

ALTERNATIVE WEGE AN DEN US-KAPITALMARKT FÜR DEUTSCHE FAMILIENUNTERNEHMEN

BESONDERS EMITTENTEN AUS DER BIOTECHNOLOGIE WAGEN DEN SCHRITT AN DIE AMERIKANISCHE BÖRSE

VON PROF. DR. WOLFGANG BLÄTTCHEN UND UWE NESPEHAL

ABSTRACT

Der Schritt deutscher Unternehmen an den US-Kapitalmarkt ist ein seltener, jedoch für Emittenten aus der Biotechnologie fast alternativlos. Seit 2010 konnten insgesamt 14 Unternehmen an einem der US-Börsenplätze ihre Erstnotiz feiern, davon neun aus dem Sektor Biotechnologie. Im selben Zeitraum erfolgten über 150 Erstnotierungen an den deutschen Börsenplätzen, davon nur eine aus der „weißen“ Biotechnologie¹. Die Entscheidung für einen Börsengang an der Nasdaq oder NYSE bedeutet, sich frühzeitig mit den Konsequenzen und Alternativen in der Corporate Governance-Struktur zu befassen, insbesondere im Fall eines familienbeherrschten Unternehmens. Dieser Artikel gibt einen praxisbezogenen Überblick zu den wesentlichen Fragestellungen, die eine Notierung an den amerikanischen Börsen mit sich bringt. Dazu wird exemplarisch auf die jüngsten Börseneinführungen der BioNTech SE und Immatix N.V. eingegangen, da sie unterschiedliche Formen des Börsengangs und der Corporate Governance-Struktur für ihren Schritt an die US-Börsen wählten².

I. Statistischer Überblick

Der US-amerikanische IPO-Markt zählt zu den aktivsten weltweit. Zu den dominierenden Börsenplätzen zählen zum einen der elektronische Handelsplatz „Nasdaq“, an dem über 4.000 Unternehmen mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von 18 Bio. USD notieren, und zum anderen die New York Stock Exchange („NYSE“), an der rund 2.500 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von ca. 25 Bio. USD gelistet sind³. Wie die Zah-

len zeigen, sind an der Nasdaq vor allem „kleinere“ Unternehmen zu finden. Seit 2015 fanden an beiden Börsenplätzen rund 1.250 Börseneinführungen statt, die über 350 Mrd. USD bei Investoren platzieren konnten. Der Großteil der IPOs ging zwar mit rund 70% an die Nasdaq – jedoch erreichten sie nur rund 46% des Gesamtemissionsvolumens. Auch hier zeigt sich, dass die Nasdaq der bevorzugte Börsenplatz für Unternehmen mit kleinerer Marktkapitalisierung ist: so beträgt das durchschnittliche Emissionsvolumen hier rund 190 Mio. USD seit 2015. An der NYSE liegt der Wert bei etwa 470 Mio. USD⁴. Das folgende Schaubild zeigt die jährliche Entwicklung der Neuzugänge an beiden Börsenplätzen seit 2015. Das laufende Jahr 2020 wird trotz der weltweiten Einschränkungen durch die Corona-Pandemie voraussichtlich sowohl in der Anzahl der IPOs als auch im Emissionsvolumen ein Rekordjahr.

Im Gegensatz zu der sehr regen Neuemissionstätigkeit in den USA ist der deutsche Kapitalmarkt für Börseneinführungen deutlich zurückhaltender. Seit 2015 erfolgten an den deutschen Börsen 57 Neuemissionen, die insgesamt rund 29 Mrd. EUR bei Investoren platzieren konnten; weitere 32 Neuzugänge fanden als reine Notierungsaufnahmen statt, ohne dass öffentlich Aktien angeboten wurden. Im Schnitt gingen damit jährlich 15 neue Unternehmen an die Börse, wobei sich die Anzahl zwischen drei und 20 bewegt⁵.

Durch seine hohe Aufnahmefähigkeit für Neuemissionen wird der US-Kapitalmarkt damit zu einer attraktiven Alternative für deutsche IPO-Kandidaten und deren Eigentümer. Über das Für und Wider eines IPOs an einer der US-Börsen wird seit Jahren

1 Die im Betrag genannten Statistiken zum laufenden Jahr 2020 beziehen sich auf folgenden Stichtag: 30. September 2020. Erstnotierungen im Form eines öffentlichen Angebots (IPO) sowie Listings.

2 Für die europäischen Alternativen verweisen wir auf unseren Beitrag Blättchen/Nespethal, „Renaissance des Kapitalmarkts“, in FuS 4/2018.

3 Quelle: Angaben der Nasdaq und NYSE.

4 Quelle: Datenbank von Thomson Reuters.

5 Quelle: BFA-Datenbank.

INHALT

- I. Statistischer Überblick
- II. Der Schritt an die US-Börse
 1. IPO oder SPAC?
 2. Was macht das „SPAC-IPO“ so interessant?
 3. Direkt oder indirekt?
 4. Erleichterungen für ausländische Emittenten und für Wachstumsunternehmen
- III. Praxisbeispiele: Börseneinführung der BioNTech SE und Immatix N.V.
 1. US-IPO der BioNTech SE
 2. Immatix' Börsengang über einen SPAC
- IV. Fazit

Jahr	NASDAQ		NYSE		Total	
	# IPOs	Vol. (Mrd. USD)	# IPOs	Vol. (Mrd. USD)	# IPOs	Vol. (Mrd. USD)
2015	96	13,8	42	14,8	138	29
2016	83	10,8	33	12,2	116	23
2017	116	15,3	75	32	191	47
2018	172	28,1	71	32,3	243	60
2019	165	35,4	56	29,2	221	65
2020 YTD	174	47,8	103	58,4	277	106

