

## KOLUMNENSAMMLUNG

---

Blättchen Financial Advisory



BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

# INHALT

	Vorwort	5
01/20	Wenn der IPO zur ernsthaften Option wird	10
02/20	Schwacher Kapitalmarkt - ein systemisches Problem	14
06/20	Wenn eine überzogene Bewertung nach hinten losgeht	16
08/20	Wer finanziert den Impfstoff?	18
12/20	ATM ein Instrument, um marktnah und flexibel zu platzieren	20
12/20	Der Börsengang als Exitkanal für VC finanzierte Unternehmen?	22
	Interview: Fragen an Helmut Jeggle, Aufsichtsratsvorsitzender der BioNTech SE	26
	Statistiken	30





Liebe Freunde unseres Hauses,

manche Entwicklung ist atemberaubend. Vor nicht einmal einem Jahr wurde bekannt, dass in China ein gefährliches neues Virus um sich greift. Zwischenzeitlich beeinflusst Corona unser aller Leben massiv und seine Verbreitung bestimmt die täglichen Schlagzeilen. Im selben Zeitraum ist es u.a. dem Team um Özlem Türeci und Ugur Sahin gelungen, einen Impfstoff basierend auf der neuartigen mRNA-Technologie zu entwickeln, der eine hohe Effektivität verspricht und im Dezember 2020 in Europa und Nordamerika zugelassen wurde. Als wir im Oktober 2019 die Firma BioNTech an die NASDAQ begleiteten, war die Pandemie noch nicht einmal in Ansätzen zu erkennen und die in Mainz entwickelte Technologie war ein Versprechen auf eine bessere Zukunft vor allem in der Onkologie. Seit damals haben sich die Kurse in etwa verachtfacht.

So dynamisch ist der Kapitalmarkt nicht immer. In Zeiten der Pandemie fällt es manchmal schwer, sich die Welt unter „normalen“ Umständen vorzustellen. Dabei gerät vielleicht aus dem Blick, dass es Situationen gab, die man damals auch als herausfordernd ansah. 10 Jahre liegt es nun zurück, dass wir uns in diesem Kernteam mit der Blättchen Financial Advisory GmbH neu aufgestellt haben. Unser erstes Augenmerk galt dem Anleihenmarkt. Der Aktienmarkt lag nach der Finanzkrise leblos darnieder und an zahlreiche IPOs war nicht zu denken. Dafür bot sich in einem Umfeld relativ restriktiver Kreditvergaben und der Reform des Schuldverschreibungsgesetzes die Möglichkeit,

Anleihefinanzierungen mittelständischer Unternehmen über den Kapitalmarkt populärer zu machen. Gemeinsam mit der Stuttgarter Börse konnten wir das erste Marktsegment für börsennotierte „Mittelstandsanleihen“ ins Leben rufen und die Dürr AG als einen Protagonisten gewinnen. Die Idee wurde von fast allen deutschen Börsen aufgegriffen. Nach einem starken Wachstum, an das sich leider eine große Zahl von Ausfällen und Enttäuschungen anschloss, ist der Markt zwischenzeitlich nur noch erfahrenen und routinierten Adressen vorbehalten. Entgegen aller Unkenrufe ist der Markt aber auch nicht zum Erliegen gekommen und erfreut sich bei diesen Adressen einer konstanten Beliebtheit, getreu dem Motto, dass am Kapitalmarkt weder Euphorie noch Defätismus ein guter Ratgeber für die Zukunft sind.

Weniger im Rampenlicht gab es daneben Märkte, die sich kontinuierlicher entwickelten. Dazu gehört der Buyout- und Private-Equity-Markt, der seine Erfolge in Deutschland über die Jahre trotz öffentlichkeitswirksamer „Heuschrecken“-Vergleiche fortsetzen konnte. Die dort erzielten Renditen und die weiter gesunkenen Zinsen auf Staatsanleihen motivierten institutionelle Anleger, zunehmend auf diese Assetklasse zu setzen. Wir haben über die Jahre eine eigene Expertise in der Beratung von Management-Teams in Private-Equity Transaktionen wie bei Takko oder Schleich sowie in Finanzierungsprojekten aufgebaut, in denen es um Mezzanine- oder Beteiligungsfinanzierungen ging.

Ein wichtiges Bindeglied zwischen Private und Public Equity ist der Venture Capital Markt. Hier werden Wachstumsunternehmen mit hohen Mittelbedürfnissen finanziert, die häufig an die Börse streben, wenn die Summen für die VCs zu groß, die Haltedauer zu lang und ein Exit notwendig werden. In den zurückliegenden Jahren wurden – vor allem in den USA – die vorbörslichen Finanzierungsrunden immer größer und die Bewertungen immer höher: Eine wachsende Zahl von „Unicorns“, d.h. Venture-finanzierten Wachstums-

unternehmen mit Bewertungen von über einer Mrd. USD, stand in den zurückliegenden Jahren teilweise lange in den Startlöchern für ein IPO. Wir kennen die Themen um die vorbörslichen Finanzierungsthemen aus unserer Beratungspraxis seit vielen Jahren, wie aus unserer Rolle bei der Entstehung des Neuen Marktes bekannt ist. BioNTech ist ein erfolgreiches Beispiel, wie die Börse aufgrund der wachsenden Bedürfnisse den Venture-Markt als Finanzierungsplattform ablöst.

Besonders bei den VC-finanzierten Wachstumsunternehmen wird der Stellenwert der Führungskräfte-Beteiligungsmodelle deutlich. Während im Private-Equity-Umfeld die Management-Beteiligungen häufig über „Sweet Equity“ gehebelt und beim Exit zumindest teilweise ausbezahlt und zum verbleibenden Teil reinvestiert werden, bietet der Kapitalmarkt mit einer kontinuierlichen „Messung“ von Unternehmenswerten andere Voraussetzungen und Möglichkeiten. Aktienoptionen, „Restricted Share Units“ (Übertragung von Aktien mit einer Mindesthaltefrist) bzw. „Stock Appreciation Rights“ (virtuelle Optionen) sind Instrumente, wie sie unsere Mandanten in ihren Incentivierungsprogrammen vor und nach dem IPO häufig einsetzen.

Gegenüber den Entwicklungen in anderen Ländern sind die IPO-Aktivitäten an deutschen Börsenplätzen weiter zurückgefallen. So fanden im Schnitt der letzten 10 Jahre nur etwa 10 Unternehmen mit einem jährlichen Gesamtvolumen von im Median 3 Mrd. € ihren Weg an den (deutschen) Markt. Im Gegensatz dazu explodiert der IPO Markt in den USA mit Tech- und Biotech-IPOs. Allein Biotech- und Health-Care-Unternehmen sammelten dort 2020 über USD 18 Mrd. in ihren IPOs ein. Zwar konnten wir mit der Brain AG 2016 nach fast 10 Jahren den ersten Biotech-IPO an der Deutschen Börse begleiten. Für viele deutsche Biotechnologieunternehmen, vor allem aus dem Bereich der medizinischen Wirkstoffforschung, ist ein Börsengang auf der anderen Seite des

Atlantiks jedoch beinahe zum „Muss“ geworden, weil es dort einen eigenen „Mikrokosmos“ mit spezialisierten Investoren, Analysten und zahlreichen bereits notierten Vergleichsunternehmen gibt. So sind von den 14 in Deutschland ansässigen Unternehmen, die seit 2010 an US-Börsen gegangen sind, allein 9 der Biotechnologie zuzuordnen. So auch unsere Mandanten BioNTech und Immatrics.

Es zeigt sich, dass eine Aktiennotiz der Schlüssel zum langfristigen Erfolg bilden kann. Hier gibt es Eigenkapital ohne Befristung und auf Wunsch auch mehrfach und schnell. So konnten wir beispielsweise Paion, Carl Zeiss Meditec oder BioNTech bei ihren Barkapitalerhöhungen begleiten. Eine eigene Akquisitionswährung, ein höherer Bekanntheitsgrad und ein zusätzliches Instrumentarium zur Incentivierung von Führungskräften kommen als Dreingabe hinzu. Manche Emittenten wählen zur Absicherung des Börsengangs auch den „IPO Light“ oder „Safe IPO“. Dabei handelt es sich um eine reine Notierungsaufnahme, im Falle des „Safe IPO“ mit vorangegangenen „Private Placement“.

Im Gegensatz zu BioNTech wählte Immatrics den Weg an die Börse über ein „SPAC“ („Special Purpose Acquisition Company“). Dabei handelt es sich um eine „Mantelgesellschaft“, deren einziger Zweck nach Mittelaufnahme in ihrem IPO darin besteht, diese Mittel in eine operativ tätige Gesellschaft zu investieren. Die Börsennotiz des „SPAC“ geht anschließend auf die so neu entstehende Einheit über: SPAC IPOs erlebten im Jahr 2020 in den USA mit über 211 IPOs einen nie dagewesenen Boom. Fast die Hälfte aller IPOs an den US-Börsen in 2020 sind SPACs. Europäische Targets sind gesucht. Aus diesem Grund bevorzugen unsere börsenorientierten Mandanten heute einen „Dual Track“ zwischen „SPAC“ und direktem IPO, um an der amerikanischen Börse zu landen.

Wir haben diese und viele andere Kapitalmarktthemen in dieser Sammlung zusammengestellt und wünschen Ihnen viel Spaß bei der Lektüre. Die Sammlung greift wie üblich Veröffentlichungen aus der Going Public Media Gruppe auf.

Wir danken Herrn Markus Rieger für die zehnjährige Treue in unserem neuen Rechtskleid. Gerne stehen wir Ihnen auch im neuen Jahr wieder als Ansprechpartner für eigenkapitalnahe Finanzierungen und Kapitalmärkte zur Verfügung und wünschen Ihnen allen zum Neuen Jahr Gesundheit, Glück und Erfolg.

