

Dr. Konrad Bösl, München

# Das Neuemissionsjahr 2015 überzeugt nur auf den ersten Blick – viel Licht und viel Schatten

**Dr. Konrad Bösl**, Vorstand BLÄTTCHEN & PARTNER AG, München.  
Kontakt: [autor@cf-fachportal.de](mailto:autor@cf-fachportal.de)

Im Jahr 2015 gab es in Deutschland 14 Neuemissionen mit einem öffentlichen Angebot. Das Platzierungsvolumen betrug etwas mehr als 6,1 Mrd. €. Gemessen daran war 2015 das stärkste Neuemissionsjahr seit 2007. Gleichzeitig war auch der Börsengang der Covestro AG mit einem Platzierungsvolumen von 1,5 Mrd. € der größte seit 2007. Im Unterschied zu den letzten Jahren stammten nur drei Unternehmen aus dem Portfolio eines Finanzinvestors und es gab keinen sog. China-IPO. Eine differenzierte Analyse zeigt allerdings, dass das Neuemissionsjahr 2015 keineswegs so erfolgreich war. Zum Jahresende verzeichneten die Neuemissionen bei der Kursentwicklung bezogen auf den Ausgabepreis insgesamt im Median nur eine ausgeglichene Entwicklung. Auch gegenüber dem Gesamtmarkt entwickelten sie sich schwächer als im Vorjahr. Für eine Reihe von Emittenten verlief der Börseneinführungsprozess (deutlich) schlechter als geplant. 11 Unternehmen mussten ihren Börsengang absagen oder konnten ihn nur mit einem revidierten Emissionskonzept umsetzen. Dadurch gingen den Emittenten und Alteigentümern Emissionserlöse von maximal 2,4 Mrd. € verloren.

## I. Einleitung

Ohne sog. IPO-lights<sup>1</sup> fanden im Jahr 2015 14 Börsengänge mit einem öffentlichen Angebot statt (Vorjahr zehn).<sup>2</sup> Dabei wurden Aktien im Wert von rd. 6,1 Mrd. € bei institutionellen und privaten Anlegern platziert (Vorjahr 3,2 Mrd. €). Das Platzierungsvolumen lag demnach um ca. 91% über dem Wert von 2014. Damit wurde das höchste Platzierungsvolumen seit 2007 erzielt und ebenso mit dem Börsengang der Covestro AG mit einem Platzierungsvolumen von 1,5 Mrd. € die größte Neuemission. Zudem konnten zwei weitere Neuemissionen die Milliardenschwelle beim Platzierungsvolumen überschreiten: die Deutsche Pfandbriefbank AG mit einem Platzierungsvolumen von 1,16 Mrd. € und die Scout 24 AG mit einem Platzierungsvolumen von etwas mehr als 1 Mrd. €. Diese Eckdaten des Neuemissionsjahres 2015 könnten zu dem Schluss verleiten, von einem erfolgreichen Jahr für Börsengänge in Deutschland zu sprechen. Die Schlussfolgerung ist jedoch nicht zutreffend, weil es seit dem Ende des Neuen Marktes nicht mehr so viele Absagen und im ersten

1 Bei einem IPO-light wird die Aktie lediglich in den Börsenhandel einbezogen, ohne dass damit eine Kapitalmaßnahme verbunden ist. Ein Beispiel hierfür ist die Notierungsaufnahme des Einzelhändlers Steinhoff International Holdings N.V. am 07.12.2015 unter Führung der Commerzbank.

2 Der Börsengang der Schaeffler AG bleibt unberücksichtigt, da es sich um eine reine Privatplatzierung von Vorzugsaktien ohne öffentliches Angebot handelte. Ebenso der Börsengang der German Startups Group Berlin GmbH & Co. KGaA, die nach dem gescheiterten ersten Versuch am 11.11.2015 eine Notierungsaufnahme im Entry Standard in Verbindung mit einer Privatplatzierung durchführte.

Versuch gescheiterte Neuemissionen wie in 2015 gegeben hat. Insgesamt konnten fünf Unternehmen ihre Börsenpläne nicht verwirklichen. Weitere sechs Unternehmen setzten den Börsengang erst durch eine Verlängerung der Zeichnungsfrist oder durch einen erneuten Versuch mit revidiertem Emissionskonzept um. Hinzu kommt, dass die Kursentwicklung der Neuemissionen zum Stichtag 31.12.2015 im Median ausgeglichen und nur etwas besser als der Gesamtmarkt war.

## II. Überblick und Analyse ausgewählter Neuemissionen 2015

Von den 14 Emittenten des Jahres 2015<sup>3</sup> haben elf ihren Sitz in Deutschland. Mit Ferratum Oyj, einem Anbieter von Kleinkrediten, die über das Smartphone beantragt werden können, gab es erstmals einen Börsengang eines finnischen Unternehmens in Deutschland. Das Unternehmen war bereits durch die erfolgreiche Emission einer sog. Mittelstandsanleihe am Kapitalmarkt bekannt. Die stabile Performance der Anleihe und die gute Reputation der Emittentin am Anleihemarkt haben sicherlich einen wesentlichen Beitrag zum reibungslosen Börsengang geleistet. Der Ausgabepreis nahe am oberen Ende der Bookbuilding-Spanne, ein Zeichnungsgewinn von knapp 3% und der vollständig ausgeübte Greenshoe belegen dies. Mit einer Kurssteigerung von fast 66% war Ferratum Oyj die stärkste Neuemission des Jahres.

### 1. Chinesische Emittenten halten sich in 2015 zurück

In 2015 gab es keinen Börsengang eines chinesischen Unternehmens (sog. China-IPO). Im Vorjahr waren es noch vier chinesische Unternehmen, deren Börsengänge allerdings sehr unbefriedigend verliefen. Keine Emittentin konnte die angebotenen Aktien vollständig platzieren.<sup>4</sup> Daraus wird deutlich, dass die Anleger chinesischen Emittenten äußerst kritisch gegenüberstehen, nicht zuletzt wegen der katastrophalen Kursentwicklung der Aktien chinesischer Emittenten sowie der fehlenden Transparenz und der Vielzahl an schlechten Unternehmensnachrichten.<sup>5</sup> Offensichtlich meiden chinesische Emittenten den deutschen Kapitalmarkt und/oder sie tun sich schwer, eine den Börsengang begleitende Bank zu finden.

### 2. Covestro AG mit dem größten IPO in 2015















Gemessen am Umsatz ist die Abspaltung des Werkstoffspezialisten Covestro AG von der Bayer AG mit einem Umsatz von knapp 11,8 Mrd. € in 2014 die größte und der Betreiber von Solar- und Windparks, die CHORUS Clean Energy AG mit einem Umsatz von 55 Mio. € in 2014 die kleinste Emittentin

3 Alle Zahlen zu den Neuemissionen 2015 stammen aus den Wertpapierprospekten und der Primärmarkt Statistik der Deