# Kolumnensammlung

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

GoingPublic Magazin 2010

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

# INHALT


| | | |
|---|---|---|
| | Vorwort | 5 |
| 01/10 | Ausblick auf die nächste Dekade: „Mehr Kapitalmarkt – weniger Bankenfinanzierung“ | 8 |
| 02/10 | 2009 hat interessante Entwicklungen hervorgebracht | 10 |
| 03/10 | IPOs: Ein Pfeiler für Wachstum und Wohlstand gerade für die Region Berlin/Brandenburg | 12 |
| 04/10 | Interessante Emissionskonzepte stehen zur Auswahl | 14 |
| 05/10 | „Lessons learnt“ der ersten IPOs | 16 |
| 06/10 | Eine Lücke, die es zu schließen gilt | 18 |
| 07/10 | bondm: „Missing Link“ für mittelständische Anleiheemittenten | 20 |
| 10/10 | Dual Track Prozess – auch für mittelständische Unternehmen interessant | 24 |
| 11/10 | Der wiederentdeckte Privatanleger | 26 |
| 12/10 | Happy Birthday Entry Standard! | 28 |

# VORWORT

Liebe Freunde unseres Hauses,

2010 war für Aktieninvestoren ein sehr erfreuliches Jahr, in dem die wichtigsten deutschen Indices zum Jahresende erhebliche Kurssteigerungen erzielen konnten (DAX +16%, SDAX +46%, MDAX +35%, TecDAX + 4%). Der deutsche Aktienmarkt gehörte 2010 zu den weltweit besten Performern. Diese positive Entwicklung spiegelt sich jedoch im IPO-Markt nicht wieder. Insgesamt zählt der deutsche IPO-Markt 16 Neuzugänge bei einem Emissionsvolumen von 2,7 Mrd. □. Zwar sind diese Werte im Vergleich zum Vorjahr (4 IPOs, 0,1 Mrd. □) beachtlich, im weltweiten Vergleich jedoch verschwindend klein. Global erzielten die rund 1.200 IPO's weltweit ein Emissionsvolumen von 255 Mrd. US$ (Stand November 2010), was dem Allzeithoch aus dem Jahr 2007 mit rd. 295 Mrd. US$ sehr nahe kommt. Zu den IPO-Highlights am deutschen Primärmarkt im vergangen Jahr zählen der zweite SPAC HELIKOS, KABEL DEUTSCHLAND (759 Mio. □ Emissionsvolumen), BRENNTAG (746 Mio. □ Emissionsvolumen), TOM TAILOR (165 Mio. □ Emissionsvolumen) sowie STRÖER (447 Mio. □ Emissionsvolumen). Im zweiten Halbjahr sind dann deutlich kleinere Neuzugänge an die Börse gegangen. Eine deutliche Wiederbelebung konnte auch bei den reinen Notierungsaufnahmen (IPO lights) registriert werden, wo immerhin 155 Notierungsaufnahmen stattgefunden haben (+192% gegenüber dem Vorjahr).

In 2010 feierte der Entry Standard sein fünfjähriges Bestehen. In diesem Zeitraum notierten über 150 Unternehmen in diesem „Einstiegssegment". Davon gelangten 70 Unternehmen über einen IPO in den Entry Standard und platzierten insgesamt 932 Mio. □. Wir wünschen diesem mittelstandsfreundlichen Börsensegment weiter Alles Gute.

2010 wird in die Geschichte als das Jahr eingehen, in dem erstmals mittelständische Anleihen als Alternative zur Bankenfinanzierung eine wichtige Rolle spielten. Im Gegensatz zum Eigenkapital existierte für mittelständische Unternehmen bis dahin noch kein funktionsfähiger öffentlicher Kapitalmarktzugang über die Börse für eine Fremdmittelaufnahme. Die Ankündigung der Stuttgarter Börse am 17. Mai 2010, ein neues Marktsegment bondm für mittelständische Unternehmensanleihen einzuführen, hat diesen „Missing Link" für mittelständische Unternehmen etabliert. Neu bei bondm als Primär- und Sekundärmarktplattform ist die Möglichkeit, Fremdkapital in Eigenemission aufzunehmen. Die Anleiheemission ist weder an eine bestimmte Rechtsform noch an eine Mindestkapitalausstattung gebunden und verschafft somit auch den im Mittelstand üblichen Rechtsformen einen Zugang zum Kapitalmarkt. In der Eigenemission substituiert das Unternehmen die Bank und entledigt sich der teilweise als mühselig empfundene Kreditverhandlung, die durch eine Vielzahl von Covenants und anderen Restriktionen begleitet werden. Natürlich hängt die Transaktionssicherheit eines solchen Unterfangens entscheidend davon ab, dass der Emittent über genügend Bonität, Reputation und möglichst einen Brandnamen verfügt. Angesprochen werden anders als im bisherigen Bondgeschäft vor allem Privatanlieger und kleinere Vermögensverwaltungen, die typische Kundschaft der Stuttgarter Börse, die sich für ein Mittelstandsprodukt interessiert.
Am Jahresende notierten dort bereits acht Anleihen mit einem Gesamtvolumen von immerhin fast 900 Mio. □. Angesichts der langen Diskussion bis zur Einführung eines solchen Segmentes noch Anfang des Jahres 2010 kann dies als ein großer Erfolg gewertet werden, da im Gegensatz zur erstmaligen Emission von Aktien über die Börse (IPO) der IBO (Initial Bond Offering) mit Emissionsvolumina unter 150 Mio. □ ein bisher noch unbeachtetes und am deutschen Kapitalmarkt sehr jungfräuliches Unterfangen war.
Viele Beobachter schlossen aus diesem Erfolg, dass ein Handelssegment für Unternehmensanleihen den Nerv der Zeit trifft.

Das Kalenderjahr 2010 hat für uns einige tiefgreifende Veränderungen gebracht. Im Sommer 2010 hat sich das Team Professor Dr. Wolfgang Blättchen, Dr. Stephan Mahn, Uwe Nespethal und Pia Schöffler mit der Gründung der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY neu aufgestellt.

Unsere Beratungsschwerpunkte liegen weiterhin in der Beschaffung von Eigen- und langfristigem Fremdkapital, Börseneinführungen, Dual-Track-Prozessen und Managementbeteiligungsprogrammen. Unsere neue Gesellschaft ist bereits im Sommer zum „bondm-Gründungscoach" der Stuttgarter Börse akkreditiert worden, nachdem wir bei der Konzeption und Durchführung dieses Mittelstandsanleihensegments eine wichtige Rolle spielen durften. Dies fiel mit einem Jubiläum zusammen: 2010 sind wir bereits 25 Jahre im Kapitalmarkt tätig. Im Dezember 1985 haben wir die HUGO BOSS AG als Börseneinführung von Aktien an den Kapitalmarkt begleitet und freuen uns, dass es in diesem Jubiläumsjahr gelungen ist, im Dezember 2010 die Platzierung der RENA GmbH Anleihe zu beraten.

In gewohnter Weise stellen wir Ihnen unser Sammelwerk der in Going Public Magazinen des Jahres 2010 erschienen Kolumnen zu aktuellen Kapitalmarktthemen zur Verfügung. Zugleich möchten wir uns herzlich bei Herrn Markus Rieger und seinem Team für die monatliche Veröffentlichung bedanken. Dieser Dank gilt natürlich auch allen unseren Geschäftspartnern und Freunden unseres Hauses.

