

RENAISSANCE DES KAPITALMARKTS

DIE BÖRSENEINFÜHRUNG IST FÜR FAMILIENUNTERNEHMEN WIEDER RELEVANT

VON PROF. DR. WOLFGANG BLÄTTCHEN UND UWE NESPEHAL

ABSTRACT

Der Börsengang ist im jetzigen Umfeld eine attraktive Option für Familienunternehmen, die, wie die Statistiken zeigen, auch verstärkt wahrgenommen wird. Der folgende Beitrag stellt im ersten Abschnitt das derzeitige Umfeld für Börseneinführungen vor und geht auf aktuelle Usancen in der Gestaltung des Börsengangs ein. Der zweite Abschnitt widmet sich den Kapitalmaßnahmen, die nach dem Börsengang durch den Emittenten und die Gesellschafter möglich sind (Follow-on). Dabei werden zunächst Emissionskonzepte und Platzierungstechniken vorgestellt, wie sie in der Praxis häufig zu finden sind. Danach erfolgt eine Auswertung über Neuemittenten der Jahre 2013 bis 2017 an den deutschen Börsen, in welcher Weise sie den Kapitalmarkt nach ihrem erfolgreichen Börsengang erstmals genutzt haben.

I. Das Umfeld für Börseneinführungen – weltweit und in Deutschland

2017 war weltweit gesehen nach dem Dämpfer im Vorjahr ein starkes IPO-Jahr. Über 1.700 Neuzugänge mit einem Emissionsvolumen von rd. 200 Mrd. USD bedeuten einen beachtlichen Anstieg von rd. 46 % gegenüber dem Jahr 2016 sowohl beim Emissionsvolumen als auch bei der Anzahl der Börsengänge. Auch in den sechs Monaten des laufenden Jahres 2018 befinden sich die weltweiten IPO-Aktivitäten mit einem Volumen von über 100 Mrd. USD und über 750 Neuzugängen auf einem hohen Niveau. Nach Herkunft der Emittenten sind die Regionen Europa, USA und China in Bezug auf das Emissionsvolumen mit jeweils nahezu 26 % gleichauf. Besonders Tech-IPOs finden seit 2017 einen hohen Zuspruch bei Investoren. So verdoppelte sich annähernd deren Anteil am Gesamtemissionsvolumen von 8 % 2016 (11 Mrd. USD) auf 14 % sowohl im Jahr 2017 (28 Mrd. USD) als auch in der ersten Hälfte des laufenden Jahres (16 Mrd. USD). Hinzu kommen noch die Emittenten aus dem Segment „Biotechnologie“, die seit 2013 wieder ein offenes

IPO-Fenster vorfinden. So konnte sich im vergangenen Jahr das weltweite Emissionsvolumen in diesem Sektor gegenüber dem Vorjahr auf 8,2 Mrd. USD verdoppeln. Im laufenden Jahr wurde bereits ein Wert von rd. 5,0 Mrd. USD erreicht.

1. Der deutsche IPO-Markt mit Mega- und Kleinstemissionen

Der deutsche IPO-Markt konnte von der weltweiten Belebung profitieren und erfuhr eine Erhöhung der 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. auf 2,7 Mrd. Euro, jedoch stammten 2017 allein 4,6 Mrd. Euro aus dem Börsengang von Innogy. Delivery Hero erreichte im IPO-Jahr 2017 mit einem Emissionsvolumen von rd. 1 Mrd. Euro in Deutschland den ersten Platz (weltweit auf Platz 18). Befesa, HelloFresh, Aumann und Varta sind weitere Emittenten, die ein Emissionsvolumen von über 200 Mio. Euro und einen Streubesitz von durchschnittlich 34 % erreichten. Unterhalb dieser 200-Mio.-Euro-Schwelle finden sich sechs Neuzugänge, die ein Platzierungsvolumen in der Bandbreite zwischen 2,6 Mio. Euro und 170 Mio. Euro aufweisen und einen mittleren Streubesitzanteil von 28 % nach dem IPO erlangten. In diesen Zahlen zeigt sich die Mannigfaltigkeit des Kapitalmarktes, der sowohl für Groß- als auch für Kleinstemissionen offen steht. Unter den elf Neuemissionen finden sich auch zwei Familienunternehmen, Ibutech und Voltabox¹, die 20 Mio. Euro bzw. 152 Mio. Euro im Rahmen ihres IPOs platzieren konnten und eine Marktkapitalisierung auf Basis des Ausgabekurses von 66 Mio. bzw. 261 Mio. Euro aufweisen. Bezogen auf den von Analysten erwarteten Umsatz für das Jahr

INHALT

- I. Das Umfeld für Börseneinführungen – weltweit und in Deutschland
 1. Der deutsche IPO-Markt mit Mega- und Kleinstemissionen
 2. Auslandsnotierungen bleiben die Ausnahme
 3. Alternative Platzierungsformen: „Safe IPO“ und Listings
 4. Rechtsformwahl
 5. Mitarbeiterbeteiligungsprogramme: ein wesentliches Element im IPO
- II. Nach dem Börsengang: Wie können Emittenten und Altgesellschafter den Kapitalmarkt nutzen?
- III. Fazit

¹ Als Familienunternehmen gilt, wonach mindestens ein Familienstamm die Stimm-mehrheit direkt oder indirekt Unternehmen vor dem Börsengang besitzt.