Leonberg, im Januar 2021



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Dr. Stephan Mahn



Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GMBH

## Wenn der IPO zur ernsthaften Option wird

Die Option „Börsengang“ wird für Startup- und Wachstumsunternehmen spätestens dann ein Thema, wenn neue VC-Investoren in eine Finanzierungsrunde eintreten. In den Beteiligungsverhandlungen nimmt der künftige „Exit“ einen wichtigen Platz ein, der in der Regel als „Trade Sale“ oder als „IPO“ definiert wird. In den meisten Fällen findet die erste Variante statt. Dennoch ist der IPO eine ernsthafte Option, die vor allem dem Gründerteam und dem Management viele Möglichkeiten im „being public“ offenhält. Der folgende Beitrag soll einen praxisnahen Überblick geben, mit welchen grundlegenden Fragestellungen Gründer von VC finanzierten Wachstumsunternehmen bei dieser Alternative konfrontiert werden.

### **IPO: Wie, Wo und Wer?**

Der Gang an die Börse kann in verschiedenen Facetten erfolgen. Der klassische Weg („IPO“) ist mit einem Verkaufsangebot von Aktien an ein breites Publikum verbunden. Mit Abschluss des öffentlichen Angebotes und Festlegung des Ausgabekurses werden sämtliche Aktien des Emittenten zum Handel zugelassen. Als Börsenplätze kommen sowohl die deutschen als auch ausländische Börsenplätze in Frage. Die heimische Frankfurter Börse sowie die Auslandsbörsenplätze EURONEXT und NASDAQ stehen dabei zur Wahl. In den letzten 10 Jahren fanden an den deutschen Börsen insgesamt 106 IPOs mit einem Emissionsvolumen von rd. 40 Mrd. EUR statt. Der IPO-Markt unterliegt deutlichen Schwankungen, d.h. das „IPO Fenster“ ist nicht immer und für jeden Kandidaten offen. Waren es im Zeitraum 2010 bis 2015 vorwiegend Emittenten aus dem B2C Sektor, Hersteller von erneuerbaren Energien oder B2B Zulieferer der klassischen Industrie, wandelte sich der Branchenschwerpunkt in der zweiten Hälfte des letzten Jahrzehnts auf „Industrie 4.0“ Technologieanbieter, online Portalbetreiber oder Medizintechnikunternehmen.

Der Gang an die Börse kann auch unter Verzicht eines öffentlichen Verkaufsangebots erfolgen, in dem nur das bestehende Grundkapital zum Handel zugelassen wird. Die Preisfeststellung erfolgt dann durch einen Börsenmakler am ersten Handelstag. Im Zeitraum zwischen 2012 bis 2019 haben insgesamt 51 Unternehmen ein „Listing“ vorgenommen. 12 führten vor dem Listing eine Privatplatzierung von Aktien durch, d.h. sie umgingen das Prozedere und die damit verbundenen Marktrisiken eines

öffentlichen Angebotes. Die restlichen 39 Emittenten vollzogen nur ein Listing, ohne dass vorher Aktien platziert wurden. In den Jahren 2012-2015 dominieren vor allem bekannte Industrieunternehmen wie Hella, Schaeffler, Osram oder Evonik die Listingaktivitäten. In den letzten vier Jahren sind es vorwiegend Immobilienunternehmen. In der Tech-Szene ist das „Listing“ durch das „direct listing“ von Spotify an der NYSE im Jahr 2018 bekannt geworden.

Der IPO an eine ausländische Börse wird zwar oft diskutiert, jedoch nur selten umgesetzt. In den letzten 10 Jahren vollzogen 17 in Deutschland ansässige Emittenten eine Erstnotiz an einer ausländischen Börse. 11 Emittenten wählten die US-Börsenplätze (NYSE, NASDAQ), 4 Emittenten die EURONEXT. Zwei weitere Unternehmen zog es an die Hongkonger bzw. Warschauer Börse. 11 der 17 Emittenten sind in der HealthCare Industrie tätig, wovon 9 zur „roten“ Biotechnologie gehören und mehrheitlich an die NASDAQ gingen. Da es seit über 10 Jahren keinen einzigen IPO eines „roten“ Biotech-Unternehmens an einer deutschen Börse gab, ist für diese Branche NASDAQ bzw. die EURONEXT alternativlos.

### **Wann und wieviel?**

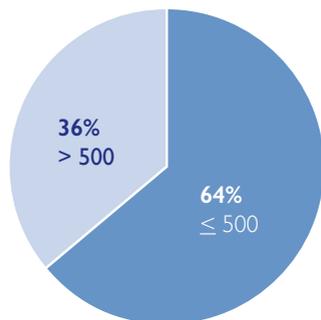
Vorbörsliche Finanzierungsrunden in Größenordnungen von 25 Mio. € plus sind heute auch für deutsche Tech-Unternehmen keine Seltenheit mehr; wenn internationale Investoren einbezogen werden. Diese Finanzierungsvariante ersetzt den frühzeitigen IPO. Ein IPO wird erst dann zur Option, wenn anstehende Finanzierungsrunden nicht mehr von privaten Investoren getragen werden.

Aber auch IPO Investoren haben langfristige Finanzierungserwartungen, womit der „cash Break-evens“ gemeint ist. Ca. 20% der IPOs der letzten 10 Jahre an den deutschen Börsen weisen ein negatives EBITDA aus. Grundsätzlich sind IPO Investoren bereit defizitäre Emittenten zu finanzieren. Allerdings hängt die Dauer bis zum Erreichen der Selbstfinanzierungsfähigkeit inklusive des IPO Erlöses von der Branche bzw. dem Geschäftsmodell ab. Bei Biotechnologieunternehmen gelten Horizonte von ca. 5 Jahren als akzeptabel. Bei defizitären Tech-Unternehmen werden maximal zwei Jahre toleriert.

Welche IPO Bewertungen und Emissionsvolumen platziert werden zeigt die folgende Abbildung. Aus unseren Erfahrungen sollte jedoch das Volumen nicht weniger als 25 Mio. € betragen, um geeignete Emissionsbanken mit entsprechendem Analystenresearch zu gewinnen.

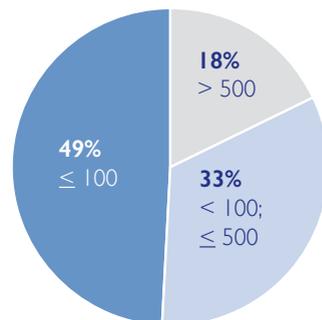
### EMISSIONSKENNZAHLEN 2010 BIS 2019<sup>1)</sup>

Verteilung der IPO-Börsenwerte  
(in Mio. EUR)



Median: 251  
Mittelwert: 1.563

Verteilung des Emissionsvolumens  
(in Mio. EUR)



Median: 102  
Mittelwert: 382

1) 104 IPOs an den deutschen Börsen berücksichtigt zwischen 2010 – 2019 (ohne SPACs) Quelle: Datenbank B-FA

#### Mitarbeiter und Führungskräftebeteiligung ist ein Muss für Tech-Unternehmen

Rd. 60% der Emittenten in den letzten fünf Jahren haben ein kapitalmarktorientiertes Beteiligungsprogramm zum Zeitpunkt ihres IPOs aufgelegt. Dies gilt vor allem für Tech-Unternehmen. An erster Stelle steht das Aktienoptionsprogramm, zu denen auch sog. „Matching Stock“ Programme zählen, die ein Investment in Aktien vorsehen und parallel Optionen für jede erworbene Aktie gewähren. Am zweithäufigsten sind „Phantom Stock“ Programme zu finden, die den künftigen Wertanstieg direkt in Geld ausbezahlen und sich vor allem für ertragsstarke Unternehmen eignen, da der Aufwand steuerlich geltend gemacht werden kann. Alleinige Bonus- und reine Aktienerbisprogramme sind seltener zu finden. Im Schnitt werden für sämtliche der genannten Beteiligungsprogramme ca. 6% des vorbörslichen Grundkapitals reserviert.

### **Welche Rechtsform?**

Eine Voraussetzung für den Börsengang ist die Wahl einer börsenfähigen Rechtsform. Hierfür kommen die AG, KGaA oder die SE in Frage, sofern der Emittent nach deutschem Recht firmieren möchte. Ist die Wahl auf einen deutschen Börsenplatz gefallen, so ist die AG die zu empfehlende Rechtsform. 84% der in Deutschland ansässigen Emittenten einer deutschen Börse wählten seit 2010 diese Rechtsform. Die SE gewinnt an Attraktivität (13%), da sie den zum Zeitpunkt der Umwandlung existierenden Mitbestimmungsstatus einfriert. Die KGaA ist aufgrund fehlender Investorenakzeptanz nur noch selten bei IPOs anzufinden (3%).

Beabsichtigt der Emittent hingegen eine Notierung im Ausland (NASDAQ, NYSE, EURONEXT), so wird gerne von Anwälten die niederländische N.V. als Holding empfohlen. Dies wird damit begründet, dass die N.V. deutlich flexibler für künftige Kapitalaufnahmen mit Bezugsrechtsausschluss und weniger restriktiv in ihrer Corporate Governance sei. Diese Flexibilität kann für Biotech-Unternehmen von Vorteil sein, da nach dem IPO i.d.R. „Follow-ons“ erfolgen. Von den 9 Biotech-IPOs deutscher Emittenten an Auslandsbörsen der letzten 10 Jahren firmierten 5 in einer N.V., 1 in einer US-Inc. sowie 3 in der AG bzw. SE. Die erhoffte Flexibilität geht jedoch mit einer erhöhten Komplexität in der Rechnungslegung, Steuer-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht einher: Zugleich wird die Flexibilität der N.V. zunehmend von Investoren aber vor allem von verbleibenden Großaktionären als kritisch gesehen. Das Management sollte sich dieser Komplexität bewusst sein und den Aufwand und Nutzen einer ausländischen Rechtsform hinterfragen.

### **Fazit**

Der Börsengang bietet für Gründer und Mitarbeiter von Wachstumsunternehmen immense Chancen: unabhängige und breitere Facetten der Kapitalmarktfinanzierung, attraktive Beteiligungsmodelle sowie die Stärkung des Gründerteams und des Managements. Eine frühe Umwandlung in eine AG ist ein erster Schritt, um das Leben in der Organstruktur zu trainieren. Die Umwandlung hält weiterhin alle „Exitoptionen“ offen und ermöglicht den einfacheren Übergang zur Publikumsgesellschaft.