Abb. 1: IPO-Aktivitäten an den US-Börsen; Stand: 30. September 2020; Quelle: Thomson Reuters

diskutiert und es haben tatsächlich auch einige Emittenten den Schritt erfolgreich gewagt⁶. Seit 2010 konnten insgesamt 14 in Deutschland ansässige Unternehmen einen Börsengang erfolgreich an der Nasdaq oder NYSE vollziehen. Davon stammen neun Emittenten aus der Biotechnologie, die in der Summe immerhin rund 720 Mio. USD platzieren konnten – mit Volumina zwischen 25 Mio. und 245 Mio. USD. Für die IPO-Kandidaten aus dieser Branche ist es ein Muss geworden, einen Börsengang in Übersee anzustreben, da der Zugang zu Investoren in den USA deutlich einfacher ist und dort größere Volumina zur Verfügung gestellt werden als in Europa oder in Deutschland. Das letzte IPO eines Biotechnologieunternehmens vollzog die Brain AG im Jahr 2016 an der Deutschen Börse⁷. Seitdem hat sich dort nichts mehr getan, obwohl immerhin drei weitere deutsche Biotechfirmen erhebliche Summen an Eigenkapital erworben haben.

II. Der Schritt an die US-Börse

Im Folgenden werden verschiedene Fragestellungen beleuchtet, mit denen das Management und die Eigentümer von Familienunternehmen konfrontiert werden, wenn ein amerikanischer Börsengang angestrebt wird. Dabei geht es sowohl um mögliche Börseneinführungsvarianten (klassisches IPO, Listing oder die Nutzung eines „SPAC“) als auch um strukturelle Optionen (direkt oder indirekt) des Auftritts am Kapitalmarkt. Letzteres hat Konsequenzen auf die Rechtsform und die Corporate Governance, die im Hinblick auf Flexibilität und Komplexität künftiger Kapitalmaßnahmen sowie gesellschafts-

rechtliche Entscheidungsprozesse unterschiedlich ausfallen können. Diese Weichenstellungen sind nicht nur für Familienunternehmen von Bedeutung, da sie die Freiheitsgrade sowohl des Managements, des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats als auch der Eigentümer begrenzen oder erweitern.

1. IPO oder SPAC?

Der typische Weg eines Börsengangs an die Öffentlichkeit erfolgt über ein Verkaufsangebot neuer oder existierender Aktien des Emittenten. Der Begriff „Öffentlichkeit“ wird jedoch meist auf einen Rechtsraum (Deutschland oder USA) eingeschränkt, in dem die Aktien sowohl institutionellen Investoren als auch Privatanlegern angeboten werden können. Für dieses Angebot hat der Emittent einen von der nationalen Aufsichtsbehörde (BaFin⁸ in Deutschland, SEC⁹ in den USA) bewilligten Wertpapierprospekt zu erstellen und zu veröffentlichen. Dieser Prospekt erfüllt zwei Funktionen: Zum einen bildet er das zentrale Verkaufsdokument für das öffentliche Angebot der Aktien ab und zum anderen ist er das Zulassungsdokument für die neu angebotenen und bereits bestehenden Aktien des Emittenten an der Börse. Bei einem Listing existiert kein öffentliches Verkaufsangebot. In der Regel dauert die Angebotsperiode bis zu zwei Wochen („Bookbuilding“), in der interessierte Investoren innerhalb einer vorgegebenen Preisspanne die Aktien zeichnen können. Nach Ablauf dieser Zeichnungsfrist werden die verkauften Aktien den Investoren schließlich zu einem festgelegten Preis (Ausgabekurs) zugeteilt. Die Platzierung erfolgt nicht direkt durch den Emittenten, sondern unter Einschalt- ➤

6 S. auch Blättchen/Nespethal (2015).

7 S. auch Blättchen/Nespethal (2016).

8 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

9 Securities and Exchange Commission.

Emittent	Industrie	Sitz der dt. Gesellschaft	Erstnotiz	Art des Börsengangs	Börse	Emissionsvolumen ¹ (Mio. USD)	Börsenwert ² (Mio. USD)
voxeljet AG	3D-Drucker	Friedberg	17.10.2013	IPO	NYSE	97	203
Orion Engineered Carbons S.A.	Industrieruß-Zulieferer	Frankfurt/Main	24.07.2014	IPO	NYSE	373	1.016
Innocoll AG	Biotechnologie	Saal a.d. Donau	25.07.2014	IPO	Nasdaq	60	180
Affimed Therapeutics N.V.	Biotechnologie	Heidelberg	12.09.2014	IPO	Nasdaq	50	162
Pieris Pharmaceuticals, Inc.	Biotechnologie	Weihenstephan/Freising	06.07.2015	IPO	Nasdaq	25	106
Trivago N.V.	Internet-Reiseportal	Düsseldorf	16.12.2016	IPO	Nasdaq	330	2.629
inflaRx N.V.	Biotechnologie	Jena	08.11.2017	IPO	Nasdaq	115	366
Immunic AG	Biotechnologie	München	15.04.2019	Fusion mit Vital Therapies Inc. – Nasdaq-gelistet	Nasdaq	-	-
Jumia Technologies AG	E-Commerce	Berlin	15.04.2019	IPO	NYSE	216	1.071
BioNTech S.E.	Biotechnologie	Mainz	10.10.2019	IPO	Nasdaq	158	3.402
Centogene N.V.	Biotechnologie	Rostock	07.11.2019	IPO	Nasdaq	64	286
Immatcis N.V.	Biotechnologie	Tübingen	02.07.2020	SPAC	Nasdaq	-	1.014
CureVac N.V.	Biotechnologie	Tübingen	14.08.2020	IPO	Nasdaq	245	2.847
VIA Optronics AG	Displays	Nürnberg	25.09.2020	IPO	NYSE	129	340

