

Exit-Möglichkeit und Finanzierungskanal

Wenn das IPO zur ernsthaften Option wird

Die Option Börsengang wird für Start-up- und Wachstumsunternehmen spätestens dann ein Thema, wenn neue Venture Capital-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 Ersteres statt. Dennoch ist das IPO eine ernsthafte Option, die vor allem dem Gründerteam und dem Management viele Möglichkeiten im Being Public offenhält. Bei dieser Alternative werden Gründer von Venture Capital-finanzierten Wachstumsunternehmen mit grundlegenden Fragestellungen konfrontiert.

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 Angebots und Festlegung des Ausgabekurses werden sämtliche Aktien des Emittenten zum Handel zugelassen. Als Börsenplatz kommen sowohl die deutschen als auch ausländische Börsenplätze infrage. Die heimische Frankfurter Börse sowie die Auslandsbörsenplätze Euronext und Nasdaq stehen dabei zur Wahl. In den letzten zehn Jahren fanden an den deutschen Börsen insgesamt 106 IPOs mit einem Emissionsvolumen von rund 40 Mrd. EUR statt. Der IPO-Markt unterliegt deutlichen Schwankungen – das heißt, 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, Onlineportalbetreiber oder Medizintechnikunternehmen.

Unterschiedliche Wege an die Börse

Der Gang an die Börse kann auch unter Verzicht eines öffentlichen Verkaufsangebots erfolgen, indem nur das bestehende Grundkapital zum Handel zugelassen wird. Die Preisfeststellung erfolgt dann durch einen Börsenmakler am ersten Handelstag. Im Zeitraum 2012 bis 2019 haben insgesamt 51 Unternehmen ein Listing vorgenommen. Zwölf hatten vor dem Listing eine Privatplatzierung von Aktien durchgeführt, also das Prozedere und die damit verbundenen Marktrisiken eines öffentlichen Angebots umgangen. Die restlichen 39 Emittenten vollzogen nur ein Listing, ohne dass vorher Aktien platziert wurden. Von 2012 bis 2015 dominieren vor allem bekannte Industrieunternehmen wie Hella, Schaeffler, Osram oder Evonik die Aktivitäten; seit vier Jahren sind es vorwiegend Immobilienunternehmen. In der Tecszene ist das Listing durch das Direct Listing von Spotify an der NYSE im Jahr 2018 bekannt geworden.

Rote Biotechnologie zieht es ins Ausland

Das IPO an einer ausländischen Börse wird zwar oft diskutiert, jedoch nur selten umgesetzt. In den letzten zehn Jahren vollzogen

17 in Deutschland ansässige Emittenten eine Erstnotiz auf einem solchen Parkett. Elf Emittenten wählten die US-Börsenplätze (NYSE, Nasdaq), vier Emittenten die Euronext. Zwei weitere Unternehmen zog es an die Hongkonger beziehungsweise Warschauer Börse. Elf der 17 Emittenten sind in der Healthcare-Industrie tätig, wovon neun zur roten Biotechnologie gehören und mehrheitlich an die Nasdaq gingen. Da seit über zehn Jahren kein einziges IPO eines roten Biotechs an einer deutschen Börse stattgefunden hat, ist die Nasdaq beziehungsweise die Euronext für diese Branche alternativlos.

Wann und wie viel?

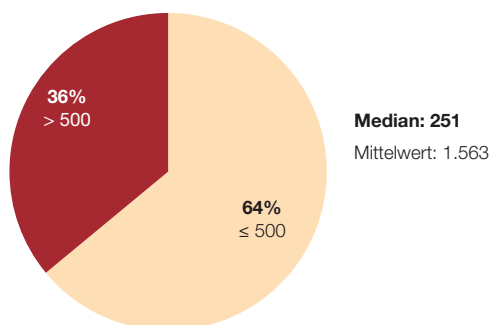
Vorbörsliche Finanzierungsrunden in Größenordnungen von 25 Mio. EUR plus sind heute auch für deutsche Techunternehmen keine Seltenheit mehr, wenn internationale Investoren einbezogen werden. Diese Finanzierungsvariante ersetzt das frühzeitige IPO. Ein IPO wird erst dann zur Option, wenn anstehende Finanzierungsrunden nicht mehr von privaten Investoren getragen werden. Auch IPO-Investoren haben allerdings langfristige Finanzierungserwartungen, womit der Cash Break-even gemeint ist. Circa 20% der IPOs der letzten zehn 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 beziehungsweise dem Geschäftsmodell ab. Bei Biotechnologieunternehmen gelten Horizonte von circa fünf Jahren als akzeptabel; im Falle defizitärer Techunternehmen werden maximal zwei Jahre toleriert. Welche IPO-Bewertungen und Emissionsvolumen platziert werden, zeigt die folgende Abbildung. Aus der Erfahrung sollte jedoch das Volumen nicht weniger als 25 Mio. EUR betragen, möchte man geeignete Emissionsbanken mit entsprechendem Analystenresearch gewinnen.