## Schwacher Kapitalmarkt - ein systemisches Problem

**E**s wurde viel über die Gründe geschrieben, warum die Kapitalmarktfinanzierung für deutsche Unternehmen nur eine vergleichsweise geringe Bedeutung hat. Dieses Phänomen ist nicht allein ein deutsches, sondern auch ein europäisches Problem. Rd. 20% der in Europa ansässigen Unternehmen finanzieren sich über den Kapitalmarkt. Der Großteil (rd. 80%) wird somit über Banken finanziert.<sup>1</sup> In den USA ist das Verhältnis annähernd umgekehrt. Die hauptsächlich entgegengebrachten Argumente eines überregulierten Kapitalmarktes oder die diskriminierende Besteuerung von Kapitalmarktinstrumenten, wie sie aktuell in Form einer Aktientransaktionssteuer diskutiert wird, sind durchaus valide. Sie begründen aber nicht ausreichend, warum die Kapitalmarktfinanzierung in Europa so schwach ausgeprägt ist. Auch in den USA gab und gibt es strenge regulatorische Eingriffe, die aber die Bedeutung des Kapitalmarktes nicht nachhaltig schmälern konnten. Das amerikanische Bankensystem war politisch gewollt von Beginn an sehr stark fragmentiert, um der Gefahr einer Monopolisierung gegenzusteuern. Dies hatte zur Folge, dass die aufblühende Industrialisierung und der parallele Ausbau des Eisenbahnnetzes im späten 19. Jahrhundert nicht durch das kleingliedriges Bankensystem finanziert werden konnte, sondern über die Emission von Anleihen und später von Aktien. Letztere konnten sogar als eigenständige Währung verwendet werden, um Übernahmen zu finanzieren. Die in den 30iger Jahren stattgefundenen Harmonisierung des bis dahin zersplitterten Kapitalmarktrechtes und die Gründung einer nationalen Wertpapieraufsicht (SEC) schaffte einheitliche Standards, um den Zugang zum größten Kapitalmarkt der Welt zu erhalten. Zugleich wurden die Offenlegungspflichten für die Emittenten deutlich erweitert, was die Informationsvorsprünge der Banken bei der Vergabe und Überwachung von Krediten reduzierte und ihre Stellung weiter schwächte. Die gewonnene Publizität förderte das Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, was wiederum zu einer erhöhten Liquidität der Aktien- und Anleihenmärkte führte. Außerdem ließ die in den 30iger Jahren vollzogene Trennung des Bankensystems zwischen Kredit- und Wertpapiergeschäft einen neuen Typus „Investmentbank“ entstehen, mit deren Hilfe sich die Kapitalmarktfinanzierung weiter professionalisierte.

<sup>1</sup>) Siehe Beck, Kaserer, Rapp „Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven“, 2014

Ein anderer wesentlicher Treiber für die hohe Bedeutung des Kapitalmarktes in den USA war und ist die Bereitstellung von Kapital durch die großen Pensionsfonds, die zukünftige Renten nicht nur von Bediensteten des öffentlichen Dienstes, sondern der meisten Arbeitnehmer in der freien Wirtschaft gewährleisten. Zwar gibt es auch ein gesetzliches Rentenumlagesystem (Social Security), jedoch bildet dieses in der persönlichen Altersvorsorge nur eine Basisversorgung ab.

Dieser kurze historische Exkurs soll verdeutlichen, welche systemischen Voraussetzungen gegeben sein müssen, um dem Kapitalmarkt eine bedeutende Stellung in der Unternehmensfinanzierung zu ermöglichen. Wie wir heute erleben, bringen ein etabliertes Universalbankensystem und ein dominierendes staatliches Rentenumlagesystem nicht nur ein spiegelbildlich anderes Finanzierungssystem hervor, sondern auch einen Mentalitätsunterschied bei der Beurteilung von Chancen und Risiken. Es wird höchste Zeit, dass Europa hier handelt anstatt die Bankenfinanzierung von Staatsschulden zu erleichtern. Ohne einen breiten Kapitalmarkt wären Innovatoren wie Apple, Microsoft, Amazon, Google und Facebook nicht finanziert worden.

## Wenn eine überzogene Bewertung nach hinten losgeht

**W**enn man nicht zu den wenigen Glücklichen zählt, die von der Krise profitieren können, kommt der „COVID-19 Schock“ für die VC Szene einer Katastrophe gleich. Es ist davon auszugehen, dass sich die Bewertungen in den anstehenden Finanzierungsrunden deutlich nach unten korrigieren, wie wir es in den letzten Wochen schmerzhaft an den Aktienmärkten beobachten konnten. Besonders kritisch wird es für die sogenannten „Einhörner“, die durch geschickte Finanzakrobatik zu Milliardenunternehmungen emporstiegen. Wir hatten in unserer Kolumne schon vor zwei Jahren auf Instrumente wie Liquidationspräferenzen oder Verwässerungsschutzklauseln hingewiesen, die im Zuge der Finanzierungsrunden mehrere Aktienklassen im Unternehmen entstehen lassen und unterschiedliche Verwertungsrechte im Falle eines Mehrheitsverkaufs beinhalten. Diese unterschiedlichen Aktienklassen führen im Ergebnis zu einem Wasserfallsystem mit mehreren Stufen. Der zuletzt eingestiegene Investor steht auf der obersten Stufe und sein Investment, oftmals inklusive mit einer Mindestverzinsung, bekommt er als erster erstattet. Auf der letzten Stufe stehen in der Regel die Gründergesellschafter und Mitarbeiter. Eleganterweise unterstellt man dann die Bewertung der letzten Finanzierungsrunde für alle Aktien. In boomenden Märkten mit hohen Bewertungen ist es vielleicht wahrscheinlich, dass auch die untere Stufe einen attraktiven „Exitbetrag“ erzielt. Die Bewertungshürde liegt jedoch bei den „Einhörnern“ im Milliardenbereich und damit zu hoch, um Gründer und Mitarbeiter noch ausreichend am Verkaufserlös genügend partizipieren zu lassen. Sollte eine Bewertungskorrektur eintreten, wie sie jetzt zu erwarten ist, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die letzte Stufe so gut wie leer ausgeht. Diese Aussicht kann unter den Gründern und Mitarbeitern verständlicherweise zu einem Motivationswandel führen, konträr zu den Interessen der sonstigen Gesellschafter. Die gesamten darüberliegenden Stufen in Form der „bessergestellten“ Aktienklassen wirken in diesem Moment wie ein Berg voller Schulden, der den „early-stage“ Gründer zu erdrücken droht. Wie wird sich ein Gründer in dieser Situation wohl verhalten? Entweder geht er überproportionale Investitionsrisiken ein und hofft dadurch wieder eine hohe Bewertung zu erzielen oder er passt sich der Situation an und versucht so viel wie möglich an Vergünstigungen aus dem Unternehmen an sich zu ziehen. Im „worst case“ verlässt er das Unternehmen und mit ihm die ganze Führungsmannschaft.

Der Glanz einer über viele Finanzierungsrunden nach oben getriebenen Bewertung kann so schnell verblasen und am Ende sämtlichen Gesellschaftern des Unternehmens schaden. Wahrscheinlich sind nicht alle hohe Bewertungen bewusst aufgeblasen worden, sondern oft geschah es in der Überzeugung, ein „disruptives“ Geschäftsmodell gefunden zu haben, das hohe Bewertungen gerechtfertigt. Dieses ideale Geschäftsmodell geht davon aus, mit Grenzkosten von nahe „Null“ zu skalieren: Facebook, Google und Co. stehen hierfür als Vorbilder. Nicht selten stellt sich aber heraus, dass ideale Geschäftsmodelle entweder durch falsche Annahmen oder durch regulatorische Widerstände nicht erreicht werden können: Uber, Lyft oder WeWork sind Beispiele, bei denen sich die ursprüngliche Erwartung eines Plattformkonzepts mit abnehmenden Grenzkosten entweder in die weite Zukunft verschoben hat oder bereits heute als schwierig herausstellt. Entsprechend reagieren die Börsenbewertungen.

## Wer finanziert den Impfstoff?

Europäische Politiker empören sich immer sehr schnell über Entscheidungen der US-Regierung. Anschließend gehen jedoch ihre Handlungen oft in die gleiche Richtung, die sie vorher kritisiert haben. Jüngstes Beispiel ist die Diskussion über die Sicherung eines künftigen „Corona Impfstoffes“ für sein eigenes Land. Nachdem die US-Regierung die Finanzierung durch den amerikanischen Steuerzahler über BARDA mit der üblichen Auflage versehen hat, den Impfstoff dann auch vorrangig für die USA zu verwenden, ging ein Sturm der Empörung in Europa los. Nur wenige Wochen später entschieden sich die europäischen Länder für den gleichen Weg: „Viele Länder der Welt haben sich schon Impfstoffe gesichert, Europa noch nicht“, erklärte Bundesgesundheitsminister Jens Spahn, und stellte einen „Deal“ mit dem Pharmakonzern AstraZeneca vor; Impfdosen nur für die EU produzieren zu lassen. Dann ging die Bundesregierung sogar noch einen Schritt weiter und beteiligte sich mit 307 Mio. EUR an dem Tübinger Biotechnologieunternehmen CureVac, mit dem Argument, das Unternehmen vor dem möglichen Zugriff ausländischer „Mächte“ zu stützen und sich die Dringlichkeit aus dem Börsengang (Ausnahme vom Konsultationsverfahren) bis Mitte Juli orientiert.<sup>1</sup> Im Vorfeld waren entsprechende Gerüchte aufgekommen, die vom Unternehmen dementiert wurden. Nun ist CureVac nicht das einzige deutsche Biotechnologieunternehmen, das sich mit der Entwicklung eines Wirkstoffes gegen das Covid-19 Virus beschäftigt. Warum die Entscheidung auf dieses Unternehmen fiel, bleibt unklar. Es gibt eine Vielzahl von deutschen Unternehmen mit aussichtsreichen Technologien, die theoretisch auch der „Gefahr“ einer ausländischen Übernahme ausgesetzt sind. Aber vielleicht ist man auch der Überzeugung, dass sich keine privaten Investoren für risikoreiche Biotechnologieprojekte finden?

