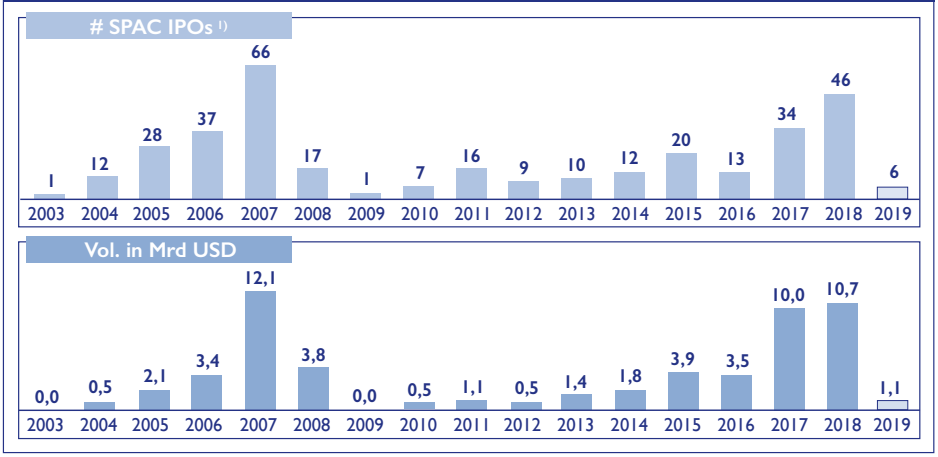
„Blankoscheck“ IPOs bleiben die Ausnahme

Vor ca. 10 Jahren schwappte die Idee aus den USA nach Deutschland über, mit sogenannten SPACs (special purpose acquisition company) an die Börse zu gehen. Dabei handelt es sich um ein reines Akquisitionsvehikel ohne operatives Geschäft, das zum Börsengang mit finanziellen Mitteln ausgestattet wird, um innerhalb eines Zeitraums von bis zu 24 Monaten ein attraktives Unternehmen zu erwerben. Die Initiatoren eines SPAC sind oft Persönlichkeiten mit langfristiger Branchenerfahrung und entsprechendem Netzwerk in der spezifischen Industrie. Daher lassen die Satzungen oft nur Zukäufe aus definierten Branchen oder Regionen zu. Investoren erwerben beim IPO sogenannte „Units“, die aus einer Aktie und einer oder mehreren Optionen bestehen. Diesen Optionen können bei einer Akquisition zu einem festgelegten Preis ausgeübt werden. Units, Aktien und Optionen werden an der Börse zum Handel zugelassen. Da diese Unit-Konstruktion für eine deutsche, börsenfähige Rechtsform nicht möglich ist, wurden ausländische Rechtsformen wie eine englische Limited, holländische N.V. oder luxemburgische S.E. gewählt. Der beim Börsengang eingesammelte Erlös wird bis zur Akquisition auf einem Treuhänderkonto verwahrt und verzinst. Sollte eine akquisitionswürdige Gesellschaft gefunden sein, muss die Hauptversammlung der von den Sponsoren vorgeschlagenen Akquisition mehrheitlich zustimmen. Der Erwerb kann durch einen Aktientausch und / oder einen Barausgleich erfolgen, bei der der wesentliche Betrag des Treuhandvermögens aufgewendet wird. Bisher gab es nur zwei SPAC IPOs am deutschen Kapitalmarkt, die beide im Jahr 2010 stattfanden: Helikos SE und European CleanTech I SE. Den Anfang machte jedoch zwei Jahre zuvor die Germany 1 Acquisition Ltd., die 275 Mio. € einsammelte und an der Euronext notierte. Alle drei SPACs konnten kurz nach ihren Börsengängen einen Unternehmenskauf melden, der sich in zwei Fällen leider als große Enttäuschung herausstellte. Die Käufe von Germany 1 (AEG Power Solution) und European CleanTech (Electrawinds) endeten mit einer Insolvenz. Die Helikos erwarb im Jahr 2011 die EXCEET Gruppe, ein auf Elektronik und Sicherheitstechnik spezialisiertes Technologieunternehmen, für 110 Mio. € in bar und für 3,1 Mio. Aktien. Die Marktkapitalisierung beträgt aktuell rd. 120 Mio. €.

Im Mutterland dieser „Blankoscheck“ IPOs, den USA, hat sich dieses IPO-Vehikel in den letzten fast 20 Jahren am Markt etabliert. Höhepunkt in Volumen und Anzahl war bisher im Jahre 2007 mit über 60 Emissionen und über 12 Mrd. USD Volumen.

