

Dr. Konrad Bösl, München

# Das Börsenjahr 2017: Deutschland bleibt bei Aktienneuemissionen weiterhin zurück

– Eine Analyse der Neuemissionen 2017 inklusive des neuen Handelssegments Scale –

**Dr. Konrad Bösl** ist Geschäftsführer der Blättchen & Partner GmbH, München.  
**Kontakt:** [autor@cf-fachportal.de](mailto:autor@cf-fachportal.de)

Im Jahr 2017 gab es in Deutschland elf Neuemissionen (Vorjahr sechs) mit einem öffentlichen Angebot, davon vier im neuen Handelssegment Scale. Erst die fünf Börsengänge im 4. Quartal retteten die Neuemissionsbilanz 2017. Mit AlzChem musste nur ein Emittent den Börsengang kurz vor Notierungsaufnahme absagen (Vorjahr zwei). Das Emissionsvolumen lag mit gut 2,64 Mrd. € auf dem tiefsten Stand seit 2011 und hat sich gegenüber dem Vorjahreswert nahezu halbiert. Kein Börsengang in Deutschland erreichte beim Emissionsvolumen die Milliardengrenze (Vorjahr eine). Weltweit gab es in 2017 so viele Neuemissionen wie seit zehn Jahren nicht mehr. Im Vergleich dazu blieb die Neuemissionstätigkeit in Deutschland wie schon seit Jahren unbedeutend.

## I. Neuemissionstätigkeit in Deutschland kann im internationalen Vergleich nicht bestehen

Die Rahmenbedingungen für Börsengänge waren in Deutschland 2017 sehr positiv. Das historisch niedrige Zinsniveau hielt weiter an und trug zu einer starken konjunkturellen Entwicklung bei. Der DAX übersprang zum ersten Mal in seiner Geschichte die 13.000 Punkte Marke und legte im Jahresverlauf um rd. 12,5% zu. Die Anzahl an Neuemissionen verdoppelte sich in Deutschland nahezu, was der weltweiten Steigerung an Börsengängen um rd. 49% entspricht. Von dieser Parallelität darf man sich nicht täuschen lassen, denn das Ausgangsniveau war in Deutschland mit sechs Börsengängen im Jahr 2016 sehr niedrig. Während das Emissionsvolumen weltweit um 40% angezogen hat, ging es in Deutschland um rd. 53% zurück.<sup>1</sup> An der weltweiten Neuemissionstätigkeit hat Deutschland lediglich einen Anteil von knapp 0,7% bezogen auf die Anzahl an Neuemissionen, bzw. 1,5% am Emissionsvolumen. Die darin zum Ausdruck kommende Schwäche der Neuemissionstätigkeit in Deutschland besteht nun schon seit Jahren.

Auch im europäischen Vergleich zeigt sich, dass die in Europa führende Wirtschaftsnation Deutschland seit Jahren bei der Neuemissionstätigkeit zurückliegt.<sup>2</sup> Gegenüber dem Vorjahr

stieg die Zahl der Neuemissionen in Europa um ca. 44,8%, das Emissionsvolumen sogar um ca. 45,4%.

**Tab. 1: Neuemissionstätigkeit in Deutschland im internationalen Vergleich**

Region	2017		2016	
	Anzahl IPOs	Platzierungsvolumen (in Mrd. USD)	Anzahl IPOs	Platzierungsvolumen (in Mrd. USD)
<b>Welt</b>	<b>1.624</b>	<b>188,8</b>	<b>1.055</b>	<b>132,5</b>
<b>USA</b>	<b>174</b>	<b>39,5</b>	<b>112</b>	<b>21,3</b>
<b>Asien-Pazifik</b>	<b>935</b>	<b>73,2</b>	<b>638</b>	<b>71,5</b>
China inkl. Hongkong	582	49,0	331	46,2
<b>ASEAN</b>	<b>103</b>	<b>9,9</b>	<b>71</b>	<b>5,5</b>
Singapur	19	3,3	15	1,65
<b>EMEIA</b>	<b>469</b>	<b>64,0</b>	<b>285</b>	<b>37,7</b>
<b>Europa</b>	<b>252</b>	<b>46,1</b>	<b>174</b>	<b>31,7</b>
Euronext (FR, BE, NL, PT)	31	8,2	42	10,5
Nordische Länder (DK, NO, SE, FI)	88	6,1	66	8,4
Deutschland	11	2,9	6	5,4
Schweiz	6	7,8	5	4,1
UK	72	14,8	55	7,2
<b>Naher Osten</b>	<b>47</b>	<b>4,6</b>	<b>11</b>	<b>1,3</b>
<b>Indien</b>	<b>162</b>	<b>11,6</b>	<b>83</b>	<b>3,8</b>
<b>Afrika</b>	<b>8</b>	<b>1,6</b>	<b>9</b>	<b>0,8</b>

Quellen: EY IPO Report Q4 2017, eigene Berechnungen

## II. Wesentliche Merkmale der Neuemissionen 2017

Insgesamt gab es in Deutschland 2017 elf Neuemissionen, bei denen Aktien im Rahmen einer öffentlichen Zeichnung angeboten wurden. Zehn der elf Emittenten haben ihren Sitz in Deutschland. Bemerkenswert ist, dass fünf der Emittenten im Jahr vor dem Börsengang noch einen Verlust ausweisen mussten.<sup>3</sup> Darunter drei der sieben Emittenten, die ihre Aktie im Prime Standard notieren ließen und darunter wiederum gemessen am Umsatz die beiden größten Neuemissionen HelloFresh (EBIT-Marge -15,2%) und Delivery Hero (EBIT-Marge -53,8%), wie Abb. 1<sup>4</sup> zeigt.