Dem ist normalerweise nicht so! Seit Anfang dieses Jahres konnten Biotechnologieunternehmen über die amerikanischen Kapitalmärkte rd. 35 Mrd. USD aufnehmen.<sup>2</sup> Die entsprechenden Zahlen für Europa sind bescheidene 5 Mrd. USD.<sup>3</sup> Davon flossen ca. 7,0 Mrd. USD an Neuemittenten und 28 Mrd. USD an bereits börsennotierte Unternehmen. Unter den Investoren spielen Staatsfonds hier so gut wie keine Rolle, sondern die bekannten institutionellen Investoren, die langfristig das Vermögen Ihrer Anleger verwalten. Beispielsweise konnte der in den USA ansässige mRNA Impfstoffentwickler Moderna, der bereits seit März mit Covid-19 Impfkandidaten in der klinischen

1) Deutscher Bundestag; Drucksache 19/20076

2) Stand 25 Juni 2020, Quelle Thomson Reuters

3) Solche Zahlen spielen in der deutschen Wirtschaftspresse keine Rolle (siehe MM 07/2020)

Phase agiert, im Mai über 1,3 Mrd. USD in Form einer Barkapitalerhöhung einsammeln. BioNTech aus Mainz gelang es über Kooperationen mit Pfizer und Fuson mehrere Millionen USD an Eigenkapital für die Impfstoff-Entwicklung einzuwerben.

Die Biotechnologie ist ein internationales Geschäft, in dem international tätige Pharmaunternehmen, Forschungseinrichtungen, Kliniken und Investoren agieren. Nationale Alleingänge sind in dieser Branche eher unbekannt und wahrscheinlich chancenlos, um auf Dauer erfolgreich in der Forschung und Entwicklung zu sein. Die größte Gefahr resultiert hier aus staatlichen Eingriffen. Sobald die Politik eine künftige Covid-19 Impfung als „öffentliches Gut“ stilisiert, hebt sie die Rolle der privaten, renditeorientierten Investoren aus. Unternehmen geraten dann in einen wirtschaftlichen Zielkonflikt: Auf der einen Seite sind hohe F&E-Kosten zu finanzieren. Auf der anderen Seite besteht der Wunsch des staatlichen Regulators die künftigen Produkte möglichst als „öffentliches Gut“ im besten Falle nahe am Selbstkostenpreis anzubieten. Die Folge ist entweder, dass sich das Unternehmen aus dem Geschäft zurückzieht, weil sich kein privater Investor für die Finanzierung findet, oder dass die Allgemeinheit den Entwicklungsaufwand finanziert. Der Staat übernimmt dann die fragliche Rolle des Investmentmanagers, der wie die Geschichte zeigt, selten erfolgreich war. Eine solche „Industriepolitik“ kennt man vor allem aus Frankreich.

Der Kapitalmarkt finanziert aussichtsreiche Geschäftsmodelle, auch die aus der Biotechnologie. Derzeit finanzieren die USA den größten Teil des weltweiten Biotech Marktes auch für ausländische Unternehmen, die ihn als „Foreign Private Issuer“ in Anspruch nehmen.<sup>4</sup> Es wäre daher zu wünschen, dass der Staat, der die Spielregeln vorgibt, die Produktentwicklung und die private Finanzierung erleichtert, aber nicht selbst als Partei mitspielt. Sonst hebt er die Kapitalmarktfinanzierung weiter aus. Es ist sicher kein Zufall, dass gerade in der Biotechnologie der amerikanische Kapitalmarkt eine große Rolle spielt und selbst die zitierten, erfolgreichen, deutschen Biotech-Unternehmen dort Kapital aufnehmen müssen. Erstaunlicherweise hinterfragt in Deutschland niemand warum an deutschen oder europäischen Börsen solche Finanzierungen anscheinend nicht möglich sind. Lieber wird „die Gier“ beklagt anstatt solche Investoren zu begrüßen.

<sup>4</sup>) Lt. unserer Statistik seit 2014 sieben deutsche Biotech-Unternehmen

## ATM ein Instrument, um marktnah und flexibel zu platzieren

In den USA gewinnt ein Platzierungsinstrument für börsennotierte Unternehmen an Stellenwert, das den zumindest in Deutschland vergessenden Börsenmakler aufwertet. Die Rede ist hier von einem sogenannten „At the Market“ Programm (ATM). Darin wird zwischen dem Emittenten und einem Broker-Dealer eine Platzierungsvereinbarung geschlossen, wonach Aktien über einen Zeitraum von bis zu drei Jahren im täglichen Börsenhandel platziert werden können. In erster Linie handelt es sich hierbei um neue Aktien aus einer beschlossenen Kapitalerhöhung, die in den Markt gestreut werden. Aber auch eigene Aktien oder Aktien von verkaufswilligen Altgesellschaftern können Bestandteil dieser ATM-Platzierungsvereinbarung sein. Grundvoraussetzung für die Auflegung eines ATM-Programms ist, dass der an einer US-Börse notierte Emittent bei der Aufsichtsbehörde (SEC) eine sogenannte „Shelf-Registration“ (S-3 bzw. für nicht US-Emittenten einen F-3) bewilligen lässt, die ihm die Möglichkeit eröffnet, kurzfristig eine öffentliche Wertpapierplatzierung durchzuführen, ohne dass eine zeitaufwendige Prospektzulassung durch die SEC sowie Veröffentlichung vorgeschaltet werden muss. Diese „Shelf-Registration“ steht üblicherweise Emittenten offen, wenn sie mindestens 12 Monate an der Börse notiert sind. ATM-Programme sind somit Bestandteil dieser „Shelf-Registration“ für laufende Kapitalmaßnahmen.

ATM-Programme waren bisher insbesondere bei Unternehmen mit kleinerer Marktkapitalisierung zu finden, um opportunistisch über einen längeren Zeitraum Kapitalerhöhungen durchführen zu können. In jüngster Zeit wird dieses Instrument zunehmend von hochkapitalisierten, größeren Emittenten entdeckt. So startete sogar Tesla im September 2020 ein ATM-Programm in der Größenordnung von 5 Mrd. USD, das rd. 1% seines aktuellen Börsenwertes entspricht. Ein weiteres aktuelles Beispiel ist der Energieversorger Dominion Energy, dessen neu aufgelegtes Programm 1,0 Mrd. USD oder rd. 1,5% seiner Marktkapitalisierung umfasst. Die größte Anzahl von Nutzern dieser Programme sind Emittenten aus der HealthCare / Biotech-Industrie. Über 40% dieser börsennotierten Gesellschaften haben ein solches Programm aufgelegt, deren angekündigtes ATM-Volumen im Schnitt bei rd. 50 Mio. USD<sup>1</sup> liegt.

1) Quelle: FactSet und Thomson Reuters zum 10. Oktober 2020

Die ATM-Platzierungsstrategie beinhaltet in der Regel eine anonyme, scheinweise Emission von Aktien im Börsenhandel, die in Abhängigkeit des täglichen Handelsvolumens unterschiedlich hoch ausfallen kann. Eine alternative bzw. komplementäre Strategie ist eine „Block Trade“ Platzierung, wonach ein oder mehrere Investoren an die beauftragten Broker-Dealer herantritt, um größere Aktienpakete vom Emittenten nahe dem Marktpreis zu erwerben. Hier wird die Schlüsselrolle des Broker-Dealers deutlich, der den direkten Kontakt zu interessierten Investoren hat und über die Platzierungsstrategie innerhalb eines vereinbarten Handlungsspielraums frei entscheiden kann. Die Marktorganisation eines „order-driven-markets“, wie der NASDAQ, ist in diesem Fall hilfreich. So konnte beispielsweise das an der NASDAQ notierte Schweizer Biotechunternehmen CRISPR Therapeutics AG 125 Mio. USD in den Monaten Februar bis August 2019 im Markt bei steigenden Kursen platzieren. Für die Investmentbanken ist ein solches ATM-Programm quasi die Eintrittskarte für ein mögliches „Follow-on“ in der Zukunft, da deren Broker-Dealer eine reale Nachfrage durch interessierte Investoren prüfen und mitbringen kann. So war die für das ATM mandatierte Emissionsbank bei CRISPR auch im Konsortium bei der im November 2019 durchgeführten „Follow-on“-Platzierung zu finden. Dank „shelf“ konnte über Nacht ein Volumen von 315 Mio. USD innerhalb eines beschleunigten Bookbuilding-Verfahrens platziert werden. Für den Emittenten ist ein ATM-Programm eine zeitlich gestreckte, opportunistische Kapitalerhöhung in einem steigenden oder in einem volatilen Markt. Im Vergleich zur klassischen „Follow-on“ Platzierung kann dieses Instrument deutlich günstiger sein und vor allem ohne Abschlag erfolgen. Zugleich dient ein ATM aber auch als verlässlicher Indikator für eine größere Kapitalmaßnahme.

In Deutschland ist dieses Instrument noch relativ unbekannt. Wir meinen aber, dass es sich lohnen würde, darüber nachzudenken! Es ist ein weiterer Finanzierungsbaustein und verbessert den IR Kontakt zu den Investoren.