2017 und 2018 waren mit jeweils rd. 10 Mrd. USD Emissionsvolumen fast genauso erfolgreich. In den letzten Jahren wurden vor allem Akquisitionsvehikel für Targets in der Ölindustrie aufgelegt, um am Boom „Schieferöl" teilzuhaben. Auch das Niedrigzinsumfeld erhöhte die Nachfrage nach solchen alternativen Investments. Wie das allgemeine IPO Geschehen unterliegen SPACs identischen Zyklen (siehe Abbildung). Von den 335 SPACs, die seit 2003 an den US Börsenplätzen notierten und im Schnitt 170 Mio. USD einsammelten, konnten 53% im Laufe ihrer Existenz ein Unternehmen übernehmen. Laut SPAC Analytics liegt deren Performance bei negativen 0,8%. Jede vierte SPAC wurde wegen nicht gefundener Akquisition wieder liquidiert. In diesen Fällen erhielten die Aktionäre zumindest Ihre Einlage wieder zurück. Der Rest (23%) ist noch auf der Suche nach einem geeigneten Target bzw. in der Anbahnung eines Unternehmenskaufs.

SPAC-IPOs AN DEN US-BÖRSENPLÄTZEN



1) An den Börsenplätzen NASDAG, NYSE
Quelle: Thomson Reuters, Spacs Analytics, Stand 15.02.2019

Unsere Analyse zeigt, dass Erfolg oder Misserfolg von „Blankoscheck" IPOs erheblich vom Geschick und von der Tiefe der Branchenkenntnis ihrer Gründer abhängen, wie es im Private Equity Geschäft üblich ist. Aus Kapitalmarktsicht ist die Idee eines SPACs zu begrüßen, da sie ein weiteres Instrument darstellen, um mögliche „Hidden Champions" über eine Kapitalmarktfinanzierung schnell an den öffentlichen Kapitalmarkt zu bringen.

KOLUMNE

War das IPO Pricing fair?

In der Kapitalmarktforschung wird zur objektiven Messung einer „fairen" Bepreisung von Neuemissionen oft die Aktienkursentwicklung des Neuemittenten mit einem Vergleichsindex bzw. einem Benchmark über einen bestimmten Zeitraum verglichen. Liegt die Aktienperformance über dem Vergleichsindex, so wird von einem „underpricing" gesprochen. Der Ausgabekurs war in diesem Fall zu niedrig. Liegt der Kurs dagegen darunter, so handelt es sich um ein „overpricing". Die Aktie war vergleichsweise zu teuer. In der wissenschaftlichen Literatur finden sich seit vielen Jahrzehnten dazu zahlreiche empirische Studien[1], die dieses Bewertungsthema nach unterschiedlichen Fristen (Periode von wenigen Tagen bis zu mehreren Jahren), Kapitalmärkten (Regionen), Branchen oder Kapitalisierungsgrößen untersucht haben. Die Mehrzahl der Studien zeigt, dass IPOs über einen kurzen Zeitraum tendenziell eher Überrenditen (underpricing") aufweisen, diese über einen längeren Zeitraum abschmelzen und sich in ein „overpricing" umkehren. Zu diesem Phänomen gibt es in der Wissenschaft eine Reihe von Erklärungsversuchen. So spielt für die kurzfristige Unterbewertung der sogenannte „Neuanreizabschlag" eine wesentliche Rolle, der je nach Branche und Unternehmensgröße des Emittenten sowie dem „Reputationsverhalten" der begleitenden Investmentbanken unterschiedlich hoch ausfallen kann. Mit dem Neuanreizabschlag soll schließlich dem IPO-Investor das Erstzeichnungsrisiko vergütet werden. Schwieriger werden die Erklärungen, wenn es sich um das langfristige „overpricing" handelt. Einen wesentlichen Einfluss soll hier u.a. der Konjunkturzyklus haben, wonach Börseneinführungen, die in einer konjunkturellen Hochphase erfolgen, generell zu teuer verkauft werden. Es gibt aber auch Analysen, die diese langfristige Performance differenzierter betrachten und herausstellen, dass vor allem kleinere Wachstumsunternehmen (gemessen an der Marktkapitalisierung), eher unter einem langfristigen „overpricing" leiden als große IPOs. Entsprechendes haben wir in unserer Kolumne „Warum kleinere IPO-Kandidaten nicht zu lange warten sollten" (Heft 08/2018) nachgewiesen. Es widerspricht vor allem den Vorurteilen vieler Unternehmen, die eher den Börsengang schieben wollen, um sich vermeintlich besser zu stellen. Ebenfalls gibt es Messungen, die zum Ergebnis kommen, dass Venture Capital finanzierte IPOs langfristig in ihrer Wertentwicklung deutlich besser wegkommen.