1 Vgl. u.a. EY, Weltweiter IPO-Markt klettert 2017 auf 10-Jahres-Hoch, PM vom 14.12.2017, <http://hbfm.link/2983>, Abruf am 02.01.2018; Schmidt, Der deutsche Mittelstand ist reif für die Börse, Börsen-Zeitung vom 01.12.2017, S. 8; Köhler, Deutschland vor Boom bei Börsengängen, HB Online vom 13.12.2017, <http://hbfm.link/2984>, Abruf am 02.01.2018; o.V.: Deutsche IPO-Flaute geht zu Ende, ARD Online vom 14.12.2017, <http://hbfm.link/2985>, Abruf am 02.01.2018. Für 2017 von einem Boom bei Börsengängen zu sprechen, ist abwegig, so Rose, GoingPublic 12/2017 S. 56.

2 Vgl. Mehring, Deutscher IPO-Markt bildet Schlusslicht in Europa, Finance Online vom 26.10.2017, <http://hbfm.link/2986>, Abruf am 02.01.2018.

3 Alle Zahlen zu den Neuemissionen 2017 stammen aus den Wertpapierprospekten und der Primärmarkt Statistik der Deutsche Börse AG, abrufbar unter: <http://hbfm.link/2987>, Abruf am 02.01.2018.

4 Die Sektoreinteilung in Abb. 1 entspricht derjenigen der Deutsche Börse AG.

Abb. 1: Charakteristika der Emittenten

Unternehmen	Sektor	Anzahl Gesellschafter	Anteil größter Gesellschafter vor IPO	Umsatz GJ vor IPO (Mio. €)	EBIT GJ vor IPO (Mio. €)	EBIT-Marge GJ vor IPO	Sitz des Unternehmens
Prime Standard							
Aumann AG	Industrie	2	93,50%	156,02	18,4	11,80%	
Vapiano SE	Konsumgüter	5	44,24%	248,6	3,5	1,40%	
Delivery Hero AG	Handel	6	35,70%	297	-159,8	-53,80%	
Voltabox AG	Industrie	1	100,00%	14,49	-4,21	-29,10%	
Varta AG	Industrie	2	98,00%	213,82	12,07	5,60%	
HelloFresh SE	Handel	6	58,71%	596,99	-90,5	-15,20%	
Befesa S.A.	Industrie	2	96,66%	611,69	84,5	13,80%	
Scale							
IBU-tec advanced materials AG	Industrie	5	44,03%	17,74	4,1	23,11%	
Noratis AG	Finanzdienstleistung	3	33,33%	44,8	9,9	22,10%	
The NAGA Group AG	Finanzdienstleistung	8	27,27%	2	-3,7	-185,00%	
Mynaric AG	Technologie	6	20,60%	0,47	-1,84	-3,90%	

Das durchschnittliche Emissionsvolumen beträgt gut 240,1 Mio. € (Vorjahr 978,4 Mio. €)<sup>5</sup> und im Median 169,3 Mio. € (Vorjahr 71,8 Mio. €). Das größte Emissionsvolumen entfällt mit 989 Mio. € auf Delivery Hero. Mit 2,6 Mio. € war das Emissionsvolumen von The Naga Group mit Abstand am niedrigsten. Fünf Neuemissionen mit einem Emissionsvolumen von rund 1,09 Mrd. € gab es allein im 4. Quartal. Erst dadurch wurde das Neuemissionsjahr 2017 für deutsche Verhältnisse akzeptabel.

Die beiden ersten Neuemissionen im Handelssegment Scale der Deutsche Börse AG konnten ihre Aktien nur im unteren Drittel der Preisspanne platzieren. Möglicherweise ein Zeichen dafür, dass die Investoren erst Erfahrung mit diesem neuen Handelssegment sammeln wollten und sich deshalb bei der Zeichnung der ersten Neuemissionen in diesem Segment zurückhielten.

Mit Ausnahme der Noratis AG konnten alle Emittenten die in der Basistransaktion (Kapitalerhöhung und Umplatzierung von Altgesellschaftern) angebotenen Aktien vollständig platzieren. The NAGA Group AG hat auf einen Greenshoe verzichtet. Die durchschnittliche Ausübungsquote beim Greenshoe lag bei 81,3 % (Vorjahr 67,3 %) und im Median bei 100% (Vorjahr 95,6 %).

### III. Analyse der Neuemissionen im Prime Standard

Die meisten Neuemissionen zielten auf eine Notierungsaufnahme im regulierten Markt ab. Sieben der erfolgreichen Neuemissionen wählten mit dem Prime Standard das Segment mit den höchsten Transparenzanforderungen.

An sich begann das Jahr 2017 für Neuemissionen in Deutschland denkbar schlecht, denn bereits der erste Emittent, das profitable Spezialchemieunternehmen AlzChem AG, musste am Ende der Zeichnungsfrist die für den 10.02. geplante Notierungsaufnahme absagen, da das Emissionskonzept und die Equity Story von den Investoren nicht ausreichend akzeptiert wurden.<sup>6</sup> Ebenfalls von Kritik in den Finanz-

und Wirtschaftsmedien war der von Jefferies, Berenberg und Barclays geführte Börsengang der Restaurant-Kette Vapiano SE begleitet.<sup>7</sup> Das Emissionskonzept vermochte nicht zu überzeugen und die Bewertung wurde angesichts rückläufiger Ergebnisse als zu hoch angesehen.<sup>8</sup> Rund 50% der angebotenen Aktien stammten aus der Umplatzierung von zwei der drei Altgesellschafter. Die Gesellschaft gab an, dass ihr Ziel ein Emissionserlös von 85 Mio. € ist. Daraus sollten neben den Expansions- und Akquisitionsplänen auch noch die Rückzahlung eines Gesellschafterdarlehens i.H.v. 10 Mio. € finanziert werden. Der hohe Mittelzufluss an die Altgesellschafter muss vor dem Hintergrund beurteilt werden, dass die Reputation der Gesellschaft durch eine Reihe bekannt gewordener negativer Ereignisse angeschlagen war. Die Vorwürfe reichten von einer schlechten Behandlung der Mitarbeiter verbunden mit einer hohen Mitarbeiterfluktuation bis hin zu mangelhaften Hygienestandards und minderwertigen bzw. falsch deklarierten Lebensmitteln bei Speisen. Trotz alledem konnte die Vapiano SE alle aus der Basistransaktion angebotenen Aktien in der Preisspanne von 21 € bis 27 € zum Ausgabepreis von 23 € platzieren. Mit einem ersten Kurs von 23,95 € konnten die Anleger einen Zeichnungsgewinn von 4,1% erzielen. Der von den Altgesellschaftern angebotene Greenshoe von 758.000 Stück Aktien wurde lediglich zu 16,1% ausgeübt.