Emissionstätigkeiten am deutschen IPO-Markt

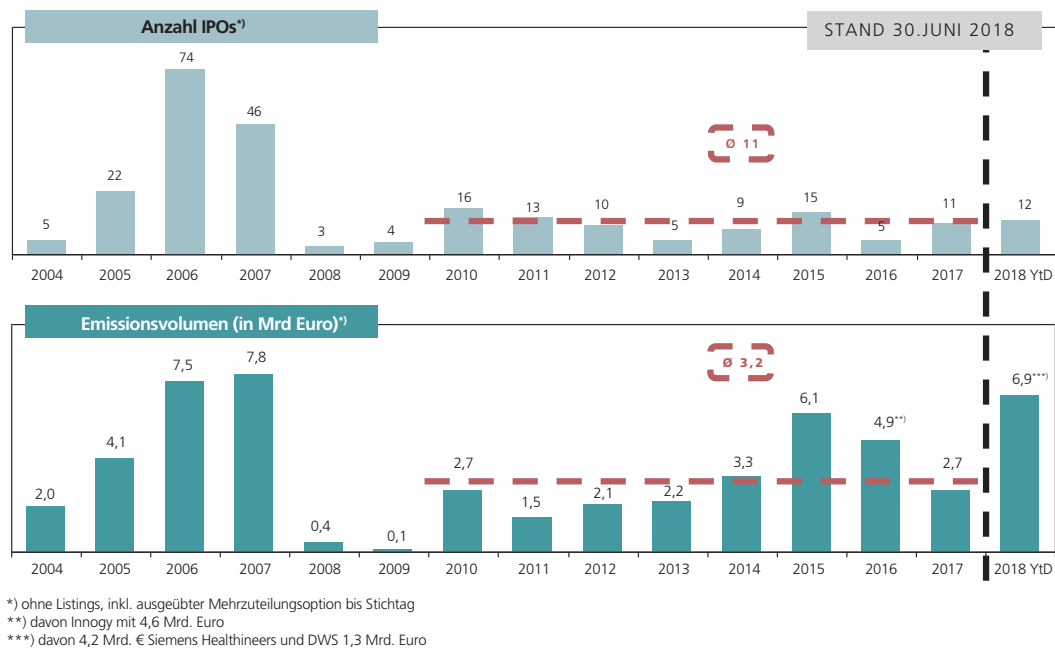


Abbildung 1, Quelle: B-FA Datenbank

2018 wurden Ibutech – ein Technologieunternehmen für die Herstellung von Granulaten – mit dem 3,2-fachen und Voltabox – ein Hersteller von Batteriesystemen für die Automobilindustrie – sogar mit dem 7,7-fachen bewertet.

Um für kleine und mittelständische Unternehmen den Gang an die Börse attraktiver zu gestalten, startete die Frankfurter Börse im März 2017 ihr neues Segment „Scale“, das den Entry Standard ablöste.² Bis Ende des Jahres 2017 gelang es der Börse, vier Neuzugänge für dieses KMU-Segment zu gewinnen, darunter auch das Familienunternehmen Ibutech. Im Median platzierten die vier Scale-Unternehmen rd. 20 Mio. Euro und erreichten eine Marktkapitalisierung von 60 Mio. Euro.

Im ersten Halbjahr 2018 hat die Emissionsdynamik am deutschen IPO-Markt weiter zugenommen. Es fanden zwölf IPOs statt, die in der Summe ein Volumen von 6,9 Mrd. Euro platzieren konnten. Mit der Siemens Healthineers AG (4,2 Mrd. Euro) und der DWS Group GmbH & Co. KGaA (1,3 Mrd. Euro) gelangten zwei weitere Milliardenemissionen an den Markt. Die Siemens-Ausgründung ist weltweit die bisher größte Platzierung in diesem Jahr. Das Volumen würde sogar noch um bis zu 1,8 Mrd. Euro höher ausfallen, hätte Springer Nature nicht im Mai 2018 sein Angebot zurückgezogen. Dadurch wird das laufende Jahr ein Ausreißerjahr in Bezug auf das Emissionsvolumen, das in den vergangenen Jahren durchschnittlich bei 3,2 Mrd. Euro lag. Neben den beiden Mega-Emissionen fanden zwei weitere Neuzugänge im KMU-Segment „Scale“ (Stemmer Imaging AG, Cyan AG) statt, die 102 Mio. Euro bzw. 26 Mio. Euro einsammeln konnten.