Leonberg, im Januar 2011

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Uwe Nespethal

KOLUMNE

# Ausblick auf die nächste Dekade: „Mehr Kapitalmarkt – weniger Bankenfinanzierung“

Die erste Dekade des 21. Jahrhundert geht nun zu Ende, die durch eine fortschreitende Harmonisierung und engere Vernetzung der globalen Kapitalmärkte geprägt war. Seitdem bleiben lokal auftretende Ereignisse nur noch in den wenigsten Fällen lokal begrenzt. Durch das Medium Internet werden Informationen bzw. Geschehnisse quasi in Echtzeit bis in den kleinsten Winkel der Welt gestreut und entsprechend in den lokalen Märkten in Form von fallenden oder steigenden Kursen eingepreist. Die zunehmende Kapitalmarktverflechtung hat schließlich auch dazu geführt, dass sich konjunkturell bedingte Zyklen in deutlich kürzeren Abständen und vor allem in einer stärkeren Ausprägung ihren Niederschlag finden. Beispiele hierfür sind das Platzen der „.Dotcom-Blase“ an den Finanzmärkten in Verbindung mit „9/11“ zu Beginn dieses Jahrzehnts, die anschließend deutliche Erholung der weltweiten Aktienmärkte, die sich auf dem stark expandierenden Welthandel stützte, und aktuell natürlich die Auswirkungen der Finanzkrise, die weltweit zu extremen Wertberichtigungen und zur tiefsten Rezession seit der letzten Jahrzehnte führte. Diese erhöhte Vitalität in den Real- und Finanzmärkten wird sicherlich ein Phänomen für die nächsten Jahre bleiben, mit dem sowohl Investoren als auch Emittenten lernen müssen, umzugehen.

Die jüngste Finanzmarktkrise hat dazu geführt, dass der staatliche Einfluss auf der regulatorischen Ebene durch eine Reihe von neuen Gesetzen und Vorschriften ausgeweitet hat. Ebenfalls ist der Staat auf der strukturellen Ebene zum einen in ihrer Rolle als neuer Eigentümer von zuvor in straucheln geratender Unternehmen und zum anderen als beherrschende Geldversorgungsquelle für die Banken- und Realwirtschaft mächtiger geworden. Diese Ausweitung der staatlichen Dominanz kann nur temporärer Natur sein, da die zunehmende Staatsverschuldung dem Ganzen Grenzen setzt. Insbesondere für den deutschen Kapitalmarkt kann von einem deutlichen Strukturwandel

in der Unternehmensfinanzierung ausgegangen werden, wonach der seit Jahrzehnten selbstverständliche Kapitalzugang über das traditionelle Bankensystem aufgrund der vom Gesetzgeber geforderten Risikoanpassungen deutlich schwieriger wird. Die beheimateten Landesbanken haben hierzu konkrete Auflagen seitens der EU Kommission erhalten, ihre Aktiv- und Passivseiten drastisch zu reduzieren.

Rund 90% des Finanzierungsbedarfes der deutschen Industrie wird zurzeit noch über die Hausbankenbeziehung abgewickelt, worunter vorwiegend das Fremdkapital zählt. Alternativ dazu existieren kapitalmarktorientierte Refinanzierungsmöglichkeiten, die hier zu Lande noch ein Mauerblümchendasein fristen. In den meisten westlichen Industrieländern bilden diese Kapitalmarktlösungen jedoch die „klassische" Finanzierungsquelle. Es kann daher mit zunehmender Verschärfung der risikoorientierten Kreditvergabe seitens der Banken davon ausgegangen werden, dass der kapitalmarktorientierte Finanzierungsweg sowohl für die Eigenkapital- als auch die Fremdkapitalseite an Stellenwert in der deutschen Wirtschaft gewinnen wird. Insbesondere die Instrumente der kapitalmarktorientierten Eigenkapitalfinanzierung wie ein Börsengang werden für viele Unternehmen wieder interessant. Die gleiche Entwicklung ist auf der Fremdkapitalseite erkennbar, wonach die typischen Hausbankenkredite zunehmend durch kapitalmarktorientierte Instrumente (Anleihen) ersetzt werden. In der Konsequenz bedeutet dies für den Unternehmer, sich mittelfristig den Gepflogenheiten des Kapitalmarktes anzufreunden, auch wenn die Mittelaufnahme etwas unbequemer und komplizierter erscheint. Auf der anderen Seite gibt ihm der Kapitalmarkt einen weiteren und vor allem auch zuverlässigen Baustein für die Unternehmensfinanzierung in die Hand. Konjunkturelle Zyklen können mit einem Finanzierungsmix aus Eigen- und Fremdkapital über den Weg der Banken- und der nationalen und internationalen Kapitalmarktwelt besser verarbeitet werden.

KOLUMNE

# 2009 hat interessante Entwicklungen hervorgebracht

Zunächst die schlechten Nachrichten des vergangenen Jahres: Das heimische IPO-Fenster ist seit nunmehr fast zwei Jahren geschlossen. Im letzten Jahr konnten nur vier Emittenten mit einem Gesamtemissionsvolumen von weniger als □ 100 Mio. (□ 93 Mio.) ihren Börsengang umsetzen. Die erhoffte Eisbrecherfunktion der beiden IPO-Kandidaten Hochtief Concessions und Scan Energy zum Ende des Jahres 2009 blieb leider aus. Zugleich reduzierte sich auch dramatisch die Anzahl der sogenannten „IPO-Light" (reine Notierungsaufnahmen) um 71% auf nur noch 53 Listings. Damit zählt das Jahr 2009 zu den schwächsten am deutschen Primärmarkt für Eigenkapital seit dem Rezessionsjahr 2003.

Ebenfalls musste im letzten Jahr der deutsche Private Equity Markt einen deutlichen Schrumpfungsprozess erleiden, wonach das investierte Volumen der PE-Gesellschaften in deutsche Unternehmen nur noch □ 1,5 Mrd. betrug (Stand: September 2009). Im gleichen Vorjahreszeitraum waren es noch □ 6,6 Mrd. Insbesondere der drastische Rückgang der in diesen Zahlen enthaltenen „Buy-out-Aktivitäten" führte zu diesem Einbruch (2008: □ 5,4 Mrd.; 2009: □ 0,6 Mrd.). Diese Statistiken belegen eindeutig, dass es neben der viel diskutierten Fremdkapitalklemme auch eine Eigenkapitalklemme gibt. Die Zurückhaltung im PE-Markt machte sich ebenfalls auf die öffentlichen Übernahmeaktivitäten unter den deutschen börsennotierten Gesellschaften bemerkbar. Im Vergleich zum Jahr 2008 fielen im letzten Jahr die Bieterankündigungen zur Abgabe eines freiwilligen oder eines Pflichtangebotes im Rahmen des WPÜG um 56% auf insgesamt nur noch 15 Bekanntmachungen. Wird das potentielle Übernahmevolumen, d.h. der wertmäßige zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage noch außenstehende Aktienanteil, herangezogen, so liegt der Rückgang gegenüber dem Vorjahr sogar bei 95% (2008: □ 13,4 Mrd.; 2009 □ 0,7 Mrd.).