Angestoßen durch den Diesel-Skandal und die intensive Diskussion in Wirtschaft, Politik und Gesellschaft zum Umstieg auf die Elektromobilität, weckten Emittenten mit Bezug zur Elektromobilität die Fantasie der Investoren an der Börse, selbst dann, wenn ein Emittent nur am Rande mit der Elektromobilität zu tun hatte. In jedem Fall lässt sich mit der Fantasie der Anleger eine tendenziell hohe

<sup>5</sup> Vgl. zu den Vorjahreszahlen Bösl, CF 2017 S. 23-29.

<sup>6</sup> Vgl. o. V. AlzChem wagt sich aufs Parkett, ARD Online vom 27.01.2017 <http://hbfm.link/2988>, Abruf am 02.01.2018; o. V. War das Scheitern des AlzChem-Börsengangs abzusehen?, Passauer Neue Presse Online vom 11.02.2017, <http://hbfm.link/2989>, Abruf am 02.01.2018.

<sup>7</sup> Vgl. Reifenberger, Vapiano will Börsengang für Expansion nutzen, Finance Online vom 31.05.2017, <http://hbfm.link/2990>, Abruf am 02.01.2018. Dierig, „Skandalnude!“ geht an die Börse, Welt Online vom 01.06.2017, <http://hbfm.link/2991>, Abruf am 02.01.2018.

<sup>8</sup> Vgl. u.a. Fehr/Riedl, Warum Anleger Delivery Hero, Vapiano und Noratis nicht brauchen, WiWo Online vom 23.06.2017, <http://hbfm.link/2992>, Abruf am 02.01.2018; Buchwald, Börsengang Vapiano – Vorsicht vor aufgeblähten Zahlen! Sharewise.com vom 16.06.2017, <http://hbfm.link/2993>, Abruf am 02.01.2018.

Tab. 2: Eckdaten der Emissionskonzepte

Unternehmen	Preisspanne		Platzierte Primary Shares (in Mio. St.)	Platzierte Secondary Shares (in Mio. St.)	Verfügbare Greenshoe (in Mio. St.)	Ausübungsquote Greenshoe	Free Float nach IPO	Platzierungsvolumen (in Mio. €)
	in €	in %						
<b>Prime Standard</b>								
Aumann AG	35,00 – 43,00	22,90%	1,500	3,700	0,780	100,00%	46,40%	251,160
Vapiano SE	21,00 – 27,00	28,60%	3,695	3,533	0,758	16,10%	28,60%	169,261
Delivery Hero AG	22,00 – 25,50	15,90%	18,950	15,000	5,092	94,90%	39,70%	989,002
Voltabox AG	20,00 – 24,00	20,00%	5,500	-	0,825	100,00%	40,00%	151,800
Varta AG	15,00 – 17,50	16,70%	8,600	3,000	1,950	89,20%	34,90%	233,450
HelloFresh SE	9,00 – 11,50	27,80%	27,000	-	4,050	100%	16,90%	385,262
Befesa S.A.	28,00 – 38,00	35,70%	-	14.308	2,146	100%	45,20%	460,717
<b>Mittelwert</b>		<b>23,90%</b>	<b>10,874</b>	<b>7,908</b>	<b>2,229</b>	<b>85,70%</b>	<b>36,00%</b>	<b>367,665</b>
<b>Median</b>		<b>22,90%</b>	<b>7,050</b>	<b>3,700</b>	<b>1,950</b>	<b>100%</b>	<b>39,70%</b>	<b>251,160</b>

Bewertung durchsetzen, die fundamental nicht begründet ist.<sup>9</sup> Unter den Neuemissionen am Prime Standard mit Bezug zur Elektromobilität gehören die Aumann AG aus dem Portfolio der Beteiligungsgesellschaft MBB und die Voltabox AG, Tochtergesellschaft des börsennotierten Autozulieferers Paragon AG.

Die Aumann AG war mit Notierungsaufnahme am 24.03. die erste Neuemission des Jahres. Aumann ist ein Maschinenbauer, der Motor-Wickelmaschinen und Drahtlackiermaschinen herstellt, die in verschiedenen Branchen eingesetzt werden, so auch für den Bau von Elektromotoren. Der Börsengang unter Führung von Citigroup und Berenberg wurde von den Medien sehr positiv begleitet<sup>10</sup>, obgleich lediglich rd. 25% des Emissionserlöses an die Gesellschaft flossen. Die Aktien wurden am oberen Ende der Bookbuilding-Spanne zu 42 € platziert. Der erste Kurs stellte sich bei 48,20 € ein, was einem Zeichnungsgewinn von 14,8% entspricht. Der vom Alteigentümer gestellte Greenshoe wurde vollständig platziert. Nach der Notierungsaufnahme setzte die Aktie der Aumann AG bis zum Jahresende zu einem Höhenflug an.

Eine weitere Neuemission, die in der Equity Story auf die Elektromobilität setzte<sup>11</sup>, war die Voltabox AG, deren Notierungsaufnahme am 13.10. unter Führung des Bankhauses Lampe erfolgte. Voltabox entwickelt Batteriesysteme auf Basis der etablierten Lithium-Ionen-Technologie, die u.a. bei Spezialfahrzeugen (Gabelstaplern, Bergbaufahrzeugen oder Oberleitungsbussen) zum Einsatz kommen. Für eine breite Anwendung in der Elektromobilität ist diese Technologie aufgrund physikalischer Grenzen jedoch nicht geeignet. Die Aktien wurden in der Bookbuilding-Spanne von 20 € bis 24 € angeboten und konnten einschließlich Umplatzierung und Greenshoe am oberen Ende der Preisspanne vollständig platziert werden. Der erste Kurs lag bei 30 €, was einem hohen Zeichnungsgewinn von 25% entspricht. Der fulmi-

nante Start war aber nicht nachhaltig und die Kursgewinne mussten schrittweise bis zum Jahresende wieder abgegeben werden.