## Der Börsengang als Exitkanal für VC finanzierte Unternehmen?

Die VC finanzierten Unternehmen werden in der Regel spätestens nach zehn Jahren mit dem Wunsch des investierten Fonds konfrontiert, sich um einen „Ausstiegsweg“ zu bemühen. Üblicherweise wird eine Exitklausel bereits beim Einstieg des VCs in den Investitionsvereinbarungen festgeschrieben, wonach dem VC das Recht eingeräumt wird, dem Management nach Ablauf einer bestimmten Investitionsdauer einen „Ausstiegsoption“ anzuweisen. Als Exitkanäle werden üblicherweise ein Mehrheitsverkauf an Dritte („Trade Sale“), MBO oder die Kapitalmarktoption „IPO“ genannt. Letzteres bietet dem Wagniskapitalgeber die Chance, zum einem in der Bewertung besser abzuschneiden und zum anderen den Ausstieg in Form von mehreren Paketverkäufen preisoptimierend zu steuern. Der Börsengang von TeamViewer im Herbst 2019 ist hierfür ein Bilderbuchbeispiel. Der Private Equity Fond Permira hat zum IPO rd. 40% seiner Anteile und in den nachfolgenden dreizehn Monaten in drei Tranchen weitere 35% veräußert. Dabei gelang es Permira, bei jeder Platzierung einen höheren Preis zu erzielen. Im Folgenden wird die Kapitalmarktoption „IPO“ für deutsche Emittenten in seinen derzeit am Markt zu beobachtenden Facetten beleuchtet.

### Rekord in den USA – Flaute in Europa

Der Erfolg eines Börsengangs hängt sehr stark vom Kapitalmarktumfeld ab. Abgesehen von nationalen, regulatorischen Besonderheiten sollte dies überall die gleichen positiven wie negativen Auswirkung auf die IPO Aktivitäten haben. Davon kann zumindest zwischen den Regionen Europa und USA seit 2018 keine Rede mehr sein. Bewegte sich die Anzahl der Neuemissionen in den beiden Regionen bis 2017 noch in einer ähnlichen Größenordnung (ca. 180 p.a. mit jeweils rd. 37 Mrd. USD Emissionsvolumen in den USA und rd. 150 p.a. mit jeweils rd. 40 Mrd. USD an den europäischen Börsen<sup>1</sup>), so begann danach eine deutliche Differenzierung. An den US-Börsenplätzen stiegen Anzahl und Volumen auf jährlich über 220 bzw. 60 Mrd. USD<sup>2</sup>. In den elf Monaten bis November 2020 fanden über 350 IPOs statt, die über 130 Mrd. USD platzieren konnten. Das sind Rekordzahlen wie wir sie in den letzten 20 Jahren auch in den USA nicht mehr gesehen haben. In Europa dagegen reduzierte sich die Aktivität von Jahr zu Jahr auf aktuell nur noch 40 Neuzugänge (10 Mrd. USD).

<sup>1</sup>) Seit 2015 bis 2017

<sup>2</sup>) Folgende Statistiken sind zum Stichtag 10.11.2020 erstellt

Der deutsche IPO Markt versprüht seit 2015 mit durchschnittlich neun jährlichen IPOs und rd. vier Mrd. EUR Emissionsvolumen p.a. nur wenig Euphorie, obwohl die deutsche Industrie bis 2019 seinen längsten Nachkriegsaufschwung erlebte. Im laufenden Jahr sind bisher sechs Unternehmen mit einem Volumen rd. 1 Mrd. € an den Markt gegangen. Diese erneute Abschwächung der IPO Aktivitäten ist vor allem der Corona-Pandemie zuzuschreiben. Wie sieht der typische Emittent in Deutschland aus? Im Durchschnitt erreichen die 59 Emittenten, die seit 2015 an eines der deutschen Börsenplätze gingen, einen Börsenwert von 3,0 Mrd. €, erwirtschaften einen Umsatz im Geschäftsjahr vor dem IPO von 2,9 Mrd. EUR und platzierten rd. 690 Mio. €. Danach würde man vermuten, dass die Börse nur hochkapitalisierten Unternehmen offensteht. Dem ist aber nicht so, da diese Statistik stark von den „Mega-IPOs“<sup>3</sup> wie innogy oder Siemens Healthineers verzerrt wird. Im „bereinigten Mittelwert“ (Median) liegt der Börsenwert bei 400 Mio. €, der „Pre-IPO“-Umsatz bei 140 Mio. € und das Emissionsvolumen bei rd. 150 Mio. €. Es sind vor allem stark wachsende Tech-Unternehmen, die seit 2015 an die Börse gegangen sind und im Schnitt einen Umsatzmultiplikator von deutlich von über drei erzielen konnten. 64% der 59 Emittenten nutzten den IPO auch als „Einstieg in den Ausstieg“ für einige ihrer Altgesellschafter. Wird die Mehrzuteilungsoption („Greenshoe“) noch dazugezählt, erhöht sich der Anteil sogar auf 80%. Im Schnitt liegt der sog. Umplatzierungsanteil<sup>4</sup> bei 41% (Median 38%).

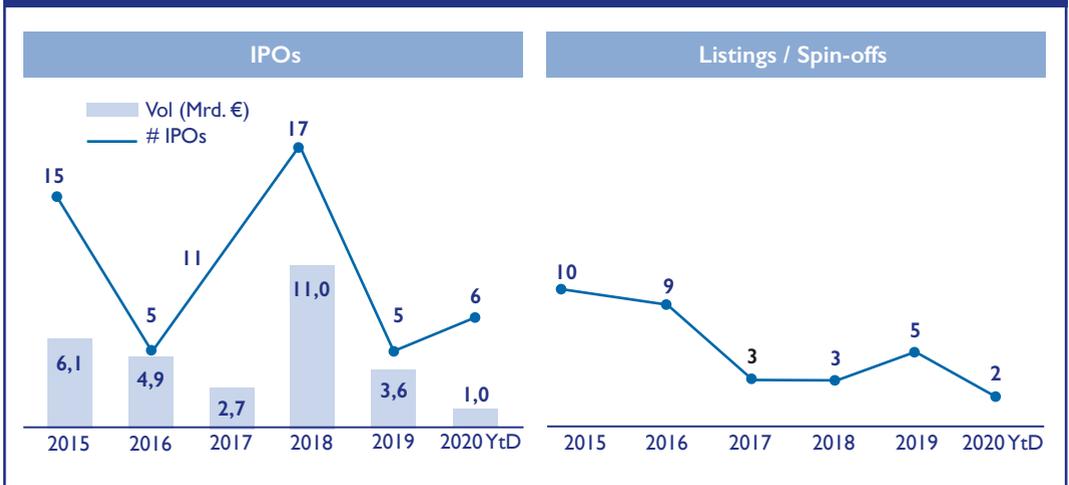
### **Listing oder klassischer IPO?**

Neben dem „klassischen IPO“, der sich durch ein öffentliches Angebot von Aktien auszeichnet, gelangten 32 weitere Unternehmen seit 2015 über den Weg eines „Listings“ oder eines „Spin-offs“ an die Börse. Darunter finden sich Emittenten wie Schaeffler AG (2015) oder Brockhaus Capital Management AG (2020), die das Listing wählten. Uniper SE (2016) oder Siemens Energy AG (2020), lösten sich von ihrer börsennotierten Mutter (EON bzw. Siemens). Die Motivation für ein Listing liegt in der gewonnenen Fungibilität der Aktien, um später Kapitalmaßnahmen wie Kapitalerhöhungen, Umplatzierungen oder die Aktie als Übernahmewährung zu nutzen. Außerdem ist dieser Weg an die Börse weniger von den Stimmungsschwankungen am Kapitalmarkt abhängig, die für den klassischen IPO innerhalb der zweiwöchigen Zeichnungsfrist kritisch werden kann.

<sup>3</sup>) Seit 2015 haben 10 IPOs > 1 Mrd. € Emissionsvolumen stattgefunden

<sup>4</sup>) Anteil der Aktien, die aus dem Besitz der Altaktionäre stammen, an der Gesamtzahl der angebotenen Aktien

## NEUZUGÄNGE AN DEN DEUTSCHEN BÖRSEN



Stand: 10. November 2020 Quelle: B-FA Datenbank

### IPO an einer Auslandsbörse?

Die hohe IPO Aktivität in den USA wird zu einer attraktiven Alternative für deutsche IPO-Kandidaten. Seit 2010 sind 14 in Deutschland ansässige Unternehmen an die NASDAQ oder NYSE gegangen. Davon stammen neun Emittenten aus der Biotechnologie, die in der Summe rd. 720 Mio. USD platzieren konnten. Zu den jüngsten IPOs an der NASDAQ zählen die beiden Biotechunternehmen BioNTech (2019) sowie CureVac (2020), die beide in Hinblick auf die Corona Pandemie hohe mediale Aufmerksamkeit erreichten. Für die IPO-Kandidaten aus dieser Branche ist es ein Muss geworden, einen Börsengang in den USA anzustreben, da der Zugang zu Investoren deutlich einfacher ist und den Unternehmen mehr Kapital zur Verfügung gestellt wird. Weniger Zuspruch fand bisher der paneuropäische Börsenplatz EURONEXT, der seit 2010 nur vier deutsche Emittenten an sich ziehen konnte. Die Entscheidung an eine ausländische Börse zu gehen, muss neben den sich eröffnenden Chancen auch den Mehraufwand und die Implikationen für das „being public“ berücksichtigen.<sup>5</sup>

<sup>5</sup>) Siehe „Renaissance des Kapitalmarktes“ in FuS 04/18, S. 124-129

### **SPAC – eine neu entdeckte IPO Variante**

Eine aktuell viel diskutierte Variante für einen US-Börsengang ist die Verschmelzung auf eine „Special Purpose Acquisition Company“ (SPAC). Eine SPAC ist ein börsennotiertes Vehikel, die bei ihrem Börsengang Mittel für eine künftige Akquisition mit einem operativ tätigen Unternehmen einsammelt. Initiatoren dieser „Blankoscheck“ Gesellschaften sind i.d.R. Manager von Private Equity Gesellschaften, die sich auf Branchen spezialisiert haben und in diesem Umfeld passende Zielunternehmen suchen. Fast jeder zweite IPO an den US Börsen ist aktuell ein „Blankoscheck“.<sup>6</sup> Das Tübinger Biotechnologieunternehmen Immatics verschmolz im Juli 2020 mit der an der NASDAQ gelisteten SPAC „ARYA Sciences Acquisition Corp.“, die mit einer Kasse von 144 Mio. USD ausgestattet war. Für den Gang an die Börse über eine SPAC sprechen folgende Motive: nur der Sponsor und das Target bestimmen die Verschmelzungsparameter (Bewertung, Zeitplan, Transaktionsstruktur); beide haben direkten Zugang zu ihren Investoren (keine Investmentbank als Intermediär); SPAC-Sponsoren bringen ihr Industrie-Know-how sowie ihr Netzwerk ein, die als „Türöffner“ für einen schnellen operativen Zugang in den USA dienen können. Wie bei einem klassischen IPO auch, muss die Zielgesellschaft ihre „IPO readiness“ aufbauen sowie sind die zu erstellenden Dokumentationen für das Listing vergleichbar.