Neben diesen Negativstatistiken gab es letztes Jahr dennoch interessante Neuentwicklungen. An erster Stelle steht sicherlich die jüngste

Ankündigung der Helikos S.E., die erste SPAC-Emission an der Frankfurter Börse zu werden. Die Erstnotierung ist für den 2. Februar vorgesehen und das Angebot soll ein Volumen von bis zu □ 300 Mio. für eine künftige Übernahme eines deutschen „hidden Champions" umfassen. Damit treten die Helikos-Sponsoren in die Fußstapfen der Gründer des ersten für den deutschsprachigen Raum aufgelegten und seit 2008 an der EURONEXT notierten SPAC, der Germany1 Acquisition. Germany1 konnte im letzten Jahr nach nur knapp zwölf Monaten ihrer Erstnotierung eine erfolgreiche Übernahme, die der AEG Power Solution, ankündigen und auch erfolgreich umsetzen. Es ist zu wünschen, dass diese in den USA bereits seit Jahren etablierte Form eines „blank check IPO-Vehikels" auch hierzulande seinen Platz findet.

Eine weitere interessante Entwicklung ist der wachsende Zugang von „Transferemittenten" in das Münchner Mittelstandssegment „M:access". Genauer gesagt handelt es sich hierbei um sieben Emittenten, die ihre Aktien zunächst aus dem Regulierten Markt delisteten und anschließend diese in den Freiverkehr bei gleichzeitiger Aufnahme in das Qualitätssegment „M:access" zuließen. Diese Vorgehensweise war in der Vergangenheit juristisch höchst problematisch und mit erheblichem Aufwand verbunden. Durch den Entscheid des Oberlandesgerichts München im Jahre 2008 ist es nun möglich, Aktien nach dem Widerruf der Zulassung zum Regulierten Markt im Segment „M:access" handeln zu lassen, ohne dass hierfür eine Zustimmung der Hauptversammlung eingeholt werden muss oder den Aktionären ein Abfindungsangebot zu unterbreiten ist. Für Emittenten, die in den strengen Folgepflichten des Regulierten Marktes einen unverhältnismäßig hohen Aufwand sehen, ist diese einfache Form des „Downgrades" ein gangbarer Weg, der auch zu begrüßen ist. Dennoch hoffen wir für das neue Jahr 2010, dass es zu einer Wiederbelebung des Primärmarktes kommt und sich das IPO Fenster wieder dauerhaft für große und kleinere Emittenten öffnet.

KOLUMNE

# IPOs: Ein Pfeiler für Wachstum und Wohlstand gerade für die Region Berlin/Brandenburg

Seit dem Jahr 1984 sind 41 Unternehmen aus Berlin/Brandenburg an den organisierten Kapitalmarkt (Regulierte Märkte) bzw. in die Qualitätssegmente des Freiverkehrs gelangt und platzierten ein Gesamtvolumen von rd. □ 3,8 Mrd.. Somit beträgt deren Anteil am gesamtdeutschen Primärmarkt 4,8% in Bezug auf die Anzahl der Neuemissionen bzw. 3,5% in Bezug auf das gesamte Emissionsvolumen seit dem Jahr 1984. Diese und die folgenden Statistiken sind Ergebnisse unserer gemeinsam mit dem IR-Beratungshaus HAUBROK jüngst erstellten Kapitalmarktstudie über den Berlin/Brandenburger Wirtschaftsraum.

Zu den größten fünf Emittenten in Bezug auf das Emissionsvolumen zählen der Telekommunikationsdienstleister Versatel (IPO in 2007 mit □ 721 Mio. PV), der Baufinanzierer BHW (IPO in 1997 mit □ 718 Mio. PV), der Energieversorger VIAG (IPO in 1986 mit □ 391 Mio. PV), der Verlagskonzern Axel Springer (IPO in 1985 mit □ 285 Mio. PV) sowie der Frankiermaschinenhersteller Francotyp-Postalia (IPO in 2006 mit □ 159 Mio. PV). Der Großteil der 41 Emittenten kann dem Technologiesektor zugerechnet werden (36%). Weitere Branchenschwergewichte sind mit je 15% Anteil Medien-, Finanzdienstleistungs- und Industrieserviceunternehmen. Dieser „TMT"-lastige Branchenmix resultiert im Wesentlichen aus dem Neuemissionsboom der Jahre 1997 bis 2001, in dem auch ca. die Hälfte der Unternehmen (20) an die Börse ging.

Von den 41 Emittenten sind aktuell noch 25 Gesellschaften börsennotiert und haben zugleich noch ihren Sitz in einem der beiden Bundesländer. Neun Emittenten verabschiedeten sich im Rahmen eines „Squeeze-outs", vier Gesellschaften stellten ihr Geschäft aufgrund einer Insolvenz ein und drei Emittenten verlagerten ihren Sitz außerhalb der Bundesländer Berlin und Brandenburg. Die 25 börsennotierten Gesellschaften besitzen derzeit eine Gesamtkapitalisierung von rd. □ 3,9 Mrd., wobei die durchschnittliche Börsenkapitalisierung bei □ 156 Mio. im Median □ 35 Mio. beträgt. Besonders positiv hat sich deren Börsengang in Bezug auf die

Mitarbeiterentwicklung in den Jahren vor und nach dem Schritt an die Börse ausgewirkt. So beschäftigten die Emittenten vor dem IPO insgesamt rd. 17.300 Mitarbeiter. Im Jahr nach dem Börsengang stieg die Anzahl auf rd. 21.300 Mitarbeiter. Dies entspricht einer jährlichen Steigerung von 11% (CAGR). Werden Median-Werte herangezogen, die einen um Extremwerte bereinigten Maßstab geben, so erhöht sich die Wachstumsrate auf sogar 31% p.a.. Danach stieg die Mitarbeiterzahl im Jahr vor dem IPO von 82 Mitarbeitern auf 141 im Jahr nach dem Börsengang. Somit waren es vor allem kleinere Unternehmen, die den Börsengang nutzten und zuglich ihre Mitarbeiteranzahl rasant erhöhten. Ähnliche interessante Werte ergeben sich in Bezug auf die Umsatzentwicklung, wonach die Umsatzerlöse sämtlicher 25 Emittenten um 16% p.a. von □ 2,4 Mrd. im Jahr vor dem IPO auf □ 3,2 Mrd. im Jahr nach dem Börsengang stiegen. Einen deutlich ausgeprägteren Umsatzschub gab es bei der Mehrzahl der kleineren Emittenten (Medianananalyse), wonach deren Umsatzerlöse im selben Zeitraum sogar um 49% p.a. von □ 15 Mio. auf □ 33 Mio. stiegen.

Auch in der jüngsten Vergangenheit (Zeitraum 2004 bis 2008) bleiben die 25 börsennotierten Berliner und Brandenburger Gesellschaften ein verlässlicher Wachstumsmotor. Deren Umsatzerlöse stiegen jährlich um 2,7% sowie nahm deren Mitarbeiteranzahl um 5,4% p.a. zu. Gerade für die industrieschwache Region Berlin/Brandenburg sind diese börsennotierten Gesellschaften ein nachhaltiger Garant für Wachstum und Wohlstand. Das Potential dieser Region zeigen die jährlichen Veröffentlichungen des „Technology Fast 50 Award", die von den Gesellschaften Deloitte, DVFA und Deutsche Börse erstellt bzw. gesponsert werden. Darin finden sich regelmäßig eine Reihe sehr innovativer Technologieunternehmen, die ihren Sitz in Berlin und Umgebung haben, und zugleich Potential für den öffentlichen Kapitalmarkt aufweisen. Für die politischen Entscheidungsträger sollten diese Statistiken Anlass genug geben, eine wirtschaftsfreundliche Industriepolitik in der Region umzusetzen, um schnellstens an die Erfolge der Standorte Baden-Württemberg oder Bayern anzuschließen.