Die Anzahl familienbeherrschter Emittenten hat im ersten Halbjahr mit drei Neuzugängen (Dermapharm Holding SE, Godewind Immobilien AG und Akasol AG) auch zugenommen.

In der Summe konnten sie 0,9 Mrd. Euro am Markt platzieren. Der Arzneimittelhersteller Dermapharm, der mehrheitlich zur Gründerfamilie Beier gehört, erzielte beim IPO über 360 Mio. Euro und erreichte eine Börsenkapitalisierung von 1,5 Mrd. Euro. Ein ähnlich großes Emissionsvolumen von 375 Mio. Euro konnte das neu gegründete Immobilienunternehmen Godewind platzieren, das der Familie Ehlerding vor dem IPO zu fast 100 % gehörte. Nach dem IPO hat sich jedoch deren Anteil auf unter 10 % verwässert. Bei der Akasol AG handelt es sich um ein Spin-off eines mittelständischen, familiengeführten Automobilzulieferers (Schulz Group). Akasol hat sich auf die Herstellung von Batteriesystemen für Busse, Industrie- und Nutzfahrzeugen fokussiert und konnte beim Börsengang 100 Mio. Euro als Kapitalerhöhung einsammeln. Darüber hinaus erfolgte eine Umplatzierung in Höhe von 18 Mio. Euro u.a. durch das Mutterunternehmen. Nach dem IPO wird die Familie Schulz über die Muttergesellschaft noch 47 % an Akasol halten sowie im Vorstand vertreten sein. Sämtliche drei Familiengesellschaften wählten als Zugangssegment den am strengsten regulierten Prime Standard der Frankfurter Börse.

2. Auslandsnotierungen bleiben die Ausnahme

Neben dem deutschen Kapitalmarkt suchten Emittenten in den vergangenen Jahren auch vereinzelt ausländische Börsenplätze auf. Dabei sind die paneuropäische Börse Euronext und die US-Börse Nasdaq die am meisten gewählten Alternativen. Seit 2013 haben elf Unternehmen 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 SE) oder den indirekten Weg über eine extra gegründete *Listo* in der Rechtsform einer holländischen

2 Zu den Zulassungs- und Folgepflichten von Scale siehe auch FuS (03/2017), S. 92 ff.

N.V. Der indirekte Weg ermöglicht es den Emittenten, die „richtigen“ Aktien an den US-Börsen zuzulassen. Im direkten Weg bleiben nur American Depositary Shares (ADS) zur Auswahl. Im Jahr 2017 vollzogen zwei Emittenten eine Auslandsnotierung: der Halbleiterhersteller X-Fab Silicon Foundries SE und das Biotechnologieunternehmen Inflarx N.V., die 440 Mio. Euro bzw. rd. 100 Mio. Euro platzieren konnten. Als Börsenplatz wurden die Euronext (X-FAB) und Nasdaq (Inflarx) gewählt. Im laufenden Jahr hat sich bisher kein weiterer Emittent gefunden. Im Vergleich zum einheimischen IPO-Geschehen bleiben Auslandsnotierungen die Ausnahme.

3. Alternative Platzierungsformen: „Safe IPO“ und Listings

Es gab einen regelrechten Medienrummel um das Börsenlisting von Spotify, der am 03. April 2018 an der Nasdaq erfolgte. Danach hätte das Unternehmen eine neue Technik des Börsengangs entwickelt, in dem es auf eine Aktienplatzierung verzichtete und nur die bestehenden Aktien an der Börse zuließ. Damit soll Spotify die Kosten für das teure *Underwriting* der begleitenden Konsortialbanken gespart haben.³ Diese Form des *IPO light* wird jedoch seit Längerem an den deutschen Börsen praktiziert und ist den Angelsachsen als Listing geläufig. Seit 2012 gab es 32 direkte Notierungsaufnahmen an den deutschen Börsen, ohne dass die Erstnotiz 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 offen steht. 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“.⁴