### **Fazit**

Der Börsengang bietet für VC finanzierte Unternehmen neben einer langfristigen, unabhängigen Finanzierung über den Kapitalmarkt, eine steuerbare Umplatzierungsoption für ihre Gesellschafter. Zudem kann der Schritt an die Börse durch verschiedene Techniken erfolgen, um die Transaktionssicherheit zu erhöhen. Die Nutzung eines SPACs ist eine mögliche Variante, die aktuell über 70 Mrd. USD für börsenfähige Targets auch aus Deutschland bereitstellt.

<sup>6</sup>) SPAC IPOs (Emissionsvolumen): 2018: 46 (11 Mrd. USD) 2019: 59 (14 Mrd. USD); 2020: 170 (60 Mrd. USD)

# „Im Bereich Biotechnologie ist der US-Markt offener und mutiger“

## FRAGEN AN HELMUT JEGGLE

GESCHÄFTSFÜHRER DES STRÜNGMANN FAMILY OFFICE  
UND AUFSICHTSRATSVORSITZENDER DER BIONTECH SE

Interview: Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

### **1. Warum gingen Sie mit BioNTech als Familienunternehmen an den amerikanischen Kapitalmarkt?**

BioNTech war zum Zeitpunkt des Börsengangs an die amerikanische Nasdaq mehrheitlich in den Händen des wissenschaftlichen Gründers Ugur Sahin und der Familie Strüngmann als Finanzinvestor und Mitgründer. Um die Vision eines voll-integrierten Biotechnologischen Unternehmens umzusetzen, benötigte es signifikant Kapital, dies wäre mit internen Mitteln aus dem Gesellschafterkreis oder mit einer europäischen Listung nicht möglich gewesen. Innerhalb des Aufsichtsrats waren wir der Überzeugung, dass Investoren, die auf den mRNA-Bereich spezialisiert sind, die weitere Expansion unterstützen können. Diese sind im Wesentlichen im amerikanischen Markt anzutreffen. Im Bereich Biotechnologie und Pharma ist der amerikanische Markt offener und mutiger, wenn es um neue Technologien geht. Alleine im ersten Halbjahr 2020 flossen rund 30 Mrd. USD am amerikanischen Kapitalmarkt im Bereich Health Care / Pharma / Biotech. Dadurch besteht eine relevante Marktbreite, die eine bessere Bewertungsmöglichkeit für Investoren und Unternehmen bietet.

### **2. Wieso haben Sie sich für eine direkte Struktur und nicht für eine indirekte über eine holländische Holding entschieden?**

Die BioNTech hatte die Vor- und Nachteile eines indirekten Weges über eine niederländische Rechtsform sorgsam abgewogen. Vor allem bei kleineren Marktkapitalisierungen will man den Vorteil über eine solche niederländische Rechtsform nutzen, um möglichst nahe an der angelsächsischen Corporate Governance zu sein und die Flexibilität bei Kapitalmaßnahmen zu optimieren. Diese Vorteile sind nennwertlose 0,01 € pro Aktie, keine Notwendigkeit von ADS, bezugsrechtsfreie Emission deutlich über 20% des Grundkapitals sowie eine größere Abschlussmöglichkeit

zum Börsenkurs). Der Nachteil ist eine erhöhte Komplexität mit deutschen, niederländischen und amerikanischen Rechtsvorschriften, die über einen längeren Zeitraum auch kostenmäßig ins Gewicht fällt. Als europäische Aktiengesellschaft bewegte sich BioNTech schon beim Börsengang in der Größenklasse über 3 Mrd. \$, ist mit der dualistischen Governance an den Markt gegangen und präsentiert sich so auch für europäische Aktionäre, die sich über die deutschen Börsen beteiligen, in einem vertrauten Corporate Governance Umfeld.

**3. Wie wirkt sich die SE Governance auf Ihre Rolle als Aufsichtsratsvorsitzender und Geschäftsführer des Family Office des Mehrheitsgesellschafters aus?**

Als Aufsichtsrat ist es unsere Aufgabe, die Interessen aller Aktionäre zu vertreten. Deshalb treffen die Entscheidungen als Aktionär für das Family Office ausschließlich meine Kollegen in der Geschäftsführung der ATHOS KG, um jeglichen Interessenskonflikt zu vermeiden.

**4. Was sagen die Investoren zu Ihrer Kapitalmarktstrategie und welchen Stellenwert hat die Führungskräfte- und Mitarbeiterbeteiligung für ein Familienunternehmen?**

Onkologie ist ein globales Thema und mit viel Leid für die Betroffenen und ihr Umfeld verbunden. Um für diese Indikation innovative Produkte mit unserer Plattformtechnologie zu entwickeln, bedarf es Zeit und einer langfristigen, signifikanten Finanzierung. Diese lässt sich ab einer gewissen Summe nur noch über den Kapitalmarkt realisieren. Darüber hinaus sind wir sehr optimistisch, mit unserer Entwicklungsstrategie und der vertikalen Integration mit der BioNTech in den kommenden Monaten signifikant zur Lösung gegen die Verbreitung von COVID-19 beitragen zu können. Deshalb müssen wir darauf Acht geben, neben der Forschung und Entwicklung auch in den Bereichen der Distribution, Produktion und Lieferung vorbereitet zu sein, um nach der Zulassung einen Impfstoff zur Verfügung stellen zu können. Zudem wird es für BioNTech möglich sein, aufgrund der vorhergegangenen Kapitalmarktmaßnahmen ohne eine weitere Kapitalmaßnahme, den Impfstoff gemeinsam mit Pfizer und Fosun Pharma nach Erhalt der Zulassung zu vertreiben.

Mitarbeiter und Führungskräfte mit einfachen Instrumenten und fungiblen Papieren (Optionen) zu beteiligen, ist ein erheblicher Vorteil für die Unternehmenskultur. Dadurch werden die Mitarbeiter zum Mitgesellschafter und können sich viel besser mit dem Unternehmen und den Produkten identifizieren. Sie werden zum Investor und Unternehmer, dessen Entscheidungen und Einsatz für sie selbst unmittelbar Auswirkungen hat.

**5. Die deutschen Privatanleger sind über die Regionalbörsen stark engagiert in Ihrer Aktie. Ist es nicht sinnvoll, auch in Europa eine offizielle Börsenzulassung anzustreben („Dual Listing“)?**

Auch wenn es durch zwei Aufsichtsbehörden mit einer höheren Komplexität und höheren Kosten verbunden ist, könnte ich mir als internationales Unternehmen mit deutschen Wurzeln grundsätzlich ein duales Listing mittelfristig vorstellen. BioNTech hat seit der Gründung die Vision, für Patienten im Bereich Onkologie und Infektionskrankheiten neuartige Medikation zu entwickeln. Da diese Krankheit grundsätzlich jeden von uns treffen kann, hoffe ich, dass viele Anleger auch die Vision von BioNTech unterstützen und BioNTech langfristig zu einer Volksaktie wird.

**Helmut Jeggle**

*ist Mitgründer der BioNTech SE (vormals BioNTech AG) sowie seit der Gründung 2008 Vorsitzender des Aufsichtsrats der BioNTech SE (vormals BioNTech AG) und seit 2015 als Geschäftsführer und persönlich haftender Gesellschafter bei der ATHOS KG (Family Office Strüngmann). Von 2007 bis 2015 leitete Helmut Jeggle den Bereich Direktinvestitionen des Family Office. In den Jahren 2002 bis 2007 hatte er verschiedene Positionen bei der Hexal AG inne, unter anderem als Leiter Business Planning & Analysis. Helmut Jeggle ist Geschäftsführer der Salvia GmbH (seit 2014), wo er als Business Angel agiert. Er ist Mitglied in zahlreichen Aufsichtsräten, darunter der 4SC AG. Helmut Jeggle ist Diplom-Betriebswirt und hat einen MBA (Master of Business Administration) vom Stuttgarter Institut für Management und Technologie.*

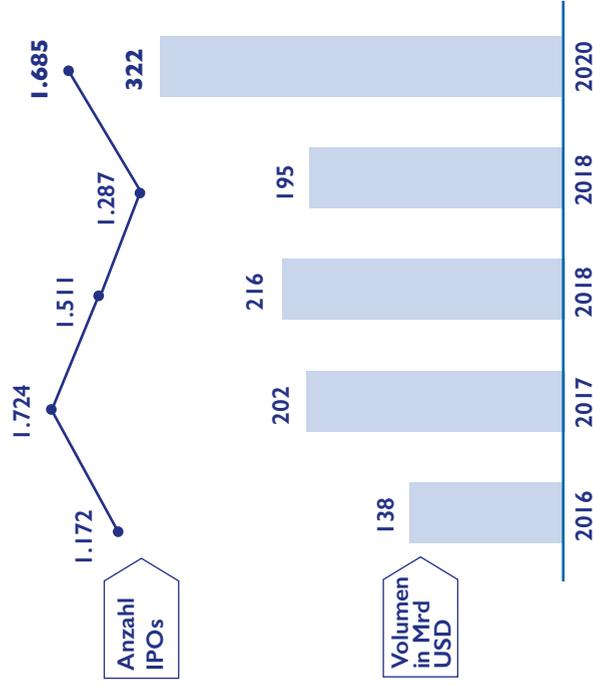


# STATISTIKEN 2020

Weltweit sind die IPO Aktivitäten 2020 förmlich explodiert. Deutsche Unternehmen waren diesmal nicht unter den größten 10