Mitarbeiter- und Führungskräftebeteiligung – ein Muss für Techunternehmen

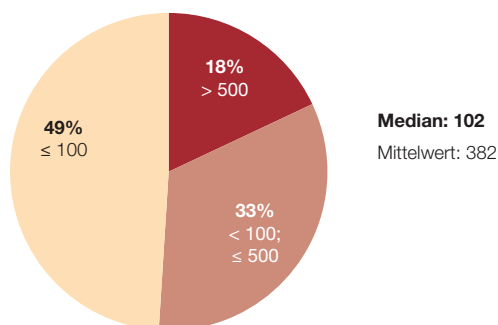
Rund 60% der Emittenten der letzten fünf Jahre – dies gilt vor allem für Techunternehmen – haben ein kapitalmarktorientiertes Beteiligungsprogramm zum Zeitpunkt ihres IPOs aufgelegt. An erster Stelle steht das Aktienoptionsprogramm, zu dem

Emissionskennzahlen 2010 bis 2019¹

Verteilung der IPO-Börsenwerte (in Mio. EUR)



Verteilung des Emissionsvolumens (in Mio. EUR)



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

auch sogenannte 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. Im Schnitt werden für sämtliche der genannten Beteiligungsprogramme circa 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 infrage, 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 bei IPOs nur noch selten anzutreffen (3%). Beabsichtigt der Emittent hingegen eine Notierung im Ausland (Nasdaq, NYSE, Euronext), so wird von Anwälten gerne die niederländische N.V. als Holding empfohlen. Dies wird damit begründet, dass diese Rechtsform deutlich mehr Flexibilität für künftige Kapitalaufnahmen mit Bezugsrechtsausschluss erlaube und in ihrer Corporate Governance weniger restriktiv sei. Ersteres kann für Biotechunternehmen von Vorteil sein, da nach dem IPO in der Regel Follow-ons stattfinden. Von den neun Biotech-IPOs deutscher Emittenten an Auslandsbörsen der letzten zehn Jahren firmierten fünf in einer N.V., eines in einer US-Inc. sowie drei in der AG beziehungsweise SE. Die erhoffte Flexibilität geht jedoch mit einer erhöhten Komplexität in der Rechnungslegung sowie im Steuer-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht einher. Zugleich wird sie zunehmend von Inves-

toren, vor allem aber von verbleibenden Großaktionären als kritisch gesehen. Das Management sollte sich dieser Komplexität bewusst sein sowie den Aufwand und Nutzen einer ausländischen Rechtsform hinterfragen.

Fazit

Der Börsengang bietet Gründern und Mitarbeitern 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, das Leben in der Organstruktur zu trainieren. Die Umwandlung hält weiterhin alle Exit-Optionen offen und ermöglicht den einfacheren Übergang zur Publikumsgesellschaft. ■

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

ist geschäftsführender Gesellschafter von Blättchen Financial Advisory und seit über 25 Jahren unabhängiger Berater für kapitalmarkt-orientierte Eigen- und Fremdkapitalstrategien. Anlässlich der Eröffnung des Neuen Marktes im März 1997 hat er die IPOs der beiden ersten Emittenten, Bertrand und Mobilcom, begleitet.



Uwe Nespethal

ist Partner und Mitgesellschafter der Blättchen Financial Advisory und seit über 20 Jahren als unabhängiger Berater in kapitalmarkt-orientierten Finanzstrategien und Management-incentivierungsthemen tätig.