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*). Bspw. wählte im Juli 2017 die Jost Werke AG diesen Weg, in der im Rahmen eines nicht öffentlichen Bookbuilding-Prozesses (Preisspanne: zwischen 25 und 21 Euro) 231 Mio. Euro zu 27 Euro pro Aktie platziert wurden. Die Erstnotiz fand am 20.07.2017 statt. Der Preis lag bei 27,40 Euro. Als bisher einziger Emittent im laufenden Jahr wiederholte das Immobilienunternehmen Instone dieses Verfahren (21,50 bis 25,50 Euro) und sammelte 430 Mio. Euro zu einem Preis von 21,50 Euro ein. Am 15.02.2018 wurde der erste Kurs an der Börse festgestellt, der dem Privatplatzierungspreis von 21,50 Euro entsprach. Seit 2012 fanden zwölf *Safe IPOs* an den deutschen Börsenplätzen statt, die im Schnitt 334 Mio. Euro (Median: 43 Mio. Euro) platzierten. Darunter finden sich auch familiengeführte Unternehmen wie Hella KGaA Hueck & Co (2014), die Schaeffler AG (2015) und die Corestate Capital S.A. (2016). 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 in der Regel auch bestens zeichnen, nicht angesprochen werden können. In Anbetracht der hohen Retailquote im IPO von Siemens Healthineers von über 10 %, was einem Volumen von rd. 400 Mio. Euro entspricht, ist der Privatanleger keine zu unterschätzende Größe. Vor allem im Sekundärmarkt bildet diese Investorengruppe eine wichtige Stütze für die Aktienliquidität. Vollständigkeitshalber sei noch das *Carve-out-IPO* erwähnt, das bei einer Abspaltung eines Geschäftsbereiches einer börsennotierten Gesellschaft gewählt wird. Dabei erhalten die Aktionäre der abspaltenden Gesellschaft neue Aktien der abgespalteten Gesellschaft, die ebenfalls an der Börse zugelassen werden. Die Börseneinführungen der Osram Licht AG (2013) und der Uniper SE (2016) sind die einzigen *Carve-out-Beispiele* der vergangenen Jahre.

4. Rechtsformwahl

Die Aktiengesellschaft ist mit einem Anteil von 66 % (67 Emittenten) unter sämtlichen Börsenkandidaten seit dem Jahr 2013 die präferierte Rechtsform zum IPO.⁵ Danach folgt die europäische Aktiengesellschaft (SE) mit einem Anteil von 13 % (13 Emittenten), die alle in der dualistischen Organstruktur errichtet wurden. Die Rechtsform einer KGaA wurde nur in fünf Fällen bzw. bei 5 % der Kandidaten gewählt. Die KGaA-Struktur ist eine vor allem ausländischen Investoren unbekanntes Rechtsform, die dem Komplementär als geschäftsführendes Organ erhebliche Kompetenzen einräumt. Vielleicht lag es unter anderem auch daran, dass der abgesagte Börsengang der Springer Nature AG & Co. KGaA auf wenig Nachfrage stieß und das IPO der DWS Group GmbH & Co. KGaA nur mit deutlichem Preisabschlag noch glückte. Die restlichen 16 % bzw. 16 Emittenten verwendeten ausländische Rechtsformen wie die S.A. oder B.V.

Unter diesen Neuzugängen befinden sich 17 Familienunternehmen, die sich für folgende Rechtsformen entschieden: neun für die Aktiengesellschaft, vier für die SE, drei für eine ausländische Rechtsform und nur ein Emittent entschied sich für eine KG-Struktur. Es zeigt sich, dass auch unter den familiengeführten Emittenten die KG aus den oben genannten Gründen eine Ausnahme darstellt. Um dennoch den Familieneinfluss langfristig zu erhalten, wäre alternativ die SE in der angelsächsischen, monistischen Organstruktur zu prüfen, wie sie bei der GFT Technologies SE eingeführt wurde.⁶

5. Mitarbeiterbeteiligungsprogramme – ein wesentliches Element im IPO

Seit 2010 haben 41 % der 96 Emittenten an deutschen Börsenplätzen ein kapitalmarktorientiertes Beteiligungsprogramm

3 Laut Wertpapierprospektnachtrag der Spotify Technology S.A. vom 03.04.2018 wurden jedoch für das Listing 45,7 Mio. USD und davon 35 Mio. USD für Financial Advisors aufgewandt (Goldman Sachs, Morgan Stanley).

4 Vgl. Wertpapierprospekt der Spotify Technology S.A. vom 23.03.2018.

5 In der Untersuchung wurden sämtliche 94 Notierungsaufnahmen (IPOs, Listings, *Safe IPOs*) sowie sieben in der Zeichnungsperiode abgebrochene Börseneinführungen im Zeitraum 2013 bis 30.06.2018 berücksichtigt.

6 Vgl. FuS (01/2016), S. 9 ff.

aufgelegt. Diese Quote hat sich in den vergangenen Jahren merklich zugunsten solcher Programme verschoben. Waren es im Zeitabschnitt von 2010 bis 2013 noch 23 % der Emittenten, so erhöhte sich die Quote im Zeitraum zwischen 2014 und heute auf 55 %. In beiden Zeitabschnitten war die Anzahl der Börseneinführungen nahezu gleich (44 bzw. 52 Börseneinführungen). Vor allem die Tech-Unternehmen legen Instrumente für die Incentivierung ihrer Mitarbeiter auf. Darunter finden sich Namen wie HelloFresh, Delivery Hero, Brain, Zalando, Windeln.de oder Rocket Internet. Die klassischen Aktienoptionsprogramme (SOPs), die nach dem AktG geregelt werden, sind am häufigsten zu finden. Als Gegenstück zum klassischen SOP stehen an zweiter 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, sodass diese Instrumente einfacher aufzulegen sind. Die sogenannten *Matching Stock*-Programme (MSPs) stehen an dritter Stelle: Der Begünstigte ist zu einem Investment oder dem Halten von Aktien des Emittenten verpflichtet und dem Investor wird dafür als Entschädigung eine definierte Anzahl von Optionen je gehaltener Aktie gewährt. Der reine Aktienkauf, worunter auch die steuerbegünstigten Belegschaftsaktien fallen, wurde bislang in sechs Fällen angewendet. Eine Sonderform des direkten Aktienerwerbs sind die *Management-Equity*-Programme (MEPs), 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. 7 % des vorbörslichen Grundkapitals reserviert.