## GLOBALE IPO AKTIVITÄTEN 2016 - 2020

### IPO AKTIVITÄTEN



### „TOP 10“ IPOs in 2020

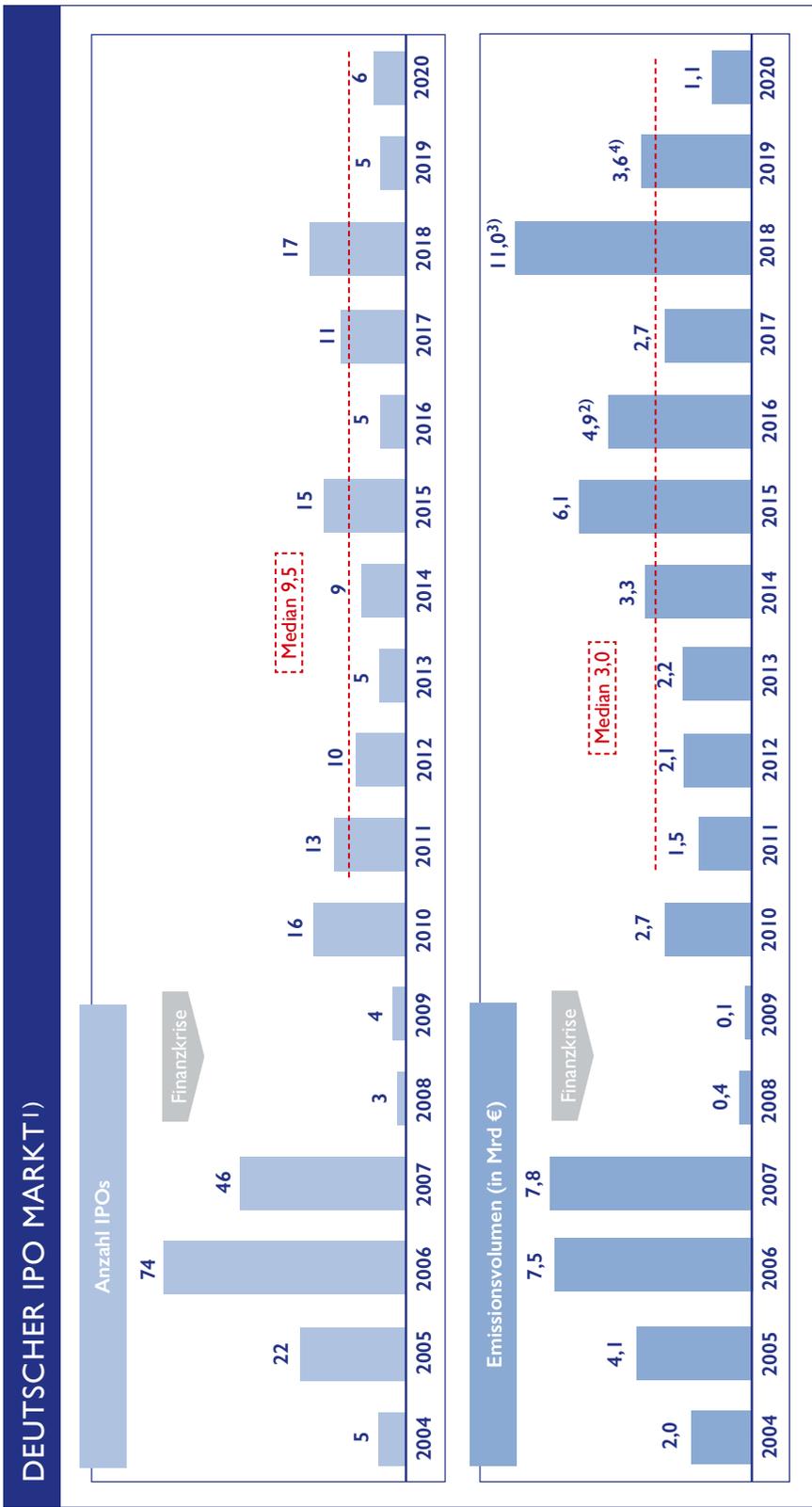
#	Emittent	Datum	Börse	Volumen (Mrd \$)
1	Pershing Square To.	21.07.2020	New York	4,0
2	Snowflake Inc	15.09.2020	New York	3,9
3	Airbnb Inc	09.12.2020	Nasdaq	3,8
4	Tower Infrastr:	31.08.2020	Mumbai	3,4
5	DoorDash Inc	08.12.2020	New York	3,4
6	Jde Peets Bv	28.05.2020	EuronextAM	2,9
7	Allegro.eu SA	28.09.2020	Warsaw	2,7
8	Royalty Pharma	15.06.2020	Nasdaq	2,5
9	THG Holdings	16.09.2020	London	2,4
10	Lufax Holding	29.10.2020	New York	2,4

### „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.	09.05.2019	New York	8,1
3	Budweiser Brewing	24.09.2019	Hong Kong	5,7
4	Avantor Inc.	16.05.2019	New York	3,3
5	Lyft Inc.	28.03.2019	Nasdaq	2,6
6	Nexi SpA	12.04.2019	Milan	2,3
7	XP Inc	10.12.2019	Nasdaq	2,3
8	<b>TeamViewer AG</b>	<b>24.09.2019</b>	<b>Frankfurt</b>	<b>2,2</b>
9	Pinterest Inc.	17.04.2019	New York	1,6
10	<b>TRATON SE</b>	<b>27.06.2019</b>	<b>Frankfurt</b>	<b>1,6</b>

Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen

Für 2020 konnten die deutschen Börsen lediglich 6 IPOs mit einem Volumen von € 1,1 Mrd vermelden



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 2020 gab es in Deutschland keine IPOs im Milliardenbereich

## IPOS IN DEUTSCHLAND 2019 / 2020

Emittent	Industrie	Erstnotiz	Marktsegment	Umsatz <sup>1)</sup> in Mio €	EBIT <sup>1)</sup> in Mio €	Preisspanne	Ausgabepreis	PV <sup>2)</sup> in Mio €	MC <sup>3)</sup> in Mio €	Börsenwert / Umsatz <sup>1)</sup>	Konsortialführer
Frequentis AG	Sicherheitskommunikationssysteme	14.05.2029	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	Nutzfahrzeughersteller	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	maccess	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
Exasol AG	Analytics-Datenbanken	25.05.2020	Scale	211,6	-13,6	8,50 € - 10,50 €	9,50 €	87,5	211,1	9,8x	Hauck & Aufhäuser
Pharma SGP Holding SE	Pharma	19.06.2020	Prime Standard	62,6	22,4	31,50 € - 36,50 €	31,50 €	143,3	378,0	6,0x	Berenberg
Knaus Tabbert AG	Reisemobile	23.09.2020	Prime Standard	780,4	64,3	58,00 € - 74,00 €	58,00 €	232,0	602,4	0,8x	Jefferies
Hensold AG	Technologie	25.04.2020	Prime Standard	1.114,2	215,6	12,00 € - 16,00 €	12,00 €	460,0	1.060,0	1,0x	JP Morgan, BofA, Deutsche Bank
Compleo AG	Ladestationen	21.10.2020	Prime Standard	15,2	-3,2	44,00 € - 59,00 €	49,00 €	81,0	150,0	9,9x	CoBa, Oddo
Fashionette AG	Online Mode	29.10.2020	Scale	73,2	6,8 <sup>4)</sup>	30,00 € - 38,00 €	31,00 €	111,6	192,2	2,6x	Hauck & Aufhäuser

1) Im Geschäftsjahr vor Börsengang

2) Platzierungsvolumen inkl. ausübter bzw. geplanter Mehrzuteilungsoption (Green shoe)

3) Marktkapitalisierung zum Ausgabekurs

4) EBITDA

Quelle: Unternehmensmitteilungen, Wertpapierprospekt

In 2020 fanden an den deutschen Börsenplätzen drei „Listings“ statt, davon zwei als „Carve-out“

## LISTINGS IN DEUTSCHLAND 2020

	BROCKHAUS CAPITAL MANAGEMENT AG	SIEMENS ENERGY AG	NAGARRO SE
<b>Branche</b>	Private Equity	Energieerzeugung/-übertragung	IT
Umsatz (GJ vor Listing) in Mio €	54,0	28.797	402
EAT (GJ vor Listing) in Mio €	3,7	282	30,4
<b>Listingform</b>	Safe IPO	Carve-out	Carve-out
<b>Privatplatzierung</b>			
• Zeitraum	07.07. - 09.07.2020	-	-
• Angebotsstapane	32,00 €	-	-
• Platzierungspreis	32,00 €	-	-
• <b>Platzierungsvolumen in Mio €</b>	<b>100,0</b>	-	-
<b>Börsenlisting</b>			
• Börsensegment	Prime Standard I)	Prime Standard I)	Prime Standard I)
• Datum Erstnotiz	14.07.2020	28.09.2020	16.12.2020
• zugeh. Aktien in Mio Stück	9,9	727	11,4
• Erstnotiz	36,55 €	22,01 €	69,00 €
• <b>Börsenkapitalisierung in Mio €</b>	<b>362,5</b>	<b>15.993,5</b>	<b>785,4</b>

1) Segmente der Deutschen Börse AG

Quelle: B+FA Datenbank, Wertpapierprospekte, Unternehmensangaben, Thomson Reuters