KOLUMNE

# Interessante Emissionskonzepte stehen zur Auswahl

Der deutsche Primärmarkt kommt endlich wieder in Schwung. Nach den gescheiterten Versuchen von Hochtief Concessions und ScanEnergy im Dezember letzten Jahres stehen nun vor Ostern vier neue Börseneinführungskandidaten in den Startlöchern. Abgesehen vom chinesischen Armaturenhersteller JoYou AG standen die drei weiteren IPO Anwärter, Brenntag, Kabel Deutschland (KDG) und Tom Tailor seit längerem auf der Watchlist. Interessanterweise gehen diese vier Kandidaten mit sich deutlich unterscheidenden Emissionskonzepten an den Markt, die durchaus richtungsweisend für zukünftige Neuemissionen sein können.

KDG hat dabei das anspruchsvollste Konzept. Zum einen sieht der Prospekt eine reine Umplatzierung in einer Größenordnung von bis zu □ 880 Mio. vor. Zugleich weist die Gesellschaft eine ausgeprägte Nettoverschuldung in Höhe des 5,3fachen des in 2009 ausgewiesenen EBIDTAs aus, die jedoch für LBO-finanzierte Unternehmen nicht untypisch ist. Da nun der geplante IPO eine Entschuldung der Emittentin nicht vorsieht, muss das Potential für künftige Dividendenzahlungen aus einem ertragsstarken Wachstum kommen. Dennoch bleibt anzumerken, dass der beabsichtigte „Exit" des Finanzinvestors Providence über ein „Dual Track" Verfahren erfolgt, wodurch die zweite Option eines Unternehmensverkaufs bis zuletzt bestand.

Eine fast gleich hohe Nettoverschuldung (5,3x EBITDA in 2009) weist der zweite Börsenkandidat Brenntag auf. Dennoch gibt es deutliche Unterschiede zur Emission von KDG. Zum einen werden vor dem IPO □ 0,7 Mrd. des Gesellschafterdarlehens in Eigenkapital umgewandelt, so dass sich die Verschuldung um den EBITDA-Fakor 1,6x reduziert. Zum anderen soll der Großteil des geplanten Emissionsvolumens von bis zu □ 588 Mio. zur Schuldenreduzierung in die Gesellschaft fließen. Sowohl KDG als auch Brenntag gehen selbstbewusst in die Vermarktungsphase, indem ihre Aktien im Rahmen des „klassischen Bookbuilding" angeboten werden.

Der dritte IPO-Kandidat, der Modehersteller Tom Tailor, grenzt sich sowohl von der Emissionsgröße als auch von der Vermarktungsstrategie von den vorhergenannten Anwärtern ab. Tom Tailor geht bei der Vermarktung seiner Aktien auf Nummer sicher und setzt auf das sogenannte ,,decoupled Bookbuilding", in der die Festlegung der Preisspanne und die eigentliche Zeichnung erst im letzten Drittel der öffentlichen Vermarktungsphase stattfindet. Insgesamt plant die Gesellschaft eine Kapitalerhöhung in Höhe von bis zu □ 140 Mio.. Ungewöhnlich ist hierbei das sehr hohe nominelle Kapitalerhöhungsvolumen, wonach bis zu 24,7 Mio. neue Aktien auf ein aktuell bestehendes Grundkapital von □ 5,53 Mio. bzw. Stück Aktien neu ausgegeben werden. Dies entspricht einem Verwässerungseffekt von bis zu 82%! Sowohl bei Tom Tailor als auch bei KDG ist für deutsche IPO-Usancen noch fremd, dass auf Gruppenebene zum Zeitpunkt des IPOs ein negatives Eigenkapital besteht. In der angelsächsischen Emissionspraxis ist dies jedoch oft zu finden.

Als vierte angekündigte Neuemission steht die JoYou AG am Startschuss, ein im chinesischen Markt etablierter Armaturenhersteller. Ähnlich wie Tom Tailor plant die Gesellschaft ein Emissionsvolumen von mehr als □ 100 Mio., das im Wesentlichen auch aus einer Kapitalerhöhung stammen soll. JoYou ist von der Equity Story vergleichbar mit dem in 2009 erfolgten IPO der Vtion Wireless Technology AG. Beide haben ihren operative Geschäftstätigkeit in China und setzen auf ein weiterhin hohes Wachstum in diesem jungen Markt. Die Vermarktung der Aktien erfolgt ebenfalls über ein ,,decoupled Bookbuilding".

Ostern 2010 wird somit ein spannender Moment! Wir drücken allen Kandidaten fest die Daumen und hoffen, dass die seit nunmehr über 20 Monate anhaltende Dürre am deutschen IPO-Markt endlich ein Ende findet.

KOLUMNE

# „Lessons learnt“ der ersten IPOs

Die vier Unternehmen, die noch vor Ostern den Schritt an die Börse wagten, konnten allesamt das Projekt „IPO“ abschließen, zwei erlebten deutliche Kurssprünge am ersten Handelstag. Für den deutschen Neuemissionsmarkt ist dies ein wichtiges Signal. Die Investitionsbereitschaft in Neuemissionen ist nach einer fast zweijährigen Pause endlich wieder vorhanden. Wie in unserer letzten Kolumne beschrieben, unterscheidet sich jeder der vier Emittenten in seinem Emissionskonzept, das letztlich auch zu unterschiedlichen Platzierungsergebnissen führte.

Im Fall des IPOs von Kabel Deutschland (KDG) wurden quasi □ 760 Mio. durch eine öffentliche Privatplatzierung an „qualifizierte“ Anleger verkauft. Wie aus den Medien entnommen werden konnte, waren es rund 40 Investoren vor allem aus dem angelsächsischen Raum, die das gesamte Emissionsvolumen zeichneten. Um die in den USA ansässigen QIBs bei der Platzierung berücksichtigen zu können, wurde ein nach „Rule 144a“ zulässiges Private Placement im Prospekt mitaufgenommen. Das Besondere beim IPO von KDG war zudem, dass es sich hierbei ausschließlich um eine Umplatzierung handelte, obwohl die Gesellschaft aktuell und voraussichtlich auch für die nächste Zeit eine sehr hohe Verschuldung aufweist. Anscheinend ließen sich die angelsächsischen Investoren davon nicht abschrecken. Auch gelang den Konsortialbanken, das Pricing innerhalb der anvisierten Bookbuilding-spanne durchzuführen, auch wenn der Ausgabekurs im unteren Bereich der Spanne lag.

Beim Börsengang der Brenntag AG mit rund □ 750 Mio. flossen der Gesellschaft, im Gegensatz zum KDG-IPO, über 70% als Kapitalerhöhung für die Entschuldung zu. Wie bei KDG konnten auch hier vornehmlich ausländische, institutionelle Investoren gewonnen werden. Auf eine US-Privatplatzierung gemäß Rule 144a wurde ebenfalls zurückgegriffen. Beim „Pricing“ konnte das Konsortium den Ausgabekurs im Mittelfeld der avisierten Bookbuildingspanne festlegen.