Abb. 2: deutsche Börsengänger an den US-Börsen; 1) inkl. ausgeübter Mehrzuteilungsoption (Greenshoe); 2) zum Ausgabekurs; Quellen: BFA Datenbank, Wertpapierprospekte

tion von einer oder mehreren Investmentbanken (Syndikat), die sowohl die Investorenansprache organisieren und das Orderbuch führen als auch die geordneten Aktien juristisch formal für eine Sekunde vom Emittenten „übernehmen“, um sie anschließend an die Investoren zum Ausgabekurs weiterzureichen. Wurden neue Aktien vom Emittenten angeboten, geht der Emissionserlös als Kapitalerhöhung in die Gesellschaft. Sind die Aktien hingegen von den Gesellschaftern zum Verkauf angeboten, so fließt der Erlös den Gesellschaftern zu. Da die Bank durch die Aktienübernahme der direkte Aktienverkäufer ist, unterschreibt sie mit dem Emittenten den Wertpapierprospekt. Beide haften für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments. Nach Abschluss der Platzierung erfolgt die Handelszulassung der Aktien an der jeweiligen Börse und der Emittent ist börsennotiert. Dieser Prozess ist für einen klassischen Börsengang (IPO) typisch und international mehr oder weniger identisch. Mit dem IPO werden im Ergebnis fungible Aktien geschaffen, ein neuer und anonymer Investorenkreis erschlossen sowie Mittelerrlöse für die Gesellschaft oder für die Gesellschafter durch den Verkauf von neuen bzw. bestehenden Anteilen erzielt. Über diesen klassischen Weg ging die BioNTech SE im Oktober 2019 an die Nasdaq, bei dem das Unternehmen über 150 Mio. USD platzierte. Auf dieses Fallbeispiel aus unserer Beratungspraxis wird später noch eingegangen. Eine alternative Form des Börsengangs, die zu den gleichen

oben genannten Ergebnissen wie das „klassische IPO“ führt, ist die Verschmelzung der Emittentin auf ein bereits börsennotiertes, mit entsprechenden liquiden Mitteln ausgestattetes Vehikel. Allein zu diesem Zweck der Verschmelzung mit einem operativ tätigen Unternehmen wurden sogenannte Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) als börsennotierte Anlagevehikel entwickelt, die seit zwei Jahren in den USA einen nie dagewesenen Boom erleben¹⁰. Ein SPAC ist eine nur mit Geld ausgestattete, börsennotierte Mantelgesellschaft, die eine auf zwei Jahre begrenzte Lebensdauer hat und in dieser Zeit ein passendes Zielunternehmen finden muss. Initiatoren oder Sponsoren dieser „Blankoscheck-Gesellschaften“ sind in der Regel Manager von Private Equity-Gesellschaften, die sich auf Industrien spezialisiert haben und in diesem Umfeld passende Unternehmen suchen. Die Gelder für die potenzielle Übernahme werden zuvor bei einem IPO gewonnen und anschließend in einem Treuhandfonds bis zum Vollzug einer künftigen Übernahme oder bis zur Liquidation des SPAC verzinslich verwahrt. Da der SPAC nur aus Geld besteht, entspricht die Marktkapitalisierung dem Mittelbestand. Als Anreiz für die SPAC-Investoren werden beim IPO sogenannte Units emittiert, die aus Aktien und Warrants („Optionen“) bestehen. Der Aus-

¹⁰ S. auch Blättchen/Nespethal (2019).

gabekurs für diese Units beträgt standardmäßig 10 USD. Nach erfolgtem IPO zerfallen sie faktisch in Aktien und Warrants, die jeweils separat börsennotiert werden. Warrants geben dem Inhaber das Recht, nach Vollzug einer Verschmelzung neue Aktien der dann verschmolzenen neuen Gesellschaft zu einem festgelegten Kurs (i.d.R. 11,50 USD) zu beziehen. Damit verleihen sie dem IPO-Investor einen zusätzlichen Werthebel bei einer erfolgreichen Verschmelzung. Wie beim IPO wird die Emission von einer oder mehreren Investmentbanken begleitet – allerdings werden diese hierbei nach Abschluss der Platzierung nur zu 50% sofort vergütet. Die restlichen 50% werden nur bei Abschluss einer erfolgreichen Verschmelzung gezahlt. Der SPAC-Initiator oder -Sponsor trägt das Finanzierungsrisiko für die Errichtung der SPAC und die Aufwendungen für das IPO, die in den ein- bis zweistelligen Mio.-USD-Bereich gehen können. Dieses Risiko lässt er sich durch eine Art Vorzugsaktien („B Shares“) bezahlen, die ihm kurz vor der Verschmelzung mit einem Zielunternehmen einen Anteil von 20% am SPAC bringen. Nach Vollzug der Verschmelzung reduziert sich dieser ursprüngliche Sponsoranteil auf unter 10%. Die weiteren Anteile halten die SPAC-Investoren sowie die Gesellschafter der Zielgesellschaft. Welche Mehrheitsstrukturen sich nach der Verschmelzung ergeben, hängt grundsätzlich von der Bewertungshöhe der Zielgesellschaft und der Höhe der SPAC-Kasse ab. Die Sponsoren sind anschließend noch im „Non-Executive Board“ (Verwaltungsrat) der verschmolzenen Gesellschaft vertreten. Geführt wird das Unternehmen durch das Management der Zielgesellschaft. Die Verschmelzung muss sowohl von den Gesellschaftern der Zielgesellschaft als auch von den SPAC-Investoren genehmigt werden. Letzteres erfolgt über eine Hauptversammlung, die i.d.R. eine einfache Mehrheit des auf der Gesellschafterversammlung vertretenen stimmberechtigten Kapitals und ein Quorum von 50% des gesamten stimmberechtigten Kapitals erfordert. Wie die Praxis zeigt, werden diese Hürden immer genommen. Allerdings haben die SPAC-Aktionäre bis zur Hauptversammlung das Recht, ihre Aktien der SPAC unter Rückzahlung ihrer Einlage zurückzugeben („Redemption“). Sollte ein SPAC-Aktionär gegen die Verschmelzung sein, so würde er entweder seine Aktien am Markt verkaufen, sofern der Kurs mindestens 10 USD beträgt, oder eine Einlagenrückgewährung von der Gesellschaft verlangen. Im letzteren Fall schmilzt die Transaktionskasse der SPAC und die Verschmelzung wird gefährdet, da die vereinbarte Mindestkasse unterschritten wird. Um dieses Risiko zu minimieren, ist es üblich, dass der Sponsor entweder im Rahmen der Verschmelzung weitere Mittel investiert oder gemeinsam mit dem Zielunternehmen neue Investoren für eine Kapitalerhöhung (PIPE¹¹) gewinnt. Diese Strategie wandte das deutsche Biotechnologieunternehmen Immatics an, das mit Zusagen sowohl vom Sponsor als auch von neuen und bestehenden Investoren weitere 104 Mio. USD mit Abschluss der Verschmelzung einwarb. Wir werden dieses Beispiel aus unserer Praxis im Folgenden weiter erläutern. Das Zielunternehmen, das eine Börsennotierung über einen SPAC sucht, muss folgende Meilensteine auf dem Weg dort-