Unter den 31 familiengeführten Emittenten in diesem Zeitraum wurde deutlich seltener ein kapitalmarktorientiertes Beteiligungsprogramm zum IPO aufgelegt. So liegt hier die Quote nur bei 19 % bzw. sechs Emittenten. Diese Zahlen überraschen nicht, da in über 80 % der gelisteten Familienunternehmen mindestens ein Familienmitglied auch dem Vorstand angehörte. Bei der Wahl des Instruments wurde in vier Fällen auf ein klassisches Aktienoptionsprogramm zurückgegriffen. Die beiden verbleibenden Emittenten wählten ein Aktienerwerbs- bzw. ein Phantom Stock-Programm.

Eine interessen ausgewogene, kapitalmarktorientierte Mitarbeiterbeteiligung wird von IPO-Investoren verlangt und gehört zum Bestandteil einer notwendigen Börsenreife. Vor allem dann, wenn es sich nicht um typische familiengeführte Unternehmen handelt.

II. Nach dem Börsengang: Wie können Emittenten und Altgesellschafter den Kapitalmarkt nutzen?

Der Börsengang ist der Schlüssel für den Zugang zum öffentlichen Kapitalmarkt. Durch die Börsennotierung erhält der Emittent eine Reihe von Finanzierungsinstrumenten und Platzierungsmöglichkeiten, die er im Laufe des *Being Public* nutzen kann. Neben der Ausgabe von neuen Aktien im Rahmen einer Barkapitalerhöhung sind Wandelschuldverschreibungen oder Optionsschuldverschreibungen weitere Instrumente, die

der Emittent auf Basis seiner Aktiennotierung nutzen kann. Darüber hinaus ist die fungibel gewordene Aktie eine eigenständige Währung, die bspw. im Aktientausch für Übernahmen oder Minderheitsbeteiligungen eingesetzt werden kann. Ebenfalls für den Emittenten von Bedeutung ist die flexible und gegebenenfalls schnelle Handhabung dieser Instrumente. Hier gibt ihm das deutsche Kapitalmarktrecht die Möglichkeit, bezugsrechtsfreie Aktien- und Wandelschuldverschreibungsemissionen bis zu 10 % des bestehenden Grundkapitals an ausgewählte Investoren innerhalb weniger Tage und ohne Wertpapierprospektbilligung zu platzieren (sogenannte PIPE-Transaktionen).⁷ Darüber hinausgehende Barkapitalerhöhungen sind zum Schutz der Aktionäre mit der Ausgabe eines Bezugsrechtes verbunden. Dabei muss dem Aktionär eine zweiwöchige Mindestbezugsfrist angeboten werden. Da jeder Aktionär für seine gehaltene Aktie ein Bezugsrecht erhält, werden dadurch auch alle existierenden Investoren für die Kapitalmaßnahme angesprochen. Dies ist bei einem hohen Streubesitz ein sehr wichtiger Platzierungskanal, zu dem der Emittent mit der Bezugsrechtsausgabe automatisch Zugang erhält. Bei einem IPO müssen erst diese neuen Streubesitzaktionäre aufgebaut werden.

Der Emittent kann mit dem Bezugsrecht „spielen“, um den Platzierungserfolg der angestrebten Kapitalerhöhung zu beeinflussen. So erhöht grundsätzlich ein niedriger Bezugspreis für die jungen Aktien den Platzierungserfolg, da dadurch der Wert des Bezugsrechtes steigt. Jedoch wird dadurch der Erlös aus der Kapitalmaßnahme entsprechend reduziert. Hier gilt es, ein Optimum aus der Höhe des Preisabschlages bzw. Bezugsrechtswertes und der Attraktivität neuer Aktien seitens der bestehenden und neuen Investoren zu finden.