1) Ein Überblick gibt Blättchen/Jacquillat „Börseneinführung- Theorie und Praxis" Fritz Knapp Verlag, 1999; S. 188 - 212

Eine aktuelle Studie von Renaissance Capital zeigt interessanteweise ein völlig anderes Ergebnis zur längerfristigen Performance von IPOs. Danach konnte das globale IPO Universum (gemessen am IPO-Index) über einen Zeitraum von 10 Jahren gegenüber einer Benchmark (FTSE-All World Index) Überrenditen erzielen. Wird der globale IPO-Index[2] nach Regionen untersucht, so schneiden die Regionen (Europa, Nordamerika, Lateinamerika) besser als der Benchmark ab. Nur in China liegt die Performance im negativen Bereich. Dieser regionale Effekt wird u.a. damit erklärt, dass einige der vor über 10 Jahren stattgefundenen Börseneinführungen in den entwickelten Industrienationen (vor allem in den USA) sich zu „quasi Monopolisten" entwickelt haben und nur noch eigeschränkter Wettbewerb herrscht (z.B. Google, Facebook etc.). So halten rund Zwei Drittel der Top-Emittenten in Bezug auf Gewinnmargen auch nach 10 Jahren ihre Spitzenposition. In China hingegen ist der Wettbewerb noch relativ uneingeschränkt, so dass nur etwa 45% der Top-Emittenten nach 10 Jahren immer noch an der Spitze stehen.

Die Beurteilung, ob der Ausgabekurs eines Neuemittenten „fair" gepreist wurde, ist eine der strittigsten Fragestellungen, zu der es leider immer noch keine zufriedenstellende Antwort gibt. „It depends ..."

2) Vgl. FTSE Renaissance Global IPO Index Series vom 30.04.2019

KOLUMNE

Rechtsformumwandlung für den Kapitalmarkt: Je früher desto besser

Für eine Börseneinführung ist die deutsche Rechtsform der AG bzw. der KGaA zwingend. Auch ein Formwechsel in die Europäische Aktiengesellschaft (S.E.) ist nur möglich, wenn die Gesellschaft zuvor als AG firmierte. Der Umwandlungsschritt von der gesellschafterfreundlichen GmbH in die AG wird oft als notwendiges Übel gesehen und daher so weit wie möglich nach hinten geschoben, am besten einige Minuten vor Einleitung der Börseneinführung. Die Argumente, die Umwandlung zu schieben, sind vor allem Kritik an den starren, formalen Abläufen und Strukturen, die das Aktiengesetz mit sich bringt. Zudem wird die Stellung der Gesellschafter durch das fehlende Weisungsrecht gegenüber der Geschäftsführung deutlich abgeschwächt. Sind diese Argumente tatsächlich haltbar und was spricht für eine frühzeitige Umwandlung?

Durch die Aktiennovelle vor ca. 25 Jahren wurde die „kleine AG" ins Leben gerufen, um ähnlich flexible und schnelle Entscheidungsprozesse, wie sie in einer GmbH üblich sind, zu ermöglichen. Unter der „kleinen AG" ist eine Aktiengesellschaft zu verstehen, die weder der Mitbestimmung unterliegt noch als „börsennotiert" bzw. „kapitalmarktorientiert" gilt. Grundsätzlich fallen darunter Unternehmen, die weniger als 500 inländische Mitarbeiter aufweisen sowie keine Wertpapiere (Aktien, Anleihen etc.) an einer regulierten Börse gelistet haben. Die AG muss bei Gründung mindestens über ein Vorstandsmitglied sowie einen dreiköpfigen Aufsichtsrat verfügen. Das Aktiengesetzt schreibt zwischen diesen beiden Organen eine strikte Aufgabentrennung vor, die dem Vorstand das alleinige exekutive Recht zuspricht. Weder die Gesellschafter (Hauptversammlung) noch der Aufsichtsrat können dem Vorstand Weisungen zur Unternehmensführung erteilen. Dem Aufsichtsrat kommt ausschließlich eine dem Vorstand gegenüber kontrollierende und beratende Funktion zu. Jedoch kann der Aufsichtsrat dem Vorstand in seiner Geschäftsordnung einen Katalog über zustimmungspflichtige Geschäfte vorschreiben. Derartige Zustimmungsvorbehalte und die Geschäftsverteilung sind wichtige Mittel zur Überwachung des Vorstands. Im Gegensatz zur GmbH kann nur der Aufsichtsrat den Vorstand bestellen und absetzen. Die Hauptversammlung hat über die Wahl des Aufsichtsrats nur einen mittelbaren Einfluss auf die Vorstandsbesetzung. Jedoch eröffnet das Aktiengesetz bestimmten Aktionärsgruppen per Satzung die Möglichkeit,

ihnen ein Entsenderecht zu gewähren, um ihre Interessen im Aufsichtsrat vertreten zu lassen. Hauptversammlungen können ohne Einhaltung der Form- und Fristvorschriften abgehalten werden, wenn alle Aktionäre zustimmen. Einfache Mehrheitsbeschlüsse können auch ohne Notar erfolgen. Parallel zur Satzung und den gesetzlichen Vorschriften bestehen oftmals noch schuldrechtliche Aktionärsvereinbarungen, die die Rechte und Pflichten zwischen den Aktionären wie Liquidationspräferenzen, Verwässerungsschutz, Mitverkaufsrechte und -pflichten, etc. regeln. Diese ursprünglichen Vereinbarungen werden bei Umwandlung in die AG überführt und enden erst mit der Börseneinführung.