Mit der Varta AG schaffte ein Hersteller von Mikrobatterien für Hörgeräte und schnurlose Kopfhörer nach dem abgesagten Börsengang im letzten Jahr ein beeindruckendes Comeback. Grund für die Absage am Ende der Zeichnungsfrist war eine mangelnde Nachfrage der Investoren. Während die Bewertung der Varta AG damals bei einem Börsenwert zwischen 400 Mio. € und 500 Mio. € lag<sup>12</sup>, konnte die Bewertung auf rd. 670 Mio. € gesteigert werden, da der Ausgabepreis am oberen Ende der Bookbuilding-Spanne von 15 € bis 17,50 € festgesetzt werden konnte. Dass der Börsengang überaus erfolgreich verlief, zeigt sich auch darin, dass die Zeichnungsfrist aufgrund der außerordentlich hohen Nachfrage um sechs Tage verkürzt und der erste Handelstag ebenfalls um sechs Tage auf den 19.10. vorgezogen wurden.<sup>13</sup> Für die starke Nachfrage nach Varta-Aktien können zwei Gründe angeführt werden.<sup>14</sup> Zum einen hat sich die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Gesellschaft im 1. Halbjahr 2017 deutlich verbessert. Zum anderen hat Varta das Bankenkonsortium um die Führungsbank Jefferies ausgetauscht, dem man zu geringes Engagement bei der Vermarktung der Aktien vorgehalten hat. Die Emission wurde nun von Berenberg geführt und der UniCredit begleitet. Es konnten alle Aktien inkl. Greenshoe platziert werden. Der erste Kurs erreichte 24,25 €, was einem sehr hohen Zeichnungsgewinn von 38,6% entspricht.

Mit der Delivery Hero AG und HelloFresh SE kamen 2017 zwei Neuemissionen aus dem Portfolio von Rocket Internet an die Börse. Beide Börsengänge waren schon seit längerem angekündigt und an sich bereits im Vorjahr erwartet worden. Als erstes erfolgte der Börsengang des Online-Essensbringdienstes Delivery Hero am 30.06., die Notierungsaufnahme des Kochbox-Versenders HelloFresh folgte am 02.11. Delivery Hero war mit einem Emissionsvolumen von 989 Mio. € die mit Abstand größte Neuemission des Jahres.

9 Vgl. Mehring, E-Mobility-Hype an der Börse, Finance Online vom 25.09.2017, <http://hbfm.link/2994>, Abruf am 02.01.2018.

10 Vgl. u.a. Schröder, E-Mobility-Offensive: MBB-Tochter Aumann kommt an die Börse – Details und Hintergründe! Der Aktionär Online vom 08.03.2017, <http://hbfm.link/2995>, Abruf am 02.01.2018; Hock, Gut gewickelt an die Börse, FAZ Online vom 20.03.2017, <http://hbfm.link/2996>, Abruf am 02.01.2018.

11 Vgl. Becker, Voltabox will Börse Elektriziert, Börsen-Zeitung vom 12.09.2017, S. 9.

12 Vgl. o.V., Michael Tojner will mit Vartas Börsengang 230 Mio. € erreichen, Industriemagazin Online vom 12.10.2017, <http://hbfm.link/2997>, Abruf am 02.01.2018.

13 Vgl. Varta AG, Ad-hoc-Mitteilung vom 15.10.2017, <http://hbfm.link/2998>, Abruf am 02.01.2018.

14 Vgl. Becker, Spannung am IPO-Markt wächst, Börsen-Zeitung vom 23.09.2017, S. 1; Reifenberger, Mittelständler Varta und Mynaric eröffnen den IPO-Herbst, Finance Online vom 28.09.2017, abrufbar unter: <http://hbfm.link/3023>, Abruf am 02.01.2018.



Tab. 3: Performance der Neuemissionen im Prime Standard

Unternehmen	Ausgabepreis	Erster Kurs	Zeichnungs- gewinn	30 Tage Aktien- performance	30 Tage Aktien- performance vs. CDAX	Aktien- performance zum 29.12.	Aktienper- formance vs. CDAX zum 29.12.
<b>Prime Standard</b>							
Aumann AG	42,00	48,20	14,80%	28,30%	27,90%	51,80%	41,30%
Vapiano SE	23,00	23,95	4,10%	-1,30%	1,40%	-0,10%	-4,60%
Delivery Hero AG	25,50	26,90	5,50%	7,20%	7,90%	28,10%	20,90%
Voltabox AG	24,00	30,00	25,00%	16,60%	16,10%	-5,90%	-6,60%
Varta AG	17,50	24,25	38,60%	20,10%	19,80%	22,70%	21,80%
HelloFresh SE	10,25	10,60	3,40%	-7,20%	-4,90%	13,20%	15,60%
Befesa S.A.	28,00	28,00	0,00%	17,50%	19,90%	40,70%	43,20%
<b>Mittelwert</b>			<b>13,10%</b>	<b>11,60%</b>	<b>12,60%</b>	<b>21,50%</b>	<b>18,80%</b>
<b>Median</b>			<b>5,50%</b>	<b>16,60%</b>	<b>16,10%</b>	<b>22,70%</b>	<b>20,90%</b>

Die von Citigroup, Goldman Sachs und Morgan Stanley geführte Aktienemission von Delivery Hero umfasste inkl. Greenshoe gut 39 Mio. Stück Aktien in der Bookbuilding-Spanne von 22 € bis 25,50 €. Aufgrund der hohen Nachfrage konnte der Ausgabepreis am oberen Ende der Preisspanne festgelegt werden. Der erste Kurs stellte sich bei 26,90 € ein, was einem Zeichnungsgewinn von 5,5% entspricht. Vom Greenshoe konnten 94,9% endgültig im Markt platziert werden. Am 18.09. wurde die Aktie in den SDAX aufgenommen. In ungewöhnlich kurzer Zeit nach dem Börsengang gab die Gesellschaft schon Anfang Dezember bekannt, eine Kapitalerhöhung um bis zu 10,5 Mio. Stück neuer Aktien verbunden mit einer Umplatzierung von Altgesellschaftern zu planen. Die Kapitalerhöhung ist für die ambitionierten Expansionspläne notwendig, da der Gesellschaft aus dem Börsengang ein Bruttoemissionserlös von 465 Mio. € zugeflossen war, aus dem Schulden von rund 300 Mio. € bedient wurden.<sup>15</sup>