Zudem hat der Emittent die Möglichkeit, einen Bezugsrechtshandel während der Bezugsfrist zu beantragen. Ein Handel ermöglicht es zeichnungswilligen neuen Investoren, Bezugsrechte direkt an der Börse zu erwerben. Der Altaktionär, der das Bezugsrecht nicht ausüben will, kann dieses Recht zu Marktwerten verkaufen. Bei einem Ausschluss des Handels würden ansonsten nach Ende der Bezugsfrist das Recht und somit die Vergütung ersatzlos verfallen. Insbesondere für Kleinanleger oder Family Offices kann der Handel attraktiv sein, um einerseits Rechte für den Bezug neuer Aktien zu erwerben und andererseits bei Nichtbezug zu Marktwerten entschädigt zu werden. Außerdem hat der Emittent neben dem Handel die Möglichkeit, sogenannte *Back Stop-Investoren* aufzubauen. Dabei werden sowohl neue als auch bestehende Investoren gesucht, die nach Ende der Bezugsfrist bereit sind, die nichtbezogenen Bezugsrechte zu übernehmen. Eine Unterstützung dafür bietet die Deutsche Börse an, die ihr Zeichnungsportal *Direct Place*⁸ auch für Kapitalerhöhungen zur Verfügung stellt. Dadurch können quasi Privatanleger zu Back Stop-Investoren werden. Ein offenstehendes Zeichnungsportal kann zudem auch der »

7 PIPE: „Private Investment in Public Equity“, bei dem durch den Bezugsrechtsausschluss eine Privatplatzierung von Wertpapieren durch den börsennotierten Emittenten durchgeführt wird.

8 Mit der Zeichnungsfunktionalität *DirectPlace* werden vor allem Family Offices, Vermögensverwalter und Retail-Investoren angesprochen, bankenunabhängig bei öffentlichen Angeboten von Aktien, Anleihen, Genusscheinen oder Fonds direkt zu zeichnen. Quelle: Deutsche Börse AG

Struktur der Follow-on-Transaktionen

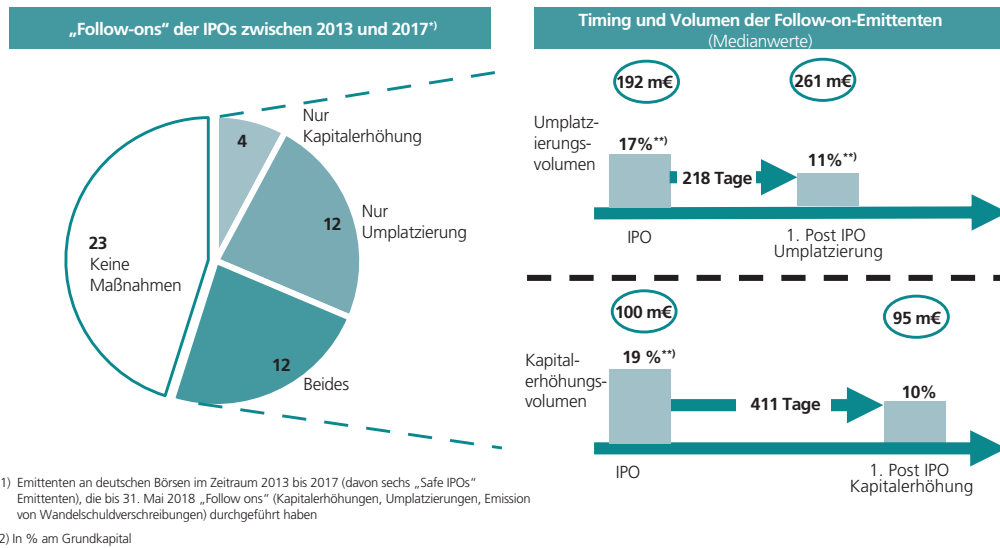


Abbildung 2, Quelle: Thomson Reuters, eigene Recherche

Emittent bereitstellen, wie es bei der Barkapitalerhöhung und Wandelanleiheemission mit Bezugsrechten bei der PNE AG durchgeführt wurde.⁹

Die Börsenzulassung der Aktien hat zur Folge, dass die Wertpapiere fungibel werden, d.h., alle Wertpapiere mit derselben Wertpapierkennnummer sind von ihrer Beschaffenheit (von ihren Rechten) her absolut identisch und können zu jeder Zeit (Handelszeit) und zu jedem Umfang (Minimum: eine Aktie) über die Börse gekauft und verkauft werden (Liquidität). Diese Fungibilität ermöglicht es dem Aktionär, eine größere wie auch kleinere Anzahl von Stücken zu verkaufen. In der Praxis werden jedoch größere Pakete im seltensten Fallw über die Börse verkauft, sondern außerbörsliche Paketverkäufe für interessierte Investoren genutzt. Als Referenz und Verhandlungsbasis gilt aber immer der Börsenkurs. Diese sogenannten Umplatzierungen werden von den Altaktionären in begrenztem Umfang bereits während des Börsenganges im Rahmen des öffentlichen Angebotes oder individuell durch Paketkäufe nach Ablauf der mehrmonatigen Lock-up-Fristen genutzt.