Die AG ermöglicht die Schaffung eines „bedingten Kapitals", welches die GmbH nicht kennt. Mit diesem bedingten Kapital können sowohl Aktienoptionen für ein kapitalmarktorientiertes Mitarbeiterbeteiligungsprogramm als auch Wandelschuldverschreibungen für die weitere Unternehmensfinanzierung („Going Public Anleihe") ausgegeben werden. Mit diesem Instrument können andere Investorenklassen zum Beispiel im Rahmen einer „Cross-over"-Finanzierungsrunde angesprochen werden, wie sie häufig bei Biotechnologieunternehmen zu finden sind. Zugleich ist die Anteilsübertragung mittels Aktie unkomplizierter, da keine notarielle Beurkundung erforderlich ist. Dies macht die Mitarbeiter- oder „Friends & Family" Beteiligung kostengünstiger. Die Möglichkeit der Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien sei noch erwähnt, die jedoch für Wachstumsunternehmen mit keiner oder geringer Dividendenfähigkeit nicht in Frage kommt.

Die „kleine" Aktiengesellschaft schafft Möglichkeiten, eine hohe Flexibilität und Schnelligkeit in den Entscheidungsprozessen sicherzustellen und zugleich den Gesellschaftern Einflussmöglichkeiten auf die Gestaltung des Unternehmens zu lassen. Zudem eröffnen sich neue Finanzierungsinstrumente, wie sie bei einer GmbH nicht möglich wären.
Das wichtigste Argument für eine frühzeitige Umwandlung ist ein Leben in dieser Organstruktur (Vorstand, Aufsichtsrat) zu trainieren. Der Übergang zur Publikumsgesellschaft erfolgt in einem organisierten Prozess mit wenigen Überraschungen für das Management und die Gesellschafter. Öffentlichkeit und Kapitalmarkt belohnen diesen Mut.

KOLUMNE

Die Börse entzaubert „Bewertungsluftschlösser“

In unserer Kolumne „Wenn Bewertung keine Rolle spielt“ im März 2018 zeigten wir auf, wie nach jeder vorbörslichen „VC“ oder „PE“ Finanzierungsrunde mittels „Anti-Dilution-“ und „Liquidationspräferenz“-Klauseln die Einstiegsbewertungen nahezu beliebig nach oben geschraubt werden können. Damit lassen sich auch „Einhörner“ mit durchaus fragwürdigen Geschäftsmodellen produzieren. Wie stabil diese vorbörslichen Bewertungskonstrukte sind, zeigt sich spätestens, wenn diese Gesellschaften den öffentlichen Kapitalmarkt in Anspruch nehmen wollen. Jüngstes Extrembeispiel ist der gescheiterte Börsengang von WeWork, der sich von einem der aussichtreichsten IPO Kandidaten des Jahres zu einem richtigen Desaster entwickelte. Sämtliche vorbörsliche Finanzierungsrunden schaukelten die Bewertung auf 47 Mrd. USD nach oben. Darüber hinaus sahen die für den Börsengang mandatierten großen und bekannten Investmentbanken durchaus weiteres Potential zur möglichen Verdoppelung dieses Wertes beim IPO. Der Markt urteilte jedoch ganz anders. WeWork musste die Preisvorstellungen für seine Aktien auf unter 20 Mrd. USD reduzieren und letztendlich den Börsengang absagen. Aber auch „Einhorn-Emittenten“, die den Sprung an die Börse schafften, mussten seit ihrer Notierungsaufnahme erhebliche Bewertungsabschläge hinnehmen. Der Fahrdienstleiter Uber, der beim IPO im Mai 2019 eine Bewertung von 82 Mrd. USD erzielte, verlor seitdem rd. 35% an Wert. Vor dem IPO kursierten Werte um die 120 Mrd. USD. Sein Wettbewerber Lyft, der mit einer Kapitalisierung von rd. 24 Mrd. USD im März 2019 vor Uber an die Börse gelangte, wird derzeit bei einem Abschlag von über 50% nur noch mit rund 11 Mrd. USD bewertet. Weitere Beispiele sind Slack oder SmileDirectClub. Es scheint, dass die oftmals gepredigte Vorstellung der Überlegenheit der „privaten Märkte“ einen Kratzer bekommen hat. Es ist daher auch kein Wunder, dass potentielle Einhorn-IPO-Kandidaten, wie Palantir, Airbnb oder Endeavor ihre Börsenpläne aufs nächste Jahr verschoben bzw. auf unbestimmte Zeit in die Schublade gelegt haben und stattdessen ihren Finanzbedarf über außerbörsliche Investoren erneut decken müssen.