Bei den beiden kleineren Neuemissionen Tom Tailor und dem chinesischen Sanitärhersteller Joyou, bei denen abgesehen vom Greenshoe der Emissionserlös ausschließlich in die Gesellschaft floss, wurde auf eine Rule 144a Privatplatzierung verzichtet. Zudem wendeten beide das „decoupled Bookbuilding-Verfahren" an und erzielten nach Ende der Zeichnungsfrist einen Ausgabekurs, der im Falle von Tom Tailor in der Mitte und bei Joyou im unteren Drittel der Bookbuildingspanne lag.

In Bezug auf die nachbörsliche Performance der vier Emissionen erzielten Joyou und Brenntag bis zum Stichtag 14.04.2010 die beste Performance von 28% bzw. 7%. Die aktuellen Kurse von Tom Tailor und KDG liegen weiterhin auf dem Niveau ihres Ausgabepreises. Diese positive Sekundärmarktperformance ist ein wichtiger Indikator für das „IPO-Stimmungsbarometer". Dieser signalisiert Investoren, dass es sich wieder lohnt, für die Zeichnung von Neuemissionen ein entsprechendes Risiko einzugehen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass der Erfolg eines IPO-Kandidaten in erster Linie von der richtigen „Equity Story" abhängt. Stimmen die Kriterien Branding, marktführende Stellung und „proof of concept", ausgewiesen durch ein nachhaltig positives operatives Ergebnis, kann ein Emissionskonzept auch die Handschrift des Emittenten tragen. Die jüngsten IPOs zeigen, dass Emittenten bei der Vermarktung ihrer Aktien gut beraten sind, einen besonderen Fokus auf internationale Investoren zu legen. Leider zeigen sowohl Privatanleger wie auch heimische, institutionelle Investoren für Aktienneuemissionen noch immer wenig Interesse.

KOLUMNE

# Eine Lücke, die es zu schließen gilt

Im Gegensatz zum Eigenkapital existiert für mittelständische Unternehmen noch kein funktionsfähiger, öffentlicher Kapitalmarktzugang über die Börse für die Fremdmittelaufnahme. Nur im Segment der „Blue-Chip"-Unternehmen hat sich ein effizienter Kapitalmarkt für die Emission von Anleihen entwickelt, der jedoch ausschließlich auf die Interessen der institutionellen Investoren und Banken ausgerichtet ist. Im Jahr 2009 wurden laut unseren Recherchen von deutschen Emittenten („Non Financials") insgesamt 170 Anleihen mit einem Volumen von rund □ 120 Mrd. bei Investoren platziert, die ein mittleres Anleihevolumen von □ 713 Mio. (□ 314 Mio. im Median) aufweisen. Auch in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres bewegte sich das Volumen mit insgesamt □ 31 Mrd. weiterhin auf hohem Niveau, wobei sogar noch die mittlere Tranche der 40 platzierten Anleihen auf □ 775 Mio. (Median □ 541 Mio.) gestiegen ist.

Diese Größenklasse ab □ 500 Mio. Volumen aufwärts wird in der Praxis als „Benchmarkanleihe" bezeichnet und sowohl von den Banken als auch von den Investoren entsprechend favorisiert. Daher liegt auch nach deren Auffassung das „kritische" Emissionsvolumen einer Anleihe mindestens bei □ 200 Mio. Unter dieser Schwelle macht eine Platzierung wirtschaftlich keinen Sinn bzw. ein Engagement wäre zu risikoreich. Wie unsere Analyse zeigt, wird der Großteil der platzierten Unternehmensanleihen anschließend an der Luxemburger Börse zugelassen. Luxemburg ist seit Jahren von den begleitenden Emissionsbanken bevorzugtes „Listingbörse"und zählt damit zum führenden europäischen Marktplatz für die Erstzulassung von Anleihen. Jedoch existiert hier aufgrund fehlender Maklerstrukturen kein liquider Sekundärmarkthandel. Sofern sich Makler finden findet dieser quasi „unkontrolliert" an anderen Börsen statt. Unter diesen institutionell geprägten Rahmenbedingungen – in einer von Banken und institutionellen Investoren dominierten „Fremdemissionswelt" kann es auch nicht verwundern, dass sich bis zum jetzigen Zeitpunkt noch kein

funktionsfähiger Kapitalmarktzugang für mittelständische Emittenten mit einem Anleihenvolumen deutlich unter der „□ 200 Mio.-Schwelle“ herausbilden konnte.

Im Gegensatz zum Primärmarkt wird der öffentliche Sekundärmarkthandel von mittelgroßen und kleineren Vermögensverwaltern aber auch zunehmend von Privatanlegern getragen. Hierbei haben vor allem die Börsenplätze Stuttgart und Frankfurt eine vorherrschende Rolle eingenommen. Dabei beziehen die an den Börsen vertretenen Makler die originär an der Luxemburger Börse zugelassenen Anleihen in den Freiverkehr ein und ermöglichen damit einen öffentlichen Handel. Inwieweit ein liquider Sekundärmarkt für den Primärmarkt an Bedeutung gewinnt, zeigt die zunehmende Bereitschaft der Emittenten, ihre Anleihenstückelung auf privatanlegerfreundliche □ 1.000,- vorzunehmen, um einen geringeren Liquiditätsabschlag bei der Erstplatzierung zu erzielen.

Neben dieser skizzierten, großen, institutionellen Welt hat sich jüngst ein bisher wenig beachteter und verhältnismäßiger kleiner Markt bei nicht börsennotierten Eigenemissionen herausgebildet. So konnte beispielsweise der Stuttgarter Klett-Verlag unabhängig von Banken □ 50 Mio. erfolgreich an Privatanleger sowie „Family Offices“ platzieren.
Ein weiteres Beispiel ist die Halloren Schokoladenfabrik, die □ 10 Mio. an Privatanleger innerhalb weniger Tage verkaufte. Zwar handelt es sich in diesen Fällen um „Graumarktemissionen“, jedoch zeigen diese Beispiele, dass es sowohl auf Emittenten- als auch auf Investorenseite eine Nachfrage für Mittelstandsanleihen gibt. Es wäre daher wünschenswert, zeitnah ein institutionelles Rahmenwerk zu schaffen, das einen öffentlichen und organisierten Kapitalmarktzugang für mittelständische Unternehmen ermöglicht und in dem Privatanleger sowie kleinere Vermögensverwalter eine wesentliche Rolle spielen. Mittelstandsorientierte Lösungen wie der „Entry Standard“ oder der „M:access“ im Aktienbereich können dafür als „Blaupause“ dienen.

KOLUMNE

# bondm: „Missing Link“ für mittelständische Anleiheemittenten

Am 17. Mai 2010 stellte die Stuttgarter Börse das neue Marktsegment „bondm“ für mittelständische Unternehmensanleihen der Öffentlichkeit vor und reagierte damit auf die Appelle zahlreicher Unternehmen eine alternative Lösung gegenüber der deutlich schwieriger gewordenen Hausbankenfinanzierung. bondm versteht sich als Primär- und Sekundärmarktplattform, auf der sich mittelständische Emittenten aus Industrie- und industrieservicenahen Bereichen zu Hause fühlen sollen, für die es bisher aufgrund ihrer Größe kein entwickelter, organisierter Kapitalmarktzugang existierte. Als Zielbandbreite wird ein Anleihenemissionsvolumen zwischen □ 50 und 150 Mio. von der Stuttgarter Börse genannt, das bisher von den etablierten Emissionsbanken sowie von den typischen institutionellen Investoren kaum von Interesse war. Daher zielt bondm auf den „Match“ zwischen den Anleihen von Emittenten aus dem gehobenen Mittelstand der genannten Größenordungen und der weit definierbaren Investorengruppe der Privatanleger, worunter auch kleinere Vermögensverwalter bzw. „Family Offices“ zählen.