Den zweiten Versuch zu einem Börsengang startete HelloFresh. Als kritisch erwies sich die Unternehmensbewertung von in der Spitze 1,5 Mrd. €. Sie lag damit deutlich über der Bewertung des amerikanischen Wettbewerbers Blue Apron und unter der Bewertung der letzten beiden Finanzierungsrunden.<sup>16</sup> Damit alles klappt, wurde der Börsengang mit Deutsche Bank, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Berenberg und BNP Paribas gleich von fünf Banken führend begleitet. Insgesamt wurden gut 31 Mio. Stück Aktien inkl. Greenshoe in einer Bookbuilding-Spanne von 9 € bis 11,50 € angeboten. Der Ausgabepreis betrug 10,25 € und der erste Kurs 10,60 €, sodass sich ein Zeichnungsgewinn von 3,4% ergab. Der Greenshoe wurde zu 100% ausgeübt.

Schließlich erfolgte die letzte Neuemission des Jahres am 03.11. mit dem deutsch-spanischen Industrie-Recycler Befesa SA., der sich im Besitz des Private Equity-Investors Triton befindet. Der Börsengang kam insgesamt überraschend und verlief sehr ruhig. Die Emission wurde von Citigroup, Goldman Sachs und J.P. Morgan geführt. Das Angebot umfasste eine reine Umplatzierung des Finanzinvestors i.H.v. gut 14,3 Mio. Stück Aktien sowie den vom Finanzinvestor gestellten Green-

shoe von knapp 2,15 Mio. Stück Aktien. Die Aktien wurden in einer außergewöhnlich breiten Bookbuilding-Spanne von 28 € bis 38 € (35,7%) zur Zeichnung angeboten. Der Ausgabepreis und der erste Kurs waren mit 28 € identisch. Der Börsenwert von Befesa betrug damit zum Zeitpunkt der Notierungsaufnahme 954 Mio. € und lag damit unter dem Kaufpreis des Finanzinvestors.<sup>17</sup>

Im Unterschied zu den letzten Jahren war die Performance der Neuemissionen im Prime Standard grundsätzlich sehr positiv. Dies liegt sicherlich auch daran, dass es in 2017 keine sog. China-IPO gegeben hat. Innerhalb der ersten 30 Kalendertage, d.h. dem maximalen Zeitraum zur Kursstabilisierung über den Greenshoe, konnten die Aktienkurse der Neuemissionen im Durchschnitt um 11,6% (Median 5,5%) zulegen. Innerhalb der ersten 30 Kalendertage entwickelten sich die Aktienkurse der Neuemissionen auch besser als der Gesamtmarkt, gemessen am CDAX<sup>18</sup>. Im Durchschnitt performten die Neuemissionen um 12,6% und im Median um 16,1% besser. Die beste Performance im 30-Tage-Vergleich zeigt die Aktie der Aumann AG. Sie konnte gegenüber dem Ausgabepreis bereits um gut 28% zulegen. Die zweitbeste Performance weist die Aktie der Varta AG mit etwas mehr als 20% aus. Am schlechtesten entwickelte sich nach 30-Kalendertagen die Aktie der HelloFresh SE mit -7,2%. Ebenfalls eine negative Kursentwicklung mit 1,3% zeigte die Aktie der Vapiano SE. Bis zum Jahresende konnten sich die Aktienkurse der Neuemissionen im Durchschnitt um 21,5% (Median 22,7%) steigern. Auch den Gesamtmarkt, gemessen am CDAX, konnten die Neuemissionen deutlich outperformen. Im Durchschnitt um 18,8% und im Median um 20,9%. Die beste Kursentwicklung zeigte mit 51,8% wiederum die Aumann AG. Die zweitbeste Performance zum Ausgabekurs gelang innerhalb von 7 Wochen nach Notierungsaufnahme der Aktie der Befesa S.A. mit 40,7%. Den starken Auftakt konnte die Aktie der Voltabox AG nicht durchhalten. Mit einem Kursverlust von 5,9% war Voltabox die schwächste Neuemission 2017. Ebenfalls einen, wenn auch unbedeuten-

15 Vgl. Kokologiannis/Neuhaus, Delivery Hero dürfte Strahlkraft haben, Handelsblatt Online vom 01.07.2017, <http://hbfm.link/3053>, Abruf am 02.01.2018.

16 Vgl. Mehringer, Hedtstück, Hello Fresh bei Bewertung erstaunlich vorsichtig, Finance Online vom 23.10.2017, <http://hbfm.link/3000>, Abruf am 02.01.2018; Mußler, Hello Fresh will Anleger überzeugen, FAZ Online vom 26.10.2017, <http://hbfm.link/3001>, Abruf am 02.01.2018.

17 Vgl. Bamberg, Triton könnte 750 Mio. € mit Befesa-IPO einspielen, Finance Magazin Online vom 06.10.2017, <http://hbfm.link/3002>, Abruf am 02.01.2018; Habdank, Befesa-Börsengang enttäuscht PE-Investor Triton, Finance Online vom 03.11.2017, abrufbar unter: <http://hbfm.link/3003>, Abruf am 02.01.2018.