Man sollte in diesem Zusammenhang die Rolle der Investmentbanken hinterfragen, die zu Beginn des Börsenganges die Sichtweise der „Private Equity" Marktteilnehmer übernehmen und heute weniger als früher die vermittelnde Rolle des Intermediärs, der eine eigenständige, analytische Bewertungsvorstellung entwickelt. Eine mögliche „down round" ist darin nicht vorgesehen, sondern nur „step-ups". Die Entzauberung sollen dann potentielle IPO Investoren vornehmen, deren Einschätzungen in den sogenannten „testing the waters"-Meetings oder „Pilotfishing" eingeholt und anschließend dem Emittenten mit der dann vorprogrammierten Enttäuschung zurückspielt werden. Dieser Trend kann auch deshalb nicht überraschen, da die analytische Kompetenz eines Aktienanalysten im IPO Prozess zunehmend ausgehebelt wurde oder gänzlich verschwindet („kein IPO-Research"). Dieser Trend aus den USA, wo Aktienanalysten im IPO Prozess überhaupt keine öffentliche Rolle mehr spielen, schadet im Ergebnis der Glaubwürdigkeit der Investmentbank als Intermediär zwischen dem Emittent und den Investoren.

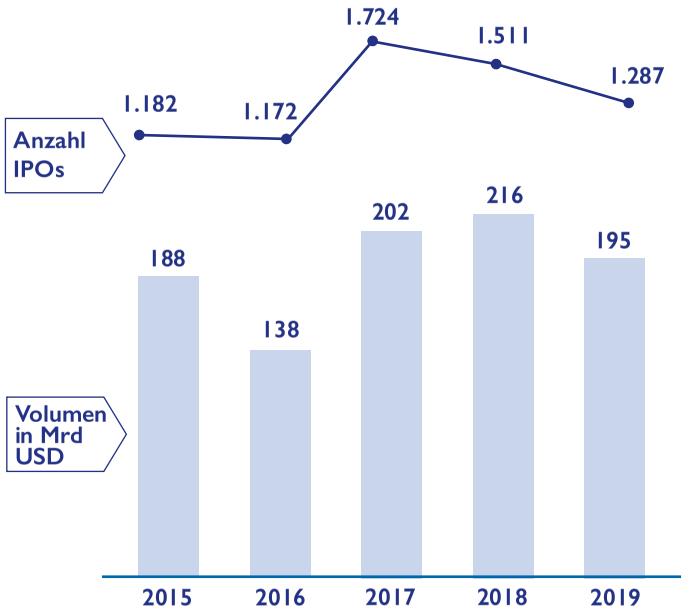
Hier sind die Regulierer weit über das Ziel hinausgeschossen und wir können nur hoffen, dass Europa sich diesem Trend nicht anschließt.

STATISTIKEN 2018 - 2019

Unter den weltweiten „TOP 10“ Emissionen der letzten beiden Jahre befinden sich auch deutsche Emittenten

GLOBALE IPO AKTIVITÄTEN 2015 - 2019

IPO AKTIVITÄTEN



Quelle: Thomson Reuters

„TOP 10“ IPOs in 2018

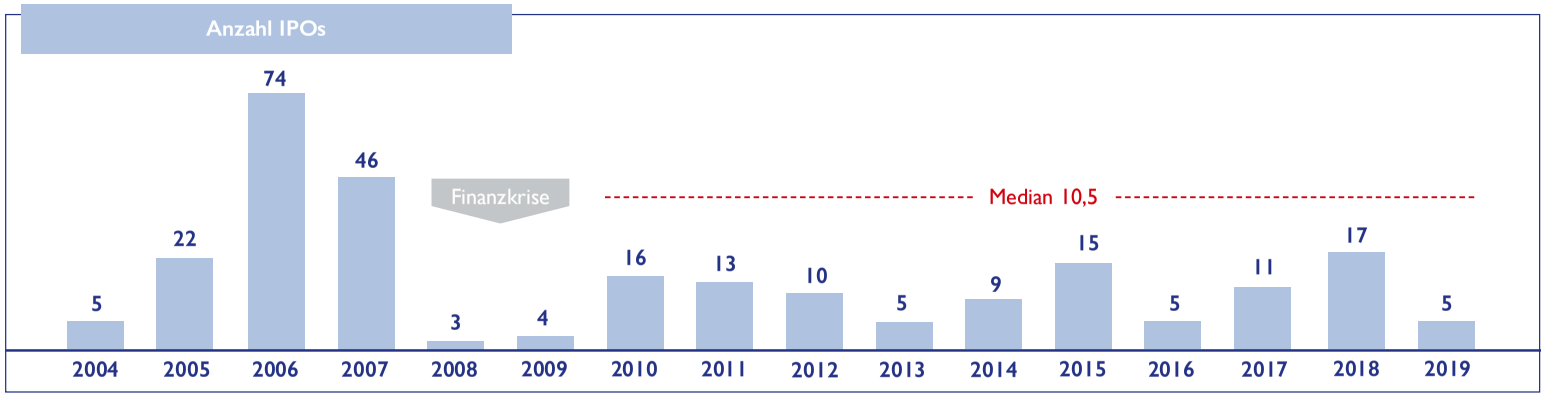
#	Emittent	Datum	Börse	Volumen (Mrd $)
1	Softbank Corp.	10.12.2018	Tokyo	23,3
2	China Tower Corp. Ltd.	01.08.2018	HK	7,5
3	Xiaomi Corp.	29.06.2018	HK	5,4
4	**Siemens Healthineers AG**	**15.03.2018**	**FSE**	**5,2**
5	Meituan Dianping	13.09.2018	HK	4,9
6	**Knorr-Bremse AG**	**10.10.2018**	**FSE**	**4,4**
7	Foxconn Industrial Co Ltd.	22.05.2018	Shanghai	4,3
8	Axa Equitable Holdings Inc.	09.05.2018	NYSE	3,2
9	iQIYI Inc.	28.03.2018	Nasdaq	2,4
10	Pagseguro Digital Ltd.	23.01.2018	NYSE	2,3
15	**DWS Group**	**22.03.2018**	**FSE**	**1,6**