Da die Stuttgarter Börse bereits eine führende Rolle unter den deutschen Börsenplätzen sowohl im Anleihenhandel als auch beim Anteil der handelnden Privatanleger einnimmt, kann bondm auf dieser wertvollen Basis aufbauen, um sich zu einer deutschlandweiten Primär- und Sekundärplattform für mittelständische „Qualitätsanleihen“ zu entwickeln. Zur ersten handelbaren bondm-Anleihe gehört die bereits im Jahr 2004 emittierte und seitdem im Freiverkehr der Stuttgarter Börse notierte Teilschuldverschreibung des mittelständischen Automobilzulieferers DÜRR AG. DÜRR ist sowohl in Bezug auf Unternehmenstypus als auch in Bezug auf Bekanntheitsgrad der ideale Emittent für dieses Segment. Als Kandidat für ein zeitnahes Listing in bondm wurde außerdem die Windreich AG vorgestellt, die mit Abschluss ihrer Anleihensmission voraussichtlich im Juli 2010 dem Segment beitreten wird.

### Mittelständische Unternehmen im Fokus

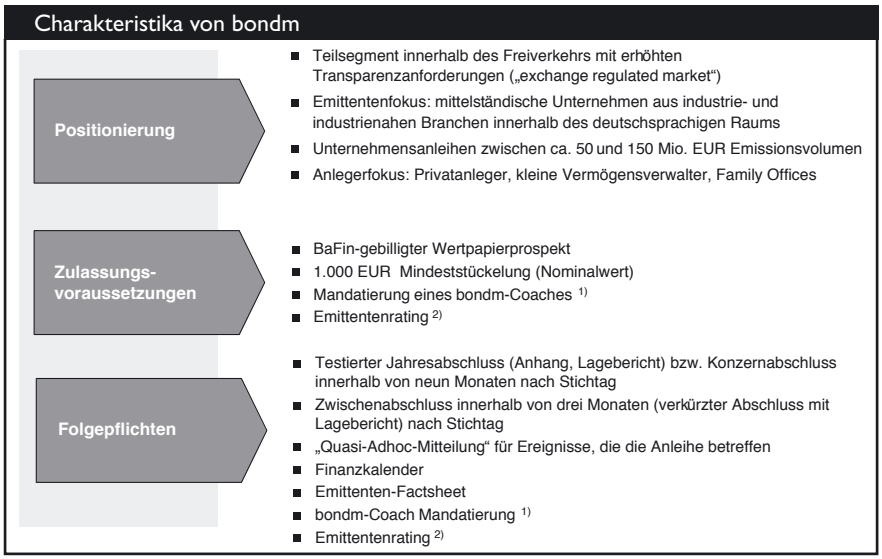
Die Stuttgarter Börse hat bei der Konzeption dieses Segmentes besonders darauf Acht gegeben, dass die Belange mittelständischer Emittenten hinsichtlich der zu liefernden Transparenz und den damit verbundenen Aufwand weitestgehend in Einklang mit den Mindestanforderungen der Anleger gebracht werden. Um dies zu gewährleisten, wurde bondm aus regulatorischer Sicht als Teilsegment des Freiverkehrs mit speziellen Zulassungs- und Folgepflichten konzipiert und zählt damit zu den sogenannten „Exchange regulated markets". Die Transparenzanforderungen von bondm entsprechen im Kern denen der bekannten deutschen börsenregulierten Marktsegmente für Eigenkapital („Entry Standard" oder „M:access"), die ebenfalls die mittelständischen Emittenten im Focus haben. Die regelmäßige Veröffentlichung von testierten Jahresabschlüssen nach heimischer Rechnungslegung, das Publizieren von zeitnahen Zwischenabschlüssen oder von kursbeeinflussenden Tatsachen sind Anforderungen, die heute als Mindeststandard des öffentlichen Kapitalmarkts gelten und auch in bondm übernommen wurden. Darüber hinaus ist für bondm ein anleihenspezifisches Bewertungsinstrumentarium, das Rating, vorgesehen, um den Anlegern eine bessere Einschätzung über Chancen/Risiken insbesondere bei bisher der Öffentlichkeit unbekannten Unternehmen zu ermöglichen.

### Coach für Emittenten

Grundsätzlich hat der Anleihenemittent einen von der BaFin gebilligten Wertpapierprospekt zu veröffentlichen sowie darf die nominelle Anleihenstückelung den privatanlegerfreundlichen Betrag von □ 1.000,- nicht übersteigen. Ein weiteres bondm-Charakteristika ist die Mitwirkung eines sogenannten „bondm-Coaches", der innerhalb des bondm-Konzeptes zweierlei Funktionen wahrnehmen soll. Zum einen dient er als Berater für den Emittenten in den Themen der Emissions-

vorbereitung und der Notierungsaufnahme sowie prüft er dessen Kapitalmarkttauglichkeit. Diese Kapitalmarkttauglichkeit beinhaltet unter anderem Kriterien wie die Fähigkeit des Emittenten, die Zulassungs- und Folgepflichten von bondm nachhaltig zu erfüllen sowie die technische Infrastruktur für die Emission und Notierung sicherzustellen. Zum anderen übernimmt der bondm-Coach eine Kontroll- und Überwachungsfunktion für die Börse, wonach er den Emittenten regelmäßig über geänderte Kapitalmarkterfordernisse informiert und ihn bei Verstößen gegen die Folgepflichten aufmerksam macht und dies im Interesse des Anlegerschutzes unverzüglich der Börse mitteilt. Diese „Polizeifunktion" des Coaches ist neben den Transparenzanforderungen von bondm ein wesentlicher Baustein zur Qualitätssicherung.

Ein weiteres Merkmal von bondm ist seine Privatanlegerorientierung. Gerade diese Gruppe ist es, die im Anleihenhandel wesentlich zur Liquidität beiträgt. Die Stuttgarter Börse möchte diese interessante Anlegerschaft ebenfalls für den Primärmarkt nutzen und bietet den Emittenten im Rahmen einer Eigenemission ein ergänzendes Vertriebstool, „bondm-Zeichnung", für die Platzierung an. „bondm-Zeichnung" ist ein elektronisches Oderbuch an dem über 100 zugelassene Handelsteilnehmer, wie Banken, Makler oder Onlinebroker, angeschlossen sind und über sie interessierte Anleger ihre Zeichnungsorders abgeben können. Ein weiteres Element von bondm ist die Gewährleistung eines organisierten Anleihenhandels innerhalb des elektronischen Handelssystems, in der ein sogenannter „Quality-Liquidity-Provider" (QLP) für eine faire Preisbildung sorgt.