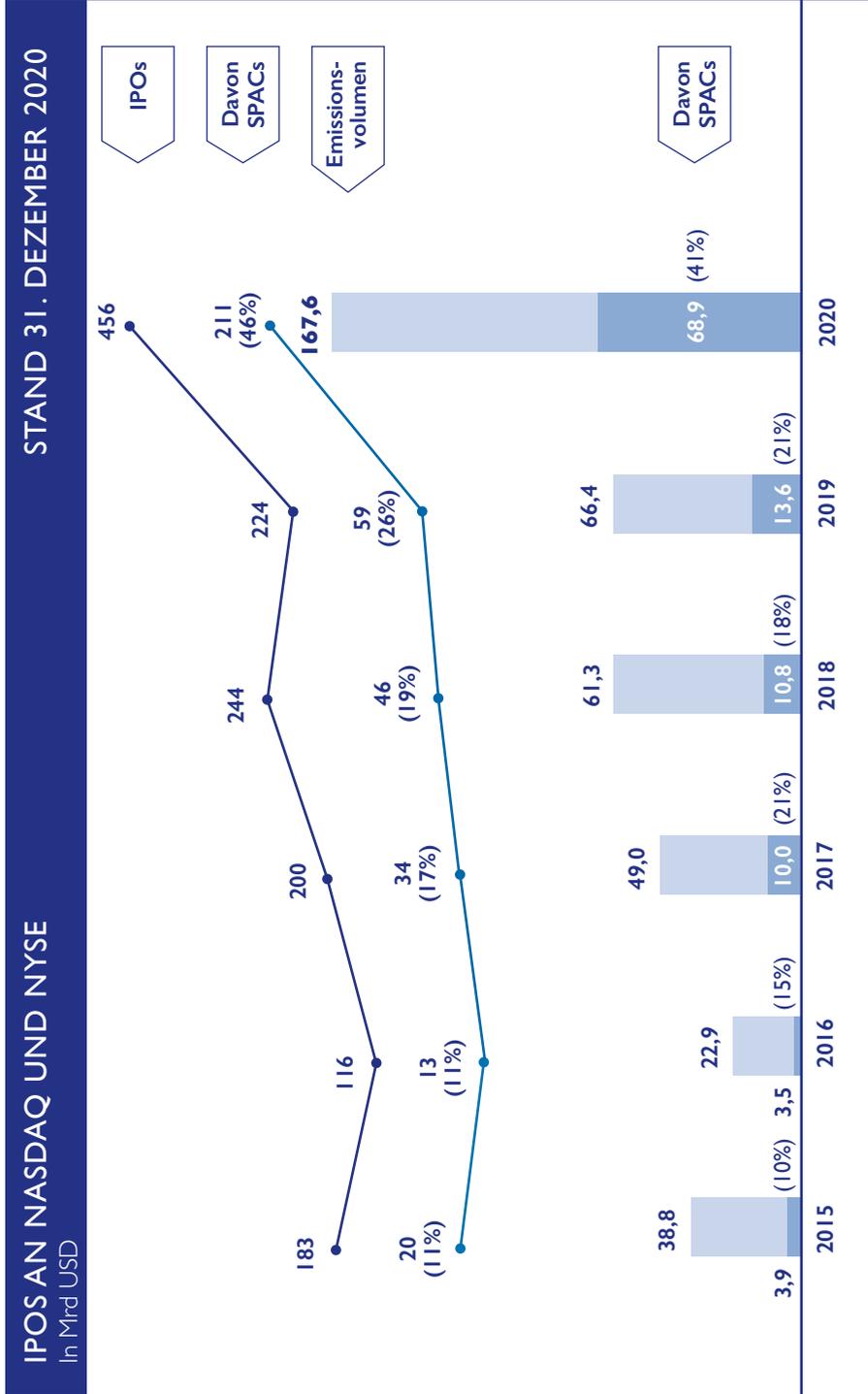
In den letzten fünf Jahren suchten 13 in Deutschland ansässige Emittenten einen ausländischen Börsenplatz auf, darunter sechs Biotechnologieunternehmen

## AUSLANDSNOTIERUNGEN DEUTSCHER EMITTENTEN 2015 - 2020

Emittent	Industrie	IPO Datum	Börse	Zugelassenes Wertpapier	Emissionsvolumen (mUSD)	Börsenwert (mUSD)
Uniwhheels 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
Junia Technologies AG	IT Services	11.04.2019	NYSE	ADS	225	1.071
BioNTech SE	Biotechnologie	10.10.2019	NASDAQ	ADS	158	3.402
Euroeyes International Eye Clinic Ltd	Retailers	15.10.2019	Hong Kong	Aktien	76	303
CENTOGENE N.V.	Biotechnologie	07.11.2019	NASDAQ	Aktien	64	287
Immatics N.V.	Biotechnologie	02.07.2020	NASDAQ	Aktien	SPAC Merger	634
CureVac N.V.	Biotechnologie	14.08.2020	NASDAQ	Aktien	245	2.848
VIA optronics AG	Touchscreens für Smartphone	25.09.2020	NYSE	ADS	129	340

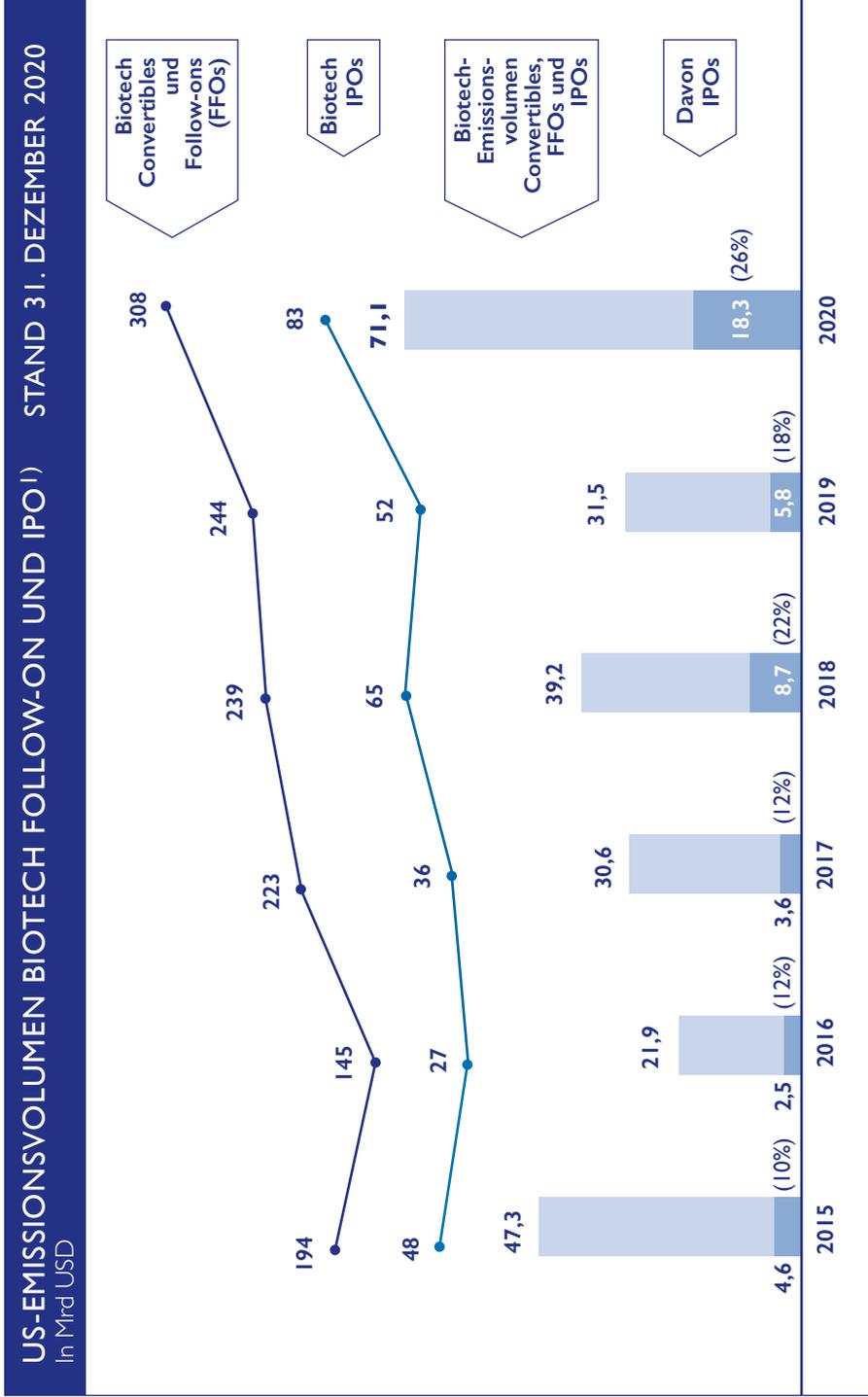
Quelle: BF-A Datenbank, Thomson Reuters

Der US IPO Markt erzielte in 2020 ein Rekordvolumen. Fast jede zweite Neuemission war ein SPAC<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> „Special Purpose Acquisition Company“  
Quelle: Thomson Reuters; eigene Berechnungen

Das Gesamtvolumen, das die US-Börsen 2020 für Biotech mobilisiert haben, hat sich auf 71 Mrd USD mehr als verdoppelt



<sup>1)</sup> Pharmaceuticals / Medical Research  
Quelle: Thomson Reuters

## Viele unserer Mandanten nutzen den Kapitalmarkt langfristig

BEISPIELE AUS UNSERER BERATUNGSPRAXIS										STAND 31. DEZEMBER 2020			
in Mio €										Aktuelle Kennzahlen			
Mandant	IPO	Umsatz im GJ vor IPO	Börsenwert @ IPO	Umsatz 2020e	CAGR 1)	Börsenwert	CAGR 1)	Index-zugehörigkeit					
	20.12.1985	121	134	2.019	12%	1.921	11%	MDAX					
	01.10.1996	39	60	917	14%	402	8%	SDAX					
	06.11.1997	24	128	268	11%	1.611	12%	SDAX / TecDAX					
	03.03.2000	131	262	624	8%	8.658	18%	SDAX					
 CARL ZEISS MEDITEC	19.07.2002 <sup>2)</sup>	205	284	1.335	11%	9.740	21%	MDAX TecDAX					
 IT-Service-Esolutions	14.09.2006	30	18	358	19%	418	25%	-					
 THE FINANCE INTEGRATOR	29.10.2007 <sup>3)</sup>	26	92	404	23%	3.344	31%	SDAX					
	10.10.2019	128	3.038	500	204%	16.042	288%	NASDAQ Biotechnology/100					

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 75 | 71229 Leonberg  
BOX 1338 | 71203 Leonberg

**T** + 49 (0) 7152 6101940

**F** + 49 (0) 7152 6101949

@ [info@blaettchen-fa.de](mailto:info@blaettchen-fa.de)

[www.blaettchen-fa.de](http://www.blaettchen-fa.de)