Wie aufgezeigt, gibt es für den Emittenten zahlreiche Möglichkeiten, nach dem erfolgten Börsengang den öffentlichen Kapitalmarkt langfristig für weitere Finanzierungsmöglichkeiten zu nutzen. Auch für die Gründer und Altgesellschafter schafft die Fungibilität Möglichkeiten, Anteile diskretionär zur Vermögensdiversifikation zu verkaufen. Diese Follow-on-Transaktionen, bestehend aus Kapitalerhöhungen, Umplatzierungen und Emissionen von Wandelschuldverschreibungen, nehmen am deutschen Kapitalmarkt einen beachtlichen Umfang ein, der im Schnitt zehnmal so groß ist wie der deutsche IPO-Markt. So beträgt das Emissionsvolumen der Follow-ons im vergangenen Jahr rd. 30 Mrd. Euro mit über 90 Transaktionen. Das IPO-Volumen im selben Jahr betrug 2,7 Mrd. Euro. Wie in der nachfolgenden Abbildung zu erkennen ist, ist auch der

Sekundärmarkt sehr volatil. Es zeigt aber auch, wie sehr der öffentliche Kapitalmarkt als langfristige Finanzierungsquelle und Möglichkeit der Reinvestition genutzt wird. Ein Blick auf die Emittenten zeigt, dass Familienunternehmen diese langfristigen Finanzierungsoptionen zu nutzen wissen.

Untersuchung der Follow-on-Transaktionen von Börsengängern der Jahre 2013 bis 2017

Emittenten und Gesellschafter unterliegen grundsätzlich einer mit der Emissionsbank vereinbarten Stillhaltefrist (Lock-up-Frist), die mehrere Monate ab dem IPO gilt. Danach öffnet sich die Möglichkeit, den Kapitalmarkt erneut für sogenannte *Follow-on-Transaktionen* zu nutzen, die aus Kapitalerhöhungen und Emissionen von Wandelschuldverschreibungen seitens des Unternehmens sowie aus Umplatzierungen seitens der Altgesellschafter bestehen können. Im Folgenden werden dazu die Neuemissionen der Jahre 2013 bis 2017 an den deutschen Börsenplätzen untersucht.

Im Zeitabschnitt 2013 bis 2017 fanden an den deutschen Börsenplätzen insgesamt 45 Börseneinführungen als öffentliche Angebote statt. In der Untersuchung wurden weitere sechs Neuzugänge berücksichtigt, die durch ein sogenanntes Safe IPO¹⁰ den Schritt an die Börse schafften. Damit beträgt die Grundgesamtheit der untersuchten Neuemissionen 51. Diese 51 Emittenten platzierten während ihres IPOs im Schnitt ein Volumen von 448 Mio. Euro (Median: 231 Mio. Euro). Zugleich vereinbarten diese Emittenten gegenüber den begleiteten Emissionsbanken im Durchschnitt eine Lock-up-Frist von 7,2 Monaten. Die Sperre für die Altgesellschafter ist fast doppelt so lang und beträgt durchschnittlich 11,2 Monate. Von den 51 Emittenten haben 28 Unternehmen erstmalig nach ihrem IPO eine Follow-on-Transaktion bis Stichtag 31. Mai 2018 vollzogen.

9 Vgl. Wertpapierprospekt vom 12. September 2014 der PNE AG.

10 „Safe IPOs“ umfassen Neuzugänge, die eine vorbörsliche Privatplatzierung vollzogen und anschließend ein Listing der Aktien vornahmen (Schaeffler, Evonik, Senvion, MyBucks, JOST Werke, Hella).

Somit haben rund 55 % der Neuemissionen den Kapitalmarkt nach ihrem IPO für weitere Kapitalmaßnahmen genutzt. Diese Follow-on-Platzierungen lassen sich unterscheiden: i) Durchführung einer ausschließlichen Kapitalerhöhung oder Emission einer Wandelschuldverschreibung, die von vier Emittenten in diesem Zeitraum genutzt wurde; ii) alleinige Umplatzierungsmaßnahmen der Altgesellschafter, die bei zwölf Emittenten beobachtet werden konnten; iii) eine zeitliche Abfolge beider Maßnahmen, die ebenfalls von zwölf Emittenten durchgeführt wurde.