18 Der CDAX umfasst alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten deutschen Aktien.

Tab. 4: Erfüllung der Einbeziehungsvoraussetzungen im Scale

Unternehmen	Umsatz ≥ 10 Mio. €		Mitarbeiter ≥ 20		Jahresüberschuss (in Mio. €)		Positives bilanzielles EK (in Mio. €)		Eigenkapitalzuführung vor IPO ≥ 5 Mio. €	
IBU-tec advanced materials AG	17,7	+	156	+	2,8	+	13,9	+	> 5	+
Noratis AG	44,8	+	24	+	4,2	+	6,6	+	> 5	+
The NAGA Group AG	2	-	21	+	-3,8	-	14,6	+	> 5	+
Mynaric AG	0,5	-	33	+	-1,8	-	0,1	+	> 5	+

Tab. 5: Eckdaten der Emissionskonzepte

Unternehmen	Preisspanne		Platzierte Primary Shares (in Mio. St.)	Platzierte Secondary Shares (in Mio. St.)	Verfügbare Greenshoe (in Mio. St.)	Ausübungsübungsquote Greenshoe	Free Float nach IPO	Platzierungsvolumen (in Mio. €)
	in €	in %						
<b>Scale</b>								
IBU-tec advanced materials AG	16,00 – 20,00	25,00%	1,000	0,060	0,150	100,00%	30,30%	19,965
Noratis AG	18,75 – 22,75	21,30%	0,920	-	0,080	12,50%	31,50%	17,391
The NAGA Group AG	Festpreisverfahren	-	1,000	-	-	-	5,30%	2,600
Mynaric AG	45,00 – 54,00	20,00%	0,440	-	0,066	100,00%	33,00%	27,324
<b>Mittelwert</b>		<b>22,10%</b>	<b>0,840</b>	<b>0,060</b>	<b>0,074</b>	<b>70,80%</b>	<b>25,00%</b>	<b>16,820</b>
<b>Median</b>		<b>21,30%</b>	<b>0,960</b>	<b>0,060</b>	<b>0,073</b>	<b>100,00%</b>	<b>30,90%</b>	<b>18,678</b>

den Kursverlust, musste die Aktie der Vapiano SE mit 0,1% hinnehmen. Insgesamt ist positiv hervorzuheben, dass die Neuemissionen im Prime Standard in der Breite eine ansprechende Performance zeigten.

#### IV. Analyse der Neuemissionen im Handelsegment Scale

Zum 01.03.2017 wurde das an der Frankfurter Wertpapierbörse etablierte Qualitätssegment im Freiverkehr, Entry Standard, durch das neue Handelsegment Scale abgelöst. Ziel der Deutsche Börse AG ist es, kleineren und mittleren Unternehmen – und dabei insbesondere auch wachstumsstarken Technologieunternehmen – den Zugang zur Börse zu erleichtern und attraktiver zu machen. Dafür wurde ein eigenes Regelwerk geschaffen.<sup>19</sup>

Im neuen Handelsegment Scale waren 2017 vier Neuemissionen zu verzeichnen – in jedem Quartal eine Neuemission. Bereits am 30.03. konnte mit der auf Entwicklungs- und Produktionsdienstleistungen für thermische Verfahrenstechnik für anorganische Stoffe spezialisierten IBU-tec advanced materials AG die erste Neuemission den Börsenhandel im Scale aufnehmen. Dem öffentlichen Angebot war eine Privatplatzierung bei institutionellen Investoren vorangegangen. Am 30.06. folgte mit der Noratis AG die zweite Neuemission. Noratis bezeichnet sich selbst als Bestandsentwickler von Wohnimmobilien, der Wohnimmobilien kauft, modernisiert und dann nach 2 bis 3 Jahren wieder verkauft. Mit The NAGA Group AG folgte am 10.07. die Neuemission eines FinTech-Unternehmens, das auf disruptive Trading-Technologien spezialisiert ist. Die letzte Neuemission im Scale erfolgte mit dem Laserkommunikationsspezialist Mynaric AG am 30.10. Für die Zulassung zum Handelsegment Scale hat die Deutsche Börse AG fünf Einbeziehungsvoraussetzungen vorge-

geben, von denen mindestens drei erfüllt sein müssen.<sup>20</sup> Von den vier Neuemissionen erfüllten IBU-tec und Noratis alle Kriterien, sowie NAGA und Mynaric jew. die Kriterien Mindestumsatz und Jahresüberschuss nicht.

Das Erreichen einer vorgegebenen Umsatzgröße ist als Indikator dafür anzusehen, dass der Emittent einen ausreichenden Reifegrad bei Management, Organisation sowie kaufmännischen Instrumenten erlangt hat. Allerdings ist der Umsatz nicht immer ein trennscharfes Kriterium, insbesondere dann nicht, je stärker Handelskomponenten die Umsatzhöhe beeinflussen. Dies wird bei der Noratis AG deutlich, die ihren Umsatz im Kern aus dem Verkauf modernisierter Wohnimmobilien erzielt. Offensichtlich passt die Noratis AG auch nicht in das Bild der Zielunternehmen von Scale, wie es sich die Investoren machen. Noratis war in 2017 die einzige Neuemission, die nicht wie geplant 2 Mio. Stück neue Aktien aus der Kapitalerhöhung sondern lediglich 920 Mio. Stück Aktien platzieren konnte.<sup>21</sup>

Ausdrücklich hervorzuheben ist, dass gut 97% der Aktien der Neuemissionen im Scale aus einer Kapitalerhöhung stammen. Daraus wird deutlich, dass der Börsengang primär zur Wachstumsfinanzierung genutzt wird. Das durchschnittliche Emissionsvolumen im Scale blieb mit 16,8 Mio. € bzw. im Median mit 18,7 Mio. € sehr gering. Im Durchschnitt wurden lediglich knapp eine Mio. Stück Aktien platziert. Viele Fondsgesellschaften kommen bei derart kleinen Stückzahlen bzw. Emissionsvolumina als Investoren überhaupt nicht in Betracht. Deshalb müssen in der Vermarktungsphase eine Vielzahl an kleineren institutionellen Investoren, Family Offices und Privatanlegern angesprochen und überzeugt

<sup>20</sup> Vgl. § 17 Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 03.01.2018.