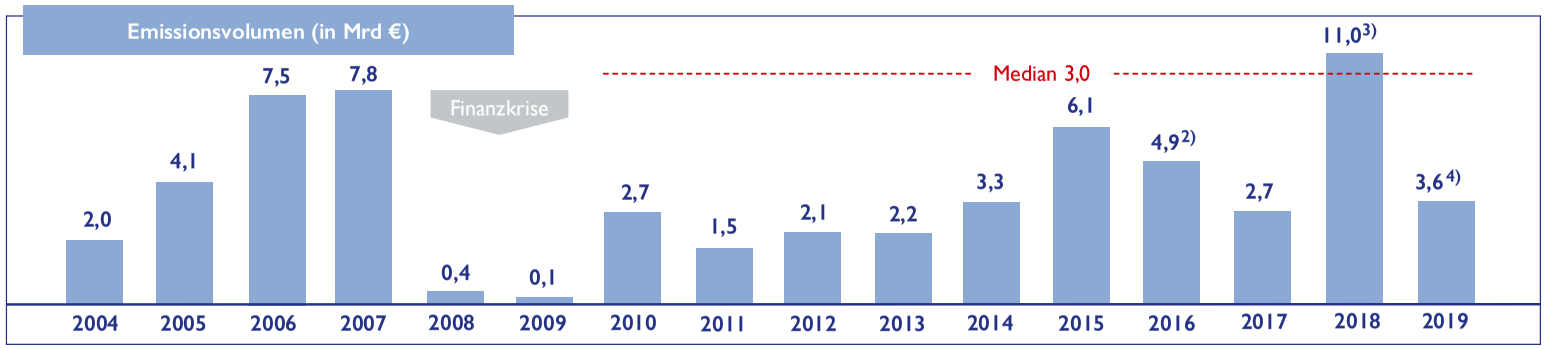
„TOP 10“ IPOs in 2019

#	Emittent	Datum	Börse	Volumen (Mrd $)
1	Saudi Arabian Oil Co	05.12.2019	Saudi Exch	25,6
2	Uber Technologies Inc.	09.05.20190	NYSE	8,1
3	Budweiser Brewing	24.09.2019	HK	5,7
4	Avantor Inc.	16.05.2019	NYSE	3,3
5	Lyft Inc.	28.03.2019	Nasdaq	2,6
6	Nexi SpA	12.04.2019	Milan	2,3
7	**TeamViewer AG**	**24.09.2019**	**FSE**	**2,2**
8	Pinterest Inc.	17.04.2019	NYSE	1.6
9	**TRATON SE**	**27.06.2019**	**FSE**	**1,6**
10	Stadler Rail AG	12.04.2019	Swiss Exch	1,5

Nach dem Rekordjahr 2018 fiel die Emissionstätigkeit im letzten Jahr wieder auf das Durchschnittsniveau der letzten 10 Jahre ab

DEUTSCHER IPO MARKT 1)





1) ohne Listings, inkl. ausgeübter Mehrzuteilungsoption bis Stichtag
2) davon innogy mit 4,6 Mrd €
3) davon 4,2 Mrd € Siemens Healthineers, Knorr-Bremse mit 3,8 Mrd € und DWS 1,4 Mrd €
4) davon 1,6 Mrd € Traton und TeamViewer 2,0 Mrd €
Quelle: B-FA Datenbank

Im Jahr 2018 konnten 17 Unternehmen erfolgreich einen Börsengang an einem der deutschen Börsenplätze vollziehen. Darunter finden sich drei Milliarden-Emissionen