1) Befreiung, wenn der Emittent Wertpapiere innerhalb einer inländischen Börse zum regulierten Markt zugelassen hat
2) Befreiung, wenn der Emittent Aktien im regulierten Markt zugelassen hat oder eine im Regelwerk aufgelistete Mindest-publizität nachweisen kann

Quelle: Regelwerk der Stuttgarter Börse

### Fazit

Die Initiative der Stuttgarter Börse kommt aus unserer Sicht zum richtigen Zeitpunkt und bildet in der Tat den bisherigen „Missing-Link" in der kapitalmarktorientierten Fremdfinanzierung mittelständischer Unternehmen. Eine börsennotierte Anleihe hat für den Emittenten zur Konsequenz, ein „Being Public" über die Laufzeit der Anleihe vorzunehmen. Eine börsennotierte Anleihenemission kann die gleiche Wirkung im Publikum erzielen, wie bei einem klassischen „Going Public" im Aktienbereich. Der Emittent hat die Herausforderung, sich dem öffentlichen Kapitalmarkt und dem sonstigen Publikum erfolgreich zu positionieren. Zugleich ermöglicht die Technik der Eigenemission in Kombination mit dem vorgestellten Vertriebstool der Stuttgarter Börse eine bankenunabhängige Fremdkapitalfinanzierung, die ein zusätzlicher Baustein in der Unternehmensfinanzierung bilden kann.

KOLUMNE

# Dual Track Prozess – auch für mittelständische Unternehmen interessant

Der Dual-Track-Prozess hat sich in den letzten Jahren insbesondere bei Private-Equity-Gesellschaften als bevorzugte Exit-Strategie für ihre Portfoliounternehmen durchgesetzt. Dabei werden in einem Prozess die beiden Handlungsoptionen Trade Sale und IPO parallel verfolgt. Im Trade Sale Track werden sämtliche Maßnahmen eingeleitet, die einen Verkauf der PE-Anteile an einen strategischen Investor oder einen neuen Private-Equity-Interessierten beinhaltet. Zeitgleich wird der Börsengang vorbereitet (IPO Track). Idealerweise werden beide Tracks ebenbürtig behandelt, d.h. keine der beiden Optionen hat zu Beginn des Projektes eine übergeordnete Präferenz. Das Ziel eines Dual-Track-Prozesses liegt zum einen in der Erlösmaximierung, indem das Bieteruniversum für den anstehenden Auktionsprozess erweitert wird. Zum anderen erzielt der Verkäufer durch die eröffnete Fall-back-Option eine erhöhte Transaktionssicherheit. Typische Dual Track IPO-Transaktionen waren die umgesetzten Börsengänge von Kabel Deutschland oder Brenntag. In den Fällen von DocMorris oder Evonik Industries siegte dagegen der Trade Sale Track.

Im weiteren Sinne kann ein Dual-Track-Prozess als ein paralleles Verfolgen einer Kapitalmarktlösung (public) und einer nicht kapitalmarktbezogenen Lösung (private) aufgefasst werden. Dieser breiter definierte Ansatz kann sich ebenfalls auf verschiedene Transaktionsanlässe beziehen. Bei einer Verkaufsabsicht umfasst ein Dual-Track-Prozess wie oben beschrieben die Alternativen IPO mit Umplatzierung und Trade Sale. Daneben kann der Anlass auch die Sicherstellung oder Optimierung der langfristigen Unternehmensfinanzierung sein. Dabei ist zwischen Eigen- und Fremdmittelaufnahme zu differenzieren. Auf der Eigenkapitalebene existiert als Public-Option die Mittelaufnahme über die Börse. Die alternative, „private" Strategie wäre die Suche nach einem oder mehreren Finanzinvestoren (VC, Private Equity). Im Vergleich zur typischen Exit-Strategie sind hier Investoren zu finden, die bereit sind, eine Minderheitsbeteiligung für einen bestimmten Zeitraum einzugehen. Im

Gegensatz zu den IPO-Investoren werden sich daher die Finanzinvestoren ihre Minderheitenposition durch Einräumung gesonderter Mitspracherechte und Ausstiegsklauseln im Beteiligungsvertrag absichern.

Die grundlegenden Voraussetzungen, um einen Dual Track Prozess für ein mittelständisches Unternehmen erfolgreich umzusetzen, sind:

- Beide Alternativen sollten in ihrer Durchführbarkeit realisierbar sein, d.h. der Emittent muss für den „Kapitalmarkt-Track" auch die nötige Kapitalmarktreife mitbringen. Im Falle eines IPO sind zumindest die Zulassungs- und Folgepflichten des Entry Standards zu erfüllen. Bei einer Bondemission sollten die bondm-Regularien als Maßstab dienen. Darüber hinaus muss natürlich in beiden Fällen das Kapitalmarktumfeld stimmen.

- Für beide Tracks ist ein abgestimmtes Finanzierungs- bzw. Emissionskonzept zu erstellen, das den üblichen Anforderungen der anzugehenden Investoren genügen muss.

- Bei einem Dual Track laufen zwei Projekte für eine gewisse Zeit parallel, für die individuelle Meilensteine zu beachten sind. Hierzu ist ein realistischer und in sich schlüssiger Zeit- und Projektplan zu erstellen. Ebenfalls sind die erforderlichen Ressourcen richtig abzuschätzen und ein effizientes Projektmanagement zu implementieren.

Ein Dual Track-Prozess ist auch für mittelständische Unternehmen eine interessante Alternative, um sich bei Ihrer langfristigen Finanzierung sowohl in der Eigen- als auch Fremdkapitalseite unabhängiger und optimal aufzustellen.

KOLUMNE

# Der wiederentdeckte Privatanleger

Die jüngste Statistik des deutschen Aktieninstitutes über die Entwicklung der Aktienbesitzer in Deutschland zum 1. Halbjahr 2010 unterstrich wieder einmal den seit Jahren anhaltenden Negativtrend des Aktionärsschwundes. Danach gibt es derzeit rund 8,6 Mio. Anleger in Deutschland oder 13,3% der Gesamtbevölkerung, die direkt oder indirekt Aktien in ihren Depots halten. Im Jahr 2001, in dem bisher der höchste Aktionärsstand erzielte wurde, lag die absolute Zahl noch bei rund 12,9 Mio. Aktionären. Von den aktuell 8,6 Mio. Aktienbesitzern sind nur ca. 2,5 Mio. bzw. 3,9% der Bevölkerung „reine" Aktionäre, das heißt sie investieren ausschließlich direkt in das Anlageobjekt „Aktie". Im Gegensatz zur Gesamtentwicklung konnte sich dieser Direktanlegerteil in den letzten zwei Jahren auf Kosten der Anteile in Aktienfonds leicht vergrößern. Somit lässt sich auf ein vermehrtes Nutzen der Chancen von Einzelinvestments schließen. Dennoch bleibt festzuhalten, dass sich die Zahl der direkten und indirekten Aktionäre seit dem Jahr 2001 um mehr als 4 Mio. reduzierte.

Das Platzen der „Technologieblase" in den Jahren 2000-2003 und die immensen Erschütterungen durch die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise haben sicherlich wesentlich dazu beitragen, dass die Aktie, aber auch der gesamte Kapitalmarkt als Anlageoption, zahlreiche Privatanleger verschreckt hat. Schwerwiegender und vor allem langfristiger wirken meines Erachtens jedoch auf der einen Seite die strenger gewordenen regulatorischen Rahmenbedingungen, die es in den letzten zehn Jahren immer schwieriger werden ließen, den Privatanleger für ein Investment in Aktien zu begeistern. Auf der anderen Seite führten auch die zahlreichen neuen Regularien dazu, dass der Emittent aus Haftungsthemen geradezu gezwungen wurde um diese eigentlich interessante Anlegergruppe einen weiten Bogen zu machen. So ist es durchaus zur Regel geworden, dass bei Neuemissionen im Rahmen der Aktienzuteilung der sogenannte Retailanteil nur noch im unteren einstelligen Prozentbereich zu finden ist.