<sup>21</sup> Vgl. Corporate News vom 27.06.2017, Noratis AG: Bestandsentwickler von Wohnimmobilien platziert Aktien zu je 18,75 €, abrufbar unter: <https://noratis.de/noratisplatziertaktien/>, Abruf am 02.01.2018.

<sup>19</sup> Vgl. ausführlich Bösl, CF 2017 S. 27ff.

Tab. 6: Performance der Neuemissionen im Scale

Unternehmen	Ausgabepreis	Erster Kurs	Zeichnungsgewinn	30 Tage Aktienperformance	30 Tage Aktienperformance vs. CDAX	Aktienperformance zum 29.12.	Aktienperformance vs. CDAX zum 29.12.
<b>Scale</b>							
IBU-tec advanced materials AG	16,50	17,10	3,60%	17,00%	15,00%	9,20%	0,40%
Noratis AG	18,75	18,75	0,00%	-5,60%	-4,90%	30,70%	23,40%
The NAGA Group AG	2,60	3,60	38,50%	88,50%	90,00%	318,10%	311,90%
Mynaric AG	54,00	53,75	-0,50%	13,90%	14,70%	5,60%	6,40%
<b>Mittelwert</b>			<b>10,40%</b>	<b>28,50%</b>	<b>28,70%</b>	<b>90,90%</b>	<b>85,50%</b>
<b>Median</b>			<b>1,80%</b>	<b>15,50%</b>	<b>14,90%</b>	<b>19,90%</b>	<b>14,90%</b>

werden. Infolgedessen ist die Vermarktung der Aktien der in den Scale strebenden Emittenten sicherlich aufwändig und nicht einfach. So stellte IBU-tec der öffentlichen Zeichnungsphase eine Privatplatzierung voraus, um das Platzierungsrisiko zu mindern. Bei NAGA reichte die Zeichnungsfrist vom 08.06. bis zum 29.06., die Notierungsaufnahme erfolgte erst am 10.07.

Von den Neuemittenten im Scale konnte nur die Mynaric AG das obere Ende der Preisspanne erreichen, während IBU-tec und Noratis ihre Aktien im unteren Drittel bzw. am unteren Ende der Preisspanne platzieren mussten. Mynaric war aber auch die einzige Neuemission in 2017, deren erster Kurs mit 0,5% unter dem Ausgabepreis lag. Insgesamt lagen die Zeichnungsgewinne im Scale im Durchschnitt und noch deutlicher im Median unter den Zeichnungsgewinnen der Neuemissionen im Prime Standard.

Die Performance der Neuemissionen im Scale werden im Durchschnitt und im Median durch die extreme Kursentwicklung der Aktie von NAGA<sup>22</sup> sowie durch die geringe Anzahl an Emittenten verzerrt. So legte die Aktie von NAGA nach 30 Kalendertagen um 88,5% zu und zum Jahresende gegenüber dem Ausgabepreis um gut 318 %. Insgesamt kommt man aber zu der Feststellung, dass die Kursentwicklung der Emittenten im Scale erheblich schlechter ausfällt, als bei den Neuemissionen im Prime Standard. Man muss allerdings auch sehen, dass das Risikoprofil der Aktien kleinerer bis mittlerer Emittenten generell schlechter ist als bei größeren Emittenten, da weniger Aktien im Free Float und somit die Handelsvolumina geringer sind. Bereits kleinere Kauf- oder Verkaufsoffer können dann erhebliche Kursbewegungen auslösen. Auch deshalb halten sich institutionelle Investoren mit Zeichnungen zurück. Schließlich fällt auf, dass bei Neuemissionen im Scale die Berichterstattung in den Medien, insbesondere in der Finanz- und Wirtschaftspresse, grundsätzlich geringer ist als bei Neuemissionen im Prime Standard. Auch davon kann ein Einfluss auf die Performance der Aktie ausgehen. Positiv hervorzuheben ist, dass bei keiner Neuemission im Scale der Aktienkurs zum Jahresende unter dem Ausgabepreis lag.

22 Vgl. zu einer außergewöhnlich differenzierten und scharfen Kritik am Geschäftsmodell Dohms, Der vollkommen reale Börsengang eines teilweise fiktiven Unternehmens, MM Online vom 13.07.2017, <http://hbfm.link/3004>, Abruf am 02.01.2018.

Tab. 7: Handelskennzahlen der Neuemissionen im Scale

Unternehmen	Anzahl handelbarer Aktien (in Mio. Stück)	Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen in Stück	Volatilität
IBU-tec advanced materials AG	1,21	4.671	35,10%
Noratis AG	0,928	4.291	40,90%
The NAGA Group AG	1	18.313	85,90%
Mynaric AG	0,506	2.102	36,30%
IBU-tec advanced materials AG	1,21	4.671	35,10%

Für kleinere bis mittlere Unternehmen ist typisch, dass zum Börsengang nur eine verhältnismäßig geringe Anzahl von Aktien angeboten werden kann und gleichermaßen das Emissionsvolumen einen verhältnismäßig niedrigen Wert aufweist. Diese Spezifika der kleineren bis mittleren Unternehmen führen dazu, dass die Emissionskosten in Relation zum Emissionsvolumen sehr hoch ausfallen und schnell zweistellig sein können. Ein wesentlicher Grund hierfür ist, dass die mit einem Börsengang verbundenen fixen Kosten nur sehr unterproportional mit dem Emissionsvolumen steigen oder sogar davon unabhängig sind. D.h. die auf das Emissionsvolumen bezogenen fixen Kosten schlagen bei der Ermittlung der relativen Gesamtkosten stärker durch. Weiterhin verlangen die Führungsbanken bei kleineren Emissionsvolumina eine höhere Provision. Es ist nicht ungewöhnlich, dass diese mindestens doppelt so hoch ist als bei Emissionsvolumina wie sie bei Neuemissionen im Prime Standard vorzufinden sind.<sup>23</sup> Schließlich verlangt auch die Deutsche Börse AG für die Einbeziehung der Aktien in den Scale eine deutlich höhere Gebühr, was mit zusätzlichen Dienstleistungen für die Emittenten begründet wird. Das Mindesteinbeziehungsentgelt im Scale beträgt 20.000 € zzgl. eines variablen Einbeziehungsentgelts in Abhängigkeit von der Marktkapitalisierung bis zu etwa 0,035%.<sup>24</sup> Die Gesamtkosten des Börsengangs belaufen