IPOS IN DEUTSCHLAND 2018

Emittent	Industrie	Erstnotiz	Marktsegment	Umsatz[1] in Mio €	EBIT[1] in Mio €	Preisspanne	Ausgabe-preis	PV[2] in Mio €	MC[3] in Mio €	Börsenwert / Umsatz[1]	Konsortialführer
Dermapharm Holding SE	OTC Pharma	09.02.2018	Prime Standard	444,5	82,9	26,00 € - 30,00 €	28,00 €	359,9	1.508,0	3,4x	Berenberg
Stemmer Imaging AG	Bildverarbeitung	27.02.2018	Scale	88,3	4,2	32,00 € - 36,00 €	34,00 €	101,7	221,0	2,5x	Hauck & Aufhäuser
Siemens Healthineers AG	Medizintechnik	16.03.2018	Prime Standard	13.796,0	2.101,0	26,00 € - 31,00 €	28,00 €	4.200,0	28.000,0	2,0x	Deutsche Bank, Goldman Sachs, J.P. Morgan
DWS Group GmbH & Co. KGaA	Fondsgesellschaft	23.03.2018	Prime Standard	2.391,0	783,0	30,00 € - 36,00 €	32,50 €	1.333,1	6.500,0	2,7x	Deutsche Bank
Cyan AG	IT Sicherheitslösungen	28.03.2018	Scale	3,3	1,2	20,00 € - 23,00 €	23,00 €	31,7	193,0	58,5x	Hauck & Aufhäuser, Mainfirst
Godewind Immobilien AG	Immobilien	05.04.2018	Prime Standard	-	-0,4	4,00 € Festpreis	4,00 €	375,0	435,0	-	J.P. Morgan, Citi
Serviceware SE	ERP Software	20.04.2018	Prime Standard	44,3	5,6	22,50 € - 27,50 €	24,00 €	88,9	252,0	5,7x	Commerzbank, Hauck & Aufhäuser
NFON AG	Cloud Telefonie	11.05.2018	Prime Standard	35,6	-1,7	15,60 € - 19,60 € rep.: 11,93 € - 14,00 €	12,00 €	80,5	166,0	4,7x	Berenberg
STS Group AG	Kunststoff-komponenten	01.06.2018	Prime Standard	310,0	46,9	26,00 € - 32,20 € repriced 24,00 €	24,00 €	55,2	144,0	0,5x	Hauck & Aufhäuser, Mainfirst
Home24 SE	Online-Versandhändler	15.06.2018	Prime Standard	275,7	-46,8	19,50 € - 24,50 €	23,00 €	172,5	602,0	2,2x	Berenberg, Citi, Goldman Sachs
capsensixx AG	Buchhaltungssoftware	21.06.2018	Prime Standard	116,2	7,2	16,00 € - 19,00 €	16,00 €	12,3	55,0	0,5x	ICF
Akasol AG	Batteriesysteme	29.06.2018	Prime Standard	14,5	1,1	48,50 € - 64,50 €	48,50 €	118,0	294,0	20,3x	Citi, Commerzbank
Homes & Holiday AG	Vermietung Ferienimmobilien	06.07.2018	M:access	2,8	-1,8	2,00 € Festpreis	2,50 €	4,5	32,0	11,4x	ACON, GBC
creditshelf AG	Online-Kredit-vermittlung	25.07.2018	Prime Standard	1,2	-1,1	80,00 € Festpreis	80,00 €	16,5	107,0	89,2x	Commerzbank
Westwing Group AG	Online-Versandhändler	09.10.2018	Prime Standard	265,8	-24,0	23,00 € - 29,00 €	26,00 €	122,5	518,0	1,9x	Berenberg, Citi
Knorr-Bremse AG	Bremssysteme	12.10.2018	Prime Standard	6.153,5	904,0	72,00 € - 87,00 €	80,00 €	3.848,2	12.896,0	2,1x	Deutsche Bank, J.P. Morgan, Morgan Stanley
DFV Deutsche Familienversicherung AG	Versicherer	04.12.2018	Prime Standard	70,7	2,1	17,00 € - 23,00 €; repriced 12,00 €	12,00 €	45,6	153,0	2,2x	Hauck & Aufhäuser, Mainfirst

1) Im Geschäftsjahr vor Börsengang
2) Platzierungsvolumen inkl. ausgeübter bzw. geplanter Mehrzuteilungsoption (Greenshoe)
3) Marktkapitalisierung zum Ausgabekurs
Quelle: Unternehmensmitteilungen, Wertpapierprospekt

Das Jahr 2019 brachte fünf IPOs an den deutschen Börsenplätze hervor, die insgesamt ein Volumen von 3,6 Mrd € platzieren konnten