hin meistern: Verhandlung der Verschmelzungsvereinbarung („Business Combination Agreement“) mit dem SPAC-Sponsor und parallele gegenseitige Due Diligences, in welchen u.a. die Struktur der Verschmelzung, künftige Corporate Governance und Satzung, gegenseitige Haftungs- und Anspruchsregelungen, künftige Beteiligungs- und Incentivierungsprogramme für das Management und Mitarbeiter, weitere Investmenterfordernisse durch den Sponsor oder durch neue Investoren sowie die Bewertung festgelegt werden. Nach Unterzeichnung dieser Vereinbarung ist das komplette Merger Agreement bei der SEC einzureichen, das zugleich auch veröffentlicht („S/F-4“) wird. Danach beginnen die Maßnahmen, um die Verschmelzung bei SPAC-Investoren schmackhaft zu machen, indem zahlreiche Investorengespräche durchgeführt werden. Als wichtiger Indikator für die Akzeptanz der Transaktion steht der SPAC-Aktienkurs: Bleibt er deutlich über 10 USD, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die Aktionäre der Vereinbarung zustimmen. Andernfalls sind weitere Maßnahmen notwendig, um die Akzeptanz zu erhöhen. Parallel sind seitens des Emittenten die erforderlichen Maßnahmen umzusetzen, die für das „Being Public“ (Reporting, Bestellung der Organe, Corporate Governance, Satzung, F-1 Filing) und für die Verschmelzung (Erstellung der Einladungsunterlagen für die SPAC-Gesellschafterversammlung, steuerliche Umstrukturierung) relevant sind. Zwischen der Unterzeichnung der Verschmelzungsvereinbarung und der SPAC-Gesellschafterversammlung vergehen i.d.R. drei bis vier Monate. Die Abbildung 3 zeigt die Dynamik in der Auflegung neuer SPACs am IPO-Markt in den US-Börsen. Im laufenden Jahr ist fast jedes zweite IPO ein SPAC, der im Schnitt rund 400 Mio. USD eingesammelt hat. Das Emissionsvolumen der Blankoscheck-Firmen erreichte bis dato ein Rekordhoch von über 47 Mrd. USD.

2. Was macht das „SPAC-IPO“ so interessant?

Eine SPAC verbindet eine Kapitalmarkttransaktion (IPO SPAC, Überzeugung der SPAC-Investoren, der Übernahme zuzustimmen) mit einer M&A-Transaktion (Business Combination Agreement), bei der letztere für den Erfolg einer SPAC entscheidend ist. Der Sponsor sowie die Zielgesellschaft legen die wesentlichen Parameter der Transaktion fest, worunter vor allem die Bewertungsrelation fällt. Dieser wichtige Punkt wird bereits in einer frühen Phase der Abwicklung festgezurr. Ebenfalls weiß die Zielgesellschaft relativ genau, mit welchem Erlös sie rechnen kann („SPAC-Kasse“ zzgl. möglicher PIPEs abzgl. der Transaktionskosten) und welcher Verwässerungseffekt die Gesellschafter erwartet. Ferner haben beide direkten Zugang zu ihren und neuen Investoren. In diesem wichtigen Entscheidungsprozess sitzen die Sponsoren sowie die Zielgesellschaft im „Driver Seat“. Im Gegensatz zum klassischen IPO ist der Emittent in diesen Fragen von den Investmentbanken unabhängig, die sonst zwischen ihm und den IPO-Investoren stehen. Im IPO wird erst nach dem Schließen der Orderbücher klar, wie die tatsächliche Bewertung und der Emissionserlös ausfallen. Damit hängt der Emittent stark von den Einschätzungen und Empfehlungen der Investmentbanken ab. Wie unsere Statistiken und Erfahrungen zeigen, sind preisliche Zugeständnisse an die Investoren in letzter Minute nicht selten. ➤

11 PIPE steht für „Private Investment in Public Equity“: Privatplatzierung in ein börsennotiertes Unternehmen unter Bezugsrechtsausschluss.