23 Vgl. zu einer detaillierten Aufschlüsselung aller Einzelkosten Bösl, FB 2009 S. 608-624.

24 Vgl. Entgeltverzeichnis, Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 03.01.2018.

Tab. 8: Kostenstruktur Börsengang im Scale

Emissions-partner	Tätigkeit	Summe
<b>Rechtsberatung</b>		<b>260.000,00 €</b>
	Beratung als Transaction Council	
	Aktien- & kapitalmarktrechtliche Beratung	
<b>Wirtschaftsprüfer</b>		<b>362.000,00 €</b>
	Prüfung JA 2016	
	Comfort Letter	279.073,89 €
	Nachprüfung JA 2015 (nur Kapitalfluss, Eigenkapitalveränderung)	
	Prüfung der Gewinnprognose für 2017	
<b>Consulting</b>		<b>85.000,00 €</b>
	Beratung des Börsengangprozesses	
<b>Bank</b>		<b>1.100.000,00 €</b>
	Gebühren	
	PM der IPO / Platzierung der Aktien	
	Designated Sponsor	
	Einbeziehung in den Freiverkehr	
<b>PR Agentur</b>		<b>50.000,00 €</b>
	Überarbeitung Unternehmenspräsentation & Fact Sheets (Pre-IPO)	
	IR (Pre-IPO)	
	Online Investor Relations Plattform „EQS IR COCKPIT“	
	Nutzung des ERS- Interface	
	Fotodokumentation Listing Event	
	Konzeption und Erstellung IR Fact Sheet	
	Präsentation, (Druck, Binden, Zustellung)	
<b>Notar</b>		<b>17.500,00 €</b>
	Anmeldung zum Handelsregister	
	Hauptversammlung, Beglaubigungen der Urkunden	
<b>Sonstiges</b>		<b>20.000,00 €</b>
	Gebühren Gerichtskosten / Eintragung	
	n.tv Mitschnitt	
	Anpassung der Website I.R.	
	Druck und Versenden von Research Dokumenten	
	Beratungsgebühr Aktienregister	
	Billigung des Prospekts	
		<b>1.894.500,00 €</b>

sich z.B. bei Noratis auf 11,8% und bei NAGA sogar auf rd. 33%. Die Tab. 8 zeigt die typischen Kostenpositionen für eine Neuemission im Scale bei einem Emissionsvolumen in Höhe des Medians 2017.

## V. Fazit und Ausblick auf 2018

Allein auf Deutschland bezogen kann man das Neuemissionsjahr 2017 bezüglich der Investorennachfrage und Performance der Emittenten als zufriedenstellend bis gut bezeichnen. Bei keiner der Neuemissionen mussten Investoren deutliche Kursverluste bis zum Jahresende hinnehmen. Das zum 01.03. neu eingeführte Handelssegment Scale blieb mit vier Neuemissionen, wovon drei eine moderate Kursentwicklung zeigen, insgesamt hinter den Erwartungen zurück. Ein wesentlicher Grund dafür liegt sicherlich in den Kosten des Börsengangs für kleinere bis mittlere Unternehmen.

Für das Jahr 2018 ist heute bereits eine Sonderkonjunktur bei Neuemissionen in Deutschland absehbar. Aller Voraussicht nach wird bereits im 1. Halbjahr mit der Medizintechniksparte von Siemens einer der größten Börsengänge des Jahres aus Deutschland stammen. Expertenschätzungen gehen davon aus, dass der Börsenwert der Healthineers AG um die 40 Mrd. € beträgt und erwarten ein Emissionsvolumen von ca. 10 Mrd. €.

Weitere Unternehmen, deren Emissionsvolumen über 1 Mrd. € liegen wird, haben für 2018 ihren Börsengang bereits angekündigt. Die Vermögensverwaltung der Deutsche Bank, DWS GmbH & Co. KGaA, erwartet einen Börsenwert von rd. 8 Mrd. € und ein Emissionsvolumen von ca. 2 Mrd. €. Für den Börsengang des Weltmarktführers von Bremssystemen für Züge und LKWs, der Knorr Bremse AG, wird ein Emissionsvolumen von bis zu 4 Mrd. € gesehen. Der Börsenwert des Wissenschaftsverlags Springer Natur wird auf rd. 5 Mrd. € geschätzt. Erwartet wird ein Emissionsvolumen von gut 1 Mrd. €. Ebenfalls einen Börsengang in 2018 hat der Textildiscounter Takko angekündigt. Möglicherweise versucht das österreichische Glücksspielunternehmen Novomatic einen erneuten Börsengang. Schließlich denkt auch Thyssen-Krupp über einen Börsengang seines Stahl-Joint-Ventures mit Tata nach. Möglich, aber nicht zwingend wäre ein Börsengang bereits 2018, da sich Thyssen-Krupp zügig von den zyklischen Stahlaktivitäten trennen möchte. Neben den in der Öffentlichkeit bereits bekannt gegebenen Börsenambitionen von Unternehmen sind eine Reihe weiterer Börsengänge zu erwarten, insbesondere von jungen Technologieunternehmen im Handelssegment Scale.

Sollten die angekündigten Börsengänge umgesetzt werden, dann ist für 2018 ein außerordentlich hohes Emissionsvolumen aus der Neuemissionstätigkeit von Unternehmen zu erwarten. Gleichzeitig wird auch die Anzahl der Börsengänge höher sein als 2017. Es ist aber heute nicht absehbar, dass sich ein starkes Neuemissionsjahr 2018 auch in den Folgejahren fortsetzen wird. Die strukturellen Hindernisse, insbesondere die hohen Kosten eines Börsengangs, und die mangelhafte Aktienkultur in Deutschland bleiben weiterhin bestehen.

## Redaktioneller Hinweis:

Den Börsenrückblick 2016 finden Sie unter: CF1226545.