IPOS IN DEUTSCHLAND 2019

Emittent	Industrie	Erstnotiz	Markt-segment	Umsatz[1] in Mio €	EBIT[1] in Mio €	Preisspanne	Aus-gabepreis	PV[2] in Mio €	MC[3] in Mio €	Börsen-wert / Umsatz[1]	Konsortial-führer
Frequentis AG	Kommunikations-systeme	14.05.2019	General Standard (FRA); Prime (Wien)	285,8	15,6	18,00 € - 21,00 €	18,00 €	54,0	259,2	0,9x	Commerzbank, BankM
Traton SE	Nutzfahrzeug-hersteller	28.06.2019	Prime Standard (FSE), Large Cap Segment (Stockh.)	25.927,0	1.513,0	27,00 € - 33,00 €	27,00 €	1.387,2	13.500.0	0,5x	Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs, J.P. Morgan
Global Fashion Group (GFG) S.A.	Online-Modevertrieb	02.07.2019	Prime Standard	1.155,90	-157,7	6,00 € - 8,00 €; repriced 4,50 €	4,50 €	194,4	885,1	0,8x	Goldman Sachs, Morgan Stanley, Berenberg
Spielvereinigung Unterhaching Fußball GmbH & Co. KGaA	Sportverein	30.07.2019	m:access	2,9	-3,3	Festpreis 8,10 €	8,10 €	2,7	31,4	10,8x	Baader Bank
TeamViewer AG	Remote-Software	25.09.2019	Prime Standard	258,2	107,1	23,50 € - 27,50 €	26,25 €	1.968,8	5.250.0	20,3x	Goldman Sachs, Morgan Stanley

1) Im Geschäftsjahr vor Börsengang
2) Platzierungsvolumen inkl. ausgeübter bzw. geplanter Mehrzuteilungsoption (Greenshoe)
3) Marktkapitalisierung zum Ausgabekurs
Quelle: Unternehmensmitteilungen, Wertpapierprospekt

Im Jahr 2019 suchten vier in Deutschland ansässige Emittenten einen ausländischen Börsenplatz auf. Das Jahr 2018 ging leer aus

AUSLANDSNOTIERUNGEN DEUTSCHER EMITTENTEN 2015 - 2019

Emittent	Industrie	IPO Datum	Börse	Zugelassenes Wertpapier	Emissionsvolumen (mUSD)	Börsenwert (mUSD)
Uniwheels AG	Auto, Truck & Motorcycle Parts	24.04.2015	Warsaw	Aktien	136	1.302
Curetis N.V.	Medical Equipment	10.11.2015	Euronext	Aktien	48	155
NOXXON Pharma N.V.	Biotechnologie	30.09.2016	Euronext	Aktien	Listing	44
TRIVAGO N.V.	Business Support Services	15.12.2016	NASDAQ	ADS	330	2.629
X-FAB Silicon Foundries SE	Halbleiter	06.04.2017	Euronext	Aktien	493	1.046
inflaRx N.V.	Biotechnologie	08.11.2017	NASDAQ	Aktien	115	366
Jumia Technologies AG	IT Services	11.04.2019	NYSE	ADS	225	1.071
Euroeyes International Eye Clinic Ltd	Retailers	09.10.2019	Hong Kong	Aktien	76	303
BioNTech SE	Biotechnologie	10.10.2019	NASDAQ	ADS	158	3.402
CENTOGENE N.V.	Biotechnologie	07.11.2019	NASDAQ	Aktien	64	287

Quelle: BF-A Datenbank, Thomson Reuters

Viele unserer Mandanten nutzen den Kapitalmarkt sehr erfolgreich

BEISPIELE in Mio €

STAND 31. DEZEMBER 2019

	Kennzahlen bei IPO			Aktuelle Kennzahlen				
Mandant	**IPO**	**Umsatz im GJ vor IPO**	**Börsenwert @ IPO**	**Umsatz 2019e**	**CAGR 1)**	**Börsenwert**	**CAGR 1)**	**Index-zugehörigkeit**
BOSS	20.12.1985	121	**134**	2.859	14%	**3.046**	14%	MDAX
bertrandt	01.10.1996	39	**60**	1.058	15%	**571**	10%	SDAX
AIXTRON	06.11.1997	24	**128**	263	11%	**963**	10%	SDAX / TecDAX
RATIONAL	03.03.2000	131	**262**	864	10%	**8.152**	19%	SDAX
ZEISS CARL ZEISS MEDITEC	19.07.2002 2)	205	**284**	1.459	12%	**10.169**	23%	MDAX TecDAX
DATAGROUP IT Services + Solutions	14.09.2006	30	**18**	307	19%	**546**	29%	-
HYPOPORT THE FINANCE INTEGRATOR	29.10.2007 3)	26	**92**	340	23%	**2.045**	29%	SDAX

1) CAGR: Jährliche Wachstumsrate (Compound Annual Growth Rate)
2) Cold IPO
3) Safe IPO
Quelle: Datenbank B-FA, Thomson Reuters

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GMBH

Römerstraße 109 | 71229 Leonberg
BOX 1338 | 71203 Leonberg

T + 49 (0) 7152 6101940
F + 49 (0) 7152 6101949

@ info@blaettchen-fa.de
www.blaettchen-fa.de