Jahr	SPAC-IPOs	Emissionsvolumen (Mrd. USD)
2013	10	1,4
2014	12	1,8
2015	20	3,9
2016	13	3,5
2017	34	10
2018	46	10,8
2019	59	13,6
2020 YtD	47	122

Abb. 3: SPAC-IPOs an den US-Börsen;
Stand: 30. September 2020; Quelle: Thomson Reuters

Darüber hinaus können der Sponsor sowie die Zielgesellschaft weniger restriktiv über die geplante Verschmelzung in der Öffentlichkeit kommunizieren, als es im IPO-Prozess üblich ist. So ist es gängig, dass in den öffentlichen Dokumentationen zur geplanten Verschmelzung von der Zielgesellschaft erstellte Prognosen, Bewertungsannahmen oder detaillierte Finanzplanungen diskutiert werden können. Im IPO-Prozess ist dies undenkbar, zumal Sell-Side-Analystenstudien bei US-IPOs erst nach dem IPO veröffentlicht werden dürfen und in der entscheidenden IPO-Vermarktung somit keine Anwendung finden.

Für die Zielgesellschaft hat der SPAC-Prozess den Vorteil, dass aufgrund der erhöhten Transaktionssicherheit der Zwang zur Umsetzung der erforderlichen Maßnahmen bis zum Gesellschafterbeschluss der SPAC-Aktionäre (Verschmelzungsstrukturen, Being Public-Erfordernisse) besteht, die im Merger oder Business Combination Agreement definiert wurden. Im IPO-Prozess kann es dagegen durchaus passieren, dass das Projekt durch Marktwidrigkeiten oder durch unerwartete negative Due Diligence-Ergebnisse verzögert oder gestoppt wird. Zugleich ähneln die Dokumentationsanforderungen, die durch die Zielgesellschaft zu erbringen sind, jenen bei einem IPO.

Ein wesentlicher Beitrag der SPAC-Sponsoren ist das Einbringen ihres Industrie-Know-hows sowie ihres Netzwerks. Deutschen Unternehmen kann Letzteres ermöglichen, in den USA einen schnellen operativen Zugang zu erhalten. Beim IPO müsste der Emittent es erst erkaufen.

3. Direkt oder indirekt?

Strukturell kann der Emittent entweder direkt oder indirekt auf dem US-Kapitalmarkt in Erscheinung treten. Bei der direkten Option tritt das Unternehmen selbst als Emittent am Markt auf; bei der indirekten Alternative wird eine neu errichtete Holdinggesellschaft dazwischengeschaltet. Bei der direkten Variante kann der Emittent einer in Deutschland üblichen börsenfähigen

Rechtsform einer Aktiengesellschaft bzw. einer europäischen AG als SE sowie deren Derivate (KGaA-Strukturen) eine Notierung vornehmen. Zugleich eröffnet die SE die Möglichkeit der Errichtung einer monistischen Organstruktur (Verwaltungsrat), die dem angelsächsischen „One-Tier Board“ entspricht¹². Allerdings können die Aktien in diesem Fall nur als „American Depositary Shares“ (ADS) an der US-Börse zugelassen und gehandelt werden. ADS sind auf US-Dollar lautende, von US-Depotbanken in den USA ausgegebene Hinterlegungsscheine, die eine bestimmte Anzahl hinterlegter Aktien eines ausländischen Unternehmens verkörpern und am US-Kapitalmarkt gehandelt werden können. Der Vorteil der direkten Variante ist vornehmlich, dass der Emittent im vertrauten gesellschaftsrechtlichen Rechtsrahmen agieren kann und sich zusätzlich nur noch den US-Kapitalmarktusancen anpassen muss. ADS sind etablierte Instrumente bei US-Investoren, obwohl sie gegenüber Aktien in der Transaktionsabwicklung etwas komplexer (Abwicklung über die ADS-Depotbank) und auch für den Investor mit geringen Mehrkosten verbunden sind. BioNTech wählte diese Variante in der europäischen Rechtsform der SE.

Die indirekte Variante wird in erster Linie gewählt, um sich so weit wie möglich der angelsächsischen Corporate Governance und Flexibilität bei den Kapitalbeschlüssen zu nähern. Dazu wird eine in der Praxis häufig anzutreffende niederländische Managementholding (BV bzw. NV) gegründet, die in Form einer Sacheinlage die Anteile der deutschen Gesellschaft übernimmt. Diese Holding tritt als Emittentin an der US-Börse auf. Die niederländische NV ermöglicht, ein gegenüber der deutschen AG deutlich größeres Vorratskapital mit Bezugsrechtsausschluss von der Hauptversammlung beschließen zu lassen. Ebenso sind die juristisch erlaubten Abschlüsse bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss weniger restriktiv als

12 S. auch Wiedemann/Wanzel (2011) sowie Wiedemann/Frohnmayr (2014).

im deutschen Recht. Der nominale Mindestnennwert beträgt bei der NV 0,01 EUR pro Aktie, sodass mit relativ niedrigem Eigenkapital bereits eine ausreichende Aktienanzahl für das Börsenlisting geschaffen werden kann. So können die Aktien direkt zum Handel an den US-Börsen zugelassen werden, ohne den Umweg über ADS zu gehen. Auch sind nach niederländischem Recht die für deutsche AGs geltenden Beschränkungen bei Aktienoptionen (Mindesthaltefristen, Organbeschränkungen, Erfolgshürden, Kapitalbegrenzungen) obsolet. Letzteres wird jedoch im niederländischen Corporate Governance-Kodex wieder teilweise korrigiert. Seine Empfehlungen kommen den deutschen Vorschriften sehr nahe. Diese Vorteile bzw. Flexibilität werden durch eine erhöhte Komplexität mit drei zu beachtenden Rechtsräumen (deutsches, niederländisches und US-amerikanisches Recht) erkauft. Darüber hinaus zeigen sich bereits die wichtigsten US-Aktionärsvertreter (ISS, Glass Lewis) weitestgehend skeptisch gegenüber derart umfangreicher Freiheit bei den Kapitalbeschlüssen, sodass auch hier die Summe an Vorratskapital mit Bezugsrechtsausschluss begrenzt werden soll¹³.