Erschwerend für den Emittenten kommt zudem noch hinzu, dass sich die heimischen, institutionellen Investoren bei Erstzeichnungen quasi verabschiedet haben und damit die sich aus den IPOs ergebenen Renditechancen den ausländischen institutionellen Investoren überlassen. Neben den regulatorischen Rahmenbedingungen spielt die steuerliche Diskriminierung des Eigenkapitals gegenüber der Alternative Fremdkapital eine weitere entscheidende Rolle für das gestiegene Desinteresse an der Aktie. Aufgrund der nicht anrechenbaren Doppelbesteuerung, die beim Eigenkapital auf Unternehmens- und Gesellschafterebene erfolgt, werden derzeit Aktienerträge zu rund 48% mit Steuern belastet. Im Gegensatz dazu werden Fremdkapitalerträge in der Summe mit nur rund 26% besteuert. Auf diesen Missstand weist zu Recht auch in zahlreichen Veröffentlichungen das DAI hin.

Trotzdem spielt der Privatanleger eine nicht zu unterschätzende Rolle bei der Finanzierung des deutschen Mittelstandes. Dies zeigt der durchaus weniger regulierte und im Vergleich zum Eigenkapital steuerlich bevorteilte Markt für Unternehmensanleihen. Wie wir aus unseren Analysen festgestellt haben, besitzt die Gruppe der Privatanleger bei diesem Kapitalmarktinstrument eine ähnlich signifikante Rolle wie sie der institutionelle Investor derzeit bei Aktien einnimmt. Im Primärmarkt für mittelständische Anleihenemissionen ist der Privatanleger der zentrale Zeichner. Im späteren Sekundärmarkthandel sind es ebenfalls die kleineren Investoren, die eine Liquidität in den Markt bringen und das erstaunlicherweise nicht nur im Segment der Mittelstandsanleihen. Es bleibt daher nur zu hoffen, dass für diese alternative Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt nicht die gleichen regulatorischen Fehler begangen werden, wie sie bei Aktien gemacht wurden, so dass am Ende der Privatanleger aus gutgemeinten Anlegerschutzgründen seine Lust an einer Direktinvestition verliert.

KOLUMNE

# Happy Birthday Entry Standard!

Am 25. Oktober 2005 startete der Entry Standard an der Frankfurter Börse mit dem IPO der Designbau AG. Das Segment ging mit dem Anspruch an den Start, mittelständischen Unternehmen einen dauerhaften, kostengünstigen und erleichterten Zugang zum Kapitalmarkt für Eigenkapital zu ermöglichen. Um diesem Anspruch zu genügen, wurde der Entry Standard als Teilsegment innerhalb des Freiverkehrs konzipiert und konnte damit weniger strenge Zulassungs- und Folgepflichten von den Emittenten fordern als es in den „EU-regulierten" Börsensegmenten (Regulierter Markt) der Fall war. Durch Mindesttransparenzanforderungen wie die regelmäßige Veröffentlichung eines Zwischenberichtes oder „Quasi-Ad-hoc"-Mitteilungen grenzt sich der Entry Standard vom „reinen" Freiverkehr (Open Market) ab. Er genügt den Mindestanforderungen seitens der Investoren in Bezug auf Publizität und Aktualität der Information. Zugleich soll der Entry Standard, wie der Name sagt, als Einstiegssegment für junge und mittelständische Unternehmen dienen. Wächst ein Unternehmen aus diesem Segment heraus, so steht ihm der Sprung in den „großen" Kapitalmarkt innerhalb der Börsensegmente „General Standard" oder „Prime Standard" offen.

Fünf Jahre nach seinem Start hat sich der Entry Standard mit insgesamt 165 in- und ausländischen Unternehmen etabliert. Der Entry Standard wird vor allem von kleineren Unternehmen mit einem durchschnittlichen Umsatz von □ 18 Mio. (im Geschäftsjahr vor Börsennotierung) genutzt, deren mittlerer Börsenwert bei □ 44 Mio. zum Zeitpunkt ihres IPOs lag. Insgesamt nahmen 80 Emittenten den Entry Standard für die erstmalige Aufnahme von Eigenkapital über die Börse in Anspruch. Ihr durchschnittliches Emissionsvolumen liegt bei □ 13 Mio.. In der Summe platzierten sämtliche Entry Standard Unternehmen in den letzten fünf Jahren ein Eigenkapitalvolumen von rund □ 1,3 Mrd.. Der Großteil von □ 696 Mio. wurde während ihrer IPOs eingesammelt. Die restlichen □ 312 Mio. sind Ergebnis nachfolgender Kapitalerhöhungen. Das Ziel des Entry Standards, dem Mittelstand einen dauerhaften Zugang zum

Kapitalmarkt zu bieten, ist nach diesen Statistiken gelungen. Rückblickend kann ebenfalls gesagt werden, dass der Entry Standard seine Funktion als Sprungbrett für einen möglichen Aufstieg in einen der regulierten Märkte, ebenfalls erfüllt. Von den 165 gelisteten Emittenten vollzogen 16 den Transfer in den Regulierten Markt.

Das Deutsche Aktieninstitut (DAI) titelte seine jüngst veröffentlichen Studie über den Entry Standard mit „Viel Licht – wenig Schatten". In einer darin geführten Umfrage bestätigte die Mehrheit der befragten Emittenten, dass der Entry Standard ihr primäres Ziel, die Sicherstellung der Wachstumsfinanzierung, erfüllt hat sowie zur Verbesserung ihres Bekanntheitsgrades beitrug. Das entscheidende Motiv für die Wahl des Entry Standards als Börsensegment bleibt die Möglichkeit, nach HGB zu berichten. Nach wie vor stellt die Umstellung auf IFRS eine große Hürde für den Mittelstand auf dem Weg an die Börse dar.

Zum Erfolg des Entry Standards trägt die Sicherstellung der „Investorenqualität" in diesem Segment bei. Trotz niedrigerer Transparenzstandards gelang es auch institutionelle Investoren für ein Engagement zu begeistern. Die Investmentquote internationaler Investoren innerhalb der aktuell 119 gelisteten Entry Standard Unternehmen liegt bei rund 80%. Dennoch spielt der Privatanleger insbesondere im Sekundärmarkt eine entscheidende Rolle. Wie in der DAI-Studie hervorgehoben, waren es gerade die Privatanleger, die die Kurse der Emittenten während der Finanzkrise stabilisierten. An dieser Stelle sollte ernsthaft wieder darüber nachgedacht werden, wie Privatanleger in ihrer Funktion als wichtige Nachfragestütze bereits beim IPO durch einen eigenen Vertriebskanal gefördert werden können.

Wir wünschen dem Entry Standard auch für die nächsten Jahre viele neue Zugänge.

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

Römerstraße 109 | 71229 Leonberg
BOX 1338 | 71208 Leonberg

**T** + 49 (0) 71 52. 61 01 94. 0
**F** + 49 (0) 71 52. 61 01 94. 9

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