Im Hinblick auf den zeitlichen Abstand wurde als erste Kapitalmaßnahme eine Umplatzierung vorgenommen. Diese erfolgte im Schnitt nach 338 Tagen bzw. im Median nach 218 Tagen. Im Unterschied zu der Grundgesamtheit (51 Emittenten) beträgt die mittlere Lock-up-Frist für die Altgesellschafter unter den insgesamt 24 Emittenten, bei denen eine Umplatzierung erfolgte, nur 8,3 statt 11,2 Monate. Somit wurde kurz nach Ablauf der Lock-up-Fristen auch das Zeitfenster seitens der Altgesellschafter genutzt, um Paketverkäufe durchzuführen. Das Warten hat sich gelohnt, da sich der Wert der Aktie gegenüber dem Ausgabekurs im Schnitt um 31,4 % (Median: 26,2 %) erhöhte. Die erste Umplatzierungsmaßnahme der Altgesellschafter hatte einen Aktienumfang von durchschnittlich 12,2 % (Median: 10,9 %) des gesamten Grundkapitals bzw. einen mittleren Wert von 320 Mio. Euro (Median: 261 Mio. Euro). Während des Börsengangs betrug das durchschnittliche Umplatzierungsvolumen dieser Unternehmen rd. 370 Mio. Euro (Median: 192 Mio. Euro). Dabei wurden Aktien im Umfang von durchschnittlich 24,1 % (Median: 18,6 %) des Post-Money-Grundkapitals verkauft. Hier zeigt sich, dass die erste Umplatzierungsmaßnahme nach dem IPO einen wertmäßig ähnlichen Umfang hat wie beim Börsengang, nur mit weniger Aktien.

Die erste Kapitalmaßnahme nach dem IPO in Form einer Kapitalerhöhung oder Emission einer Wandelanleihe wurde von 16 Emittenten nach einem durchschnittlichen Zeitraum von 551 Tagen (Median: 441 Tage) vorgenommen, also fast nach der doppelten Zeit im Vergleich zur ersten Umplatzierungsmaßnahme der Altgesellschafter. Obwohl deren vereinbarte Lock-up-Frist durchweg nur sechs Monate (180 Tage) betrug, wurde fast bis 1,5 Jahre nach dem IPO gewartet. Aber auch hier hat sich das Warten gelohnt, da im Schnitt der Aktienkurs gegenüber dem IPO-Ausgabekurs um 37 % gestiegen ist. Durchschnittlich wurden 205 Mio. Euro (Median: 95 Mio. Euro) neue Mittel aufgenommen. Dadurch verwässerten sich im Schnitt die Gesellschafter um 19 % (Median: 10 %). Im Zuge der Börseneinführung platzierten diese Unternehmen als Kapitalerhöhungen ähnliche Größenordnungen von durchschnittlich 263 Mio. Euro (Median: 100 Mio. Euro). Dabei betrug jedoch die Verwässerung 32 % bzw. 19 %.

Von den 16 Emissionen fanden zwölf als Barkapitalerhöhungen statt, darunter zwei in Form eines Bezugsrechtsangebotes. Damit wählten die meisten Emittenten eine Privatplatzierung, die nach deutschem Recht bis zu 10 % des Grundkapitals umfassen kann und nahe dem aktuellen Kurs platziert werden muss. Vier Emittenten platzierten Wandelschuldverschreibungen, die mit einer Wandlungsprämie zwischen 25 % und 35 % ausgestattet waren und zwischen 8 % und 20 % neue Aktien bei Wandlung entstehen lassen. Sämtliche der Wandel-

schuldverschreibungen wurden auch aufgrund ausländischen Gesellschaftsrechts ohne Bezugsrecht im Rahmen einer Privatplatzierung ausgegeben.¹¹

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die erste Kapitalerhöhung nach dem IPO eine zweite Börseneinführung darstellt, nur dass sie deutlich schneller, kostengünstiger und zu einer höheren Bewertung stattfindet.

III. Fazit

Der Börsengang ist der erste Schritt und der Schlüssel für den langfristigen Zugang zum Kapitalmarkt, sowohl für das Unternehmen als auch für die Gründer und ggf. die bisherigen Wachstumsfinanzierer. Das Jahr 2017 und die ersten Monate des laufenden Jahres zeigen eine hohe IPO-Aktivität, insbesondere für Emittenten aus dem Technologiesektor. Aber auch die Follow-on-Transaktionen befinden sich auf hohem Niveau und zeigen, wie sehr der Kapitalmarkt tatsächlich als langfristige Finanzierungsoption genutzt wird. Hierfür stehen dem Emittenten sowie den Aktionären zahlreiche Instrumente und Techniken zur Verfügung. Unter den Neuemissionen der Jahre 2013 bis 2017 haben 55 % der Emittenten und deren Altgesellschafter nach dem Börsengang den Kapitalmarkt erneut in Anspruch genommen. Wie unsere Auswertungen zeigen, ist die erste Follow-on-Transaktion in Bezug auf das Volumen ein zweiter Börsengang. Jedoch findet dieser zu einer höheren Bewertung statt. Für Familienunternehmen lassen sich daraus Strategien ableiten, wie ein Börsengang langfristig optimal genutzt werden kann. ◆

¹¹ Da die Shop Apotheke in der niederländischen Rechtsform der N.V. notiert, ist ein Bezugsrechtsausschluss auch über 10 % möglich. Die Wandelanleihe umfasst bei Wandlung ein Grundkapital von 20 %.



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

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

KEYWORDS

Börseneinführung • Follow-ons • Mitarbeiterbeteiligungsprogramme • Rechtsformwahl