4. Erleichterungen für ausländische Emittenten und für Wachstumsunternehmen

Hat ein Emittent seinen legalen Sitz außerhalb der USA und besteht sein stimmberechtigtes Kapital mehrheitlich aus Nicht-US-Bürgern sowie das „Executive Board“ (der Vorstand) mehrheitlich aus Nicht-Amerikanern, so unterliegt die Gesellschaft laut SEC dem Status als „Foreign Private Issuer“ (FPI). Diese Einstufung führt zu einigen Ausnahmeregelungen in der Berichterstattungspflicht sowie in der Corporate Governance, die ein US-Listing für Ausländer erleichtern. Statt Finanzberichte nach US-GAAP zu erstellen, kann der Emittent IFRS anwenden. Allerdings sind die US-spezifischen Regelungen für die Bestellung des Wirtschaftsprüfers (PCAOB-Standards) zu beachten. Ferner erlaubt die FPI-Regelung, dass grundsätzlich die heimischen Corporate Governance-Regelungen für börsennotierte Gesellschaften angewandt werden können. In Deutschland ist dies der indirekt ins deutsche Aktiengesetz übertragene Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK). Sollte der Emittent eine NV-Holding sein („indirekte Struktur“), so kann auf das niederländische Pendant verwiesen werden. Es empfiehlt sich grundsätzlich, den heimischen Corporate Governance-Kodex freiwillig anzuwenden, da ansonsten Corporate Governance-Regelungen der Nasdaq bzw. NYSE für US-Emittenten erfüllt werden müssen, die nur eine monistische Struktur kennen. Die Gründung eines unabhängigen Prüfungsausschusses innerhalb des Aufsichtsrats (dualistische Struktur) bzw. Verwaltungsrats (monistische Struktur) ist sowohl für die Nasdaq als auch für die NYSE obligatorisch. Ferner sind FPIs von der Veröffentlichung von Quartalsberichten (QI und QIII) befreit. Es empfiehlt sich jedoch, diese freiwillig zu publizieren, um nicht gegenüber den amerikanischen börsennotierten Vergleichsunternehmen als wenig transparent zu erscheinen.

13 Vgl. Glass Lewis (2020) oder ISS (2020).

Erzielt der Emittent im letzten Geschäftsjahr vor seiner Erstnotierung weniger als 1 Mrd. USD, so unterliegt er zusätzlich noch den Befreiungen für Wachstumsunternehmen („Emerging Growth Company“ (EGC) nach dem „Jobs Act“)¹⁴. Diese Befreiungsregelungen gelten sowohl für US- als auch für Auslands-emittenten und enden fünf Jahre nach ihrer Erstnotiz¹⁵. Zu den wesentlichen Erleichterungen zählen die Veröffentlichung von zwei statt drei vergangenen testierten Jahresabschlüssen für den IPO-Prospekt (F-1) sowie die Befreiung zur Prüfung der SOX¹⁶-internen Kontrollen in der Finanzberichterstattung durch einen Wirtschaftsprüfer¹⁷. Letzteres bedeutet erheblich weniger Mehraufwand in der Abschlussprüfung und der internen Organisation.

III. Praxisbeispiele: Börseneinführung der BioNTech SE und Immutics N.V.

1. US-IPO der BioNTech SE

BioNTech wurde 2008 in Mainz gegründet und baute in den elf Jahren bis zum IPO am 10. Oktober 2019 über die mRNA-Technologie eine weltweit führende Position in der Therapie von Krebs- und Infektionskrankheiten auf. Seit der Gründung bis zum IPO erfolgten mehrere Finanzierungsrunden von in Summe über 500 Mio. USD. Die Gesellschafterstruktur sah kurz vor dem IPO wie folgt aus: 52% AT Impf GmbH (Family Office der Familie Strüngmann), 19% Ugur Sahin (Mitgründer und Vorstandsvorsitzender), 6% MIG Fonds sowie 23% von Gesellschaftern, die jeweils weniger als 5% halten, wie Mitarbeiter, weitere Mitgründer und Vorstandsmitglieder, die Bill & Melinda Gates Foundation, Pfizer, Eli Lilly oder Redmile. Die Organe wählten die Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea; SE) als Rechtsform für das IPO. Bereits mit Gründung firmierte BioNTech als AG. Die SE führte die dualistische Organstruktur beim Formwechsel fort und wurde beim IPO mit je vier Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern besetzt. Die Gesellschaft orientiert sich freiwillig am Deutschen Corporate Governance Kodex und hatte zum Zeitpunkt des IPOs drei Ausschüsse innerhalb des Aufsichtsrats implementiert. Da die SE direkt als Emittentin an der US-Börse auftritt, wurden die neu ausgegebenen Aktien über ADS verbrieft und an der Nasdaq zum Handel zugelassen. BioNTech wird von der SEC als FPI und EGC eingestuft.

Für den Börsengang wurden vier sogenannte aktive Bookrunner sowie weitere sechs Konsorten mandatiert. Das Syndikat stand unter der Führung von JP Morgan („Lead Left“) und der Bank of America Merrill Lynch (Co-Lead). Am 30. August 2019 wurde der Prospekt (F-1) erstmals über die SEC veröffentlicht, wobei eine erste vertrauliche Einreichung bereits Mitte Juni 2019 erfolgt war. Zwischen der ersten Veröffentlichung des F-1 und dem Beginn der aktiven Vermarktung verlangt die SEC eine Stillhaltefrist von mindestens 15 Tagen. Am 24. September 2019 veröffentlichte die Gesellschaft einen Prospektnach- ➤

14 Jumpstart Our Business Startups Act (abgekürzt als „Jobs Act“).

15 Sofern nicht vorher eine Streubesitzkapitalisierung von mehr als 750 Mio. USD erreicht wird.

16 Sarbanes-Oxley Act.

17 Vgl. Sarbanes-Oxley Act Section 404(b).

trag (F-1/A), in der die Preisspanne (18 bis 20 USD) sowie die Anzahl der angebotenen Aktien (15,2 Mio. ADS inkl. einer 15%igen Mehrzuteilungsoption) angegeben wurden. Die Vermarktungsphase bzw. das Bookbuilding dauerten bis zum 9. Oktober 2019 an, in der das Management zahlreiche Roadshows in den USA sowie Europa absolvierte. Aufgrund des sich deutlich eintrübenden Marktumfelds wurde die Preisspanne am letzten Tag der Zeichnungsfrist auf 15 bis 16 USD sowie die angebotene ADS-Anzahl auf 1,5 Mio. inkl. Mehrzuteilungsoption reduziert. Der Ausgabekurs lag schließlich bei 15 USD. Damit erreichte BioNTech eine für Biotechs außergewöhnlich große Marktkapitalisierung von über 3,4 Mrd. USD und erlöste 158 Mio. USD trotz noch lange absehbarer Verluste. Mit dem IPO erlangten Gesellschaft und Familiengeschafter den Zugang zum liquiden US-Kapitalmarkt und konnten seitdem ihre fungibel gewordenen Anteile bei rasant steigenden Kursen und Bewertungen über 20 Mrd. USD für eine öffentliche Übernahme im Rahmen eines Aktientauschs, mehrere PIPEs (insgesamt über 400 Mio. USD) sowie eine öffentliche Barkapitalerhöhung im Sommer 2020 in Höhe von 512 Mio. USD nutzen. Sämtliche Kapitalmaßnahmen erfolgten in der Rechtsform der deutschen SE. Die verwendete „ABB- Rights Offering-Kapitalerhöhung“¹⁸ ist eine Struktur, die Nachteile des deut-

schen Aktienrechts bzgl. Bezugsrechtsausschluss und Abschlag zum Börsenkurs im Wesentlichen kompensiert¹⁹.

2. Immatrics' Börsengang über einen SPAC

Einen anderen Weg sowohl beim Börsengang als auch in der Transaktionsstruktur wählte das in Tübingen ansässige Biotechnologieunternehmen Immatrics. Immatrics wurde im Jahre 2000 gegründet und hat sich auf Entwicklung und Herstellung von T-Zell-Immuntherapien für die Behandlung von Krebs, insbesondere für die Therapie schwer behandelbarer solider Tumore, spezialisiert. Zu den Gesellschaftern, die mehr als 5% an der Gesellschaft vor dem Börsengang hatten, gehören divini (Family Office der Familie Hopp), AT Impf GmbH (Family Office der Familie Strüngmann), Wellington Partners sowie die MIG Fonds. Anstelle eines klassischen IPOs wählte Immatrics den Weg über die Verschmelzung mit der SPAC „ARYA Sciences Acquisition Corp.“ (Arya). Arya hatte selbst im Oktober 2018 ein IPO an der Nasdaq vollzogen und dabei für künftige Akquisitionen rund 144 Mio. USD einwerben können. Die Gründer bzw. der Sponsor von Arya ist Perceptive Advisors, eine auf Pharma/Healthcare spezialisierte US-Beteiligungsgesellschaft. In Herbst 2019 begannen die ersten Gespräche mit Arya und dem Management von Immatrics über eine mögliche Verschmel-

18 S. Pressemitteilung der BioNTech SE vom 17. Juli 2020 über den Abschluss der ABB-Kapitalerhöhung.

19 S. Positionspapier des Deutschen Aktieninstituts vom 30. April 2020: „Eigenkapitalaufnahme aus privater Hand zur Bewältigung der COVID-19-Krise erleichtern“.

Datum	Dokumente	Meilensteine
05.09.2019		NDA zwischen Arya und Immatrics, Start der vorläufigen „Business and Financial Due Diligences“
13.12.2019		Arya und Immatrics vereinbaren ein „Non-binding Term Sheet“ (Einbringungswert Immatrics von 350 Mio. USD)
17.03.2020	8-K	Arya und Immatrics unterzeichnen „Business Combination Agreement“ (BCA)
		<ul style="list-style-type: none"> • Business Combination Agreement • Pressemitteilung • Investorenpräsentation
15.04.2020	F-4	SEC Registration Statement (vorläufig)
		<ul style="list-style-type: none"> • Proxy Statement • Prospekt
22.05.2020	F-4/A-1	SEC Registration Statement (Amendment 1)
05.06.2020	F-4/A-2	SEC Registration Statement (Amendment 2), finale Satzung sowie Geschäftsordnungen der N.V.
08.06.2020	F-4/A-3 final	Finale „F-4-Version“, inkl. finaler „Proxy Statements“ (Einladung für die Gesellschafterversammlung Arya)
10.06.2020	EFFECTIVE	SEC billigt „F-4“
29.06.2020		Aryas Gesellschafterversammlung
01.07.2020	8-K, F-1	Abschluss des BCA, Pressemitteilung und Aktienregistrierung
02.07.2020		Notierungsaufnahme der Immatrics-Aktien an der Nasdaq

Abb. 4: Zeitplan „Business Combination“ Immatrics und Arya; Quelle: Immatrics SEC-Veröffentlichungen

zung. Am 17. März 2020 veröffentlichte Immatix und Arya den vereinbarten Verschmelzungsvertrag (BCA), der unter Vorbehalt der Zustimmung der Arya-Aktionäre stand. In diesem Zusammenhang konnte Immatix die Zusage eines PIPE-Investments in Höhe von 104 Mio. USD von bestehenden und neuen Investoren erzielen, sobald die Verschmelzung vollzogen wurde. Davon stammen 25 Mio. USD vom Sponsor. Die Immatix-Gruppe wurde mit einem Eigenkapitalwert in Höhe von 350 Mio. USD mit der SPAC verschmolzen. Am 29. Juni 2020 fand die Arya-Gesellschafterversammlung statt, die der Verschmelzung mehrheitlich zustimmte. Da keine Aktien zurückgegeben wurden, konnte die geplante Aktionärsstruktur erreicht werden: ursprüngliche Immatix-Aktionäre 61 %, Arya-Aktionäre 23 %, Sponsoren 10% sowie neue Investoren 7%, die über den PIPE investierten. Am 2. Juli 2020 konnte die Verschmelzung abgeschlossen werden; die Immatix-Aktien wurden am selben Tag erstmals an der Nasdaq gehandelt.

Als Emittentin tritt die Immatix N.V. auf, eine niederländische Holdinggesellschaft, die 100% der Anteile an der in Deutschland ansässigen Immatix GmbH hält. Mit der NV erhält die Gesellschaft die im vorherigen Abschnitt aufgezeigte Flexibilität bei künftigen Kapitalmaßnahmen und in der Corporate Governance; doch muss die Immatix-Gruppe damit die Juristerei dreier Rechtskreise beachten. Eine Besonderheit sieht die NV-Satzung vor, wonach die dualistische Organstruktur automatisch nach zwölf Monaten in eine monistische wandelt. Diese Struktur war im Verschmelzungsvertrag verhandelt worden. Die Immatix N.V. ist laut SEC ein „FPI“ und wurde als „EGC“ eingestuft, die den Befreiungen durch den „Jobs Act“ unterliegt.

IV. Fazit

Für kapitalmarktorientierte Familienunternehmen, insbesondere aus der Biotechnologie, ist ein amerikanischer Börsengang im jetzigen Umfeld eine ernsthaft in Betracht zu ziehende Option. Ein äußerst liquider und aufnahmefähiger Markt bietet durch die angesprochenen Gestaltungsmöglichkeiten erhebliche Vorteile bei Volumen und Bewertung. Neben dem klassischen IPO ist ein Börsengang über SPACs eine attraktive Alternative, die es in der Vergangenheit in diesem Ausmaß nicht gegeben hat²⁰. Diese Optionen setzen voraus, dass sich das Familienunternehmen in ein gesellschaftsrechtliches Korsett begibt, das in Deutschland noch immer kritisch gesehen wird. Darüber hinaus muss mit dem Schritt an den Kapitalmarkt Klarheit herrschen, ob eine direkte oder indirekte Emissionsstruktur gewählt wird. Dies ist letztlich eine Abwägung zwischen Flexibilität und Komplexität. ◆

20 S. Bloomberg Businessweek vom 31. August 2020

KEYWORDS

IPO • SPAC-IPO • US-Kapitalmarkt • Familienunternehmen • Corporate Governance

LITERATURVERZEICHNIS

Blättchen, W./Nespethal, U. (2018):

Renaissance des Kapitalmarkts. In: FuS, 2018(4), S. 124–129.

Nasdaq (2020):

Homepage der NASDAQ: <https://www.nasdaq.com>

NYSE (2020):

Homepage der NYSE: <https://www.nyse.com>

Blättchen, W./Nespethal, U. (2015):

Kapitalmarktfinanzierung und Familienunternehmen.

In: FuS, 2015(5), S. 172–179.

Blättchen, W./Nespethal, U. (2016):

Der Börsengang der BRAIN AG. In: FuS, 2016(3), S. 96–102.

Blättchen, W. (2019):

Blankoscheck-IPOs bleiben die Ausnahme.

In: GoingPublic Magazin online, 2019(3), S. 16.

Wiedemann, A./Wanzel, L. (2011):

Europäischen Aktiengesellschaft. In: FuS, 2011(2), S. 51–57.

Wiedemann, A./Frohmayer, T. (2014):

Die SE als Rechtsform für deutsche Familienunternehmen.

In: FuS, 2014(1), S. 10–18.

Glass Lewis (2020):

Guidelines. An overview of the Glass Lewis approach to proxy advice. United States.

ISS (2020):

Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy

Recommendations – 2020.

Sarbanes-Oxley Act (2020):

Sarbanes-Oxley Act Section 404(b).

BioNTech (2020):

Pressemitteilung vom 17. Juli 2020.

Deutsches Aktieninstitut (2020):

Positionspapier des Deutschen Aktieninstituts vom 30. April 2020:

Eigenkapitalaufnahme aus privater Hand zur Bewältigung der

COVID-19-Krise erleichtern.

Bloomberg Businessweek (2020):

The Big Business of Nothing, 31. August 2020, S. 26–27.



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist geschäftsführender Gesellschafter bei der Blättchen Financial Advisory GmbH.

Uwe Nespethal ist geschäftsführender Gesellschafter bei der Blättchen Financial Advisory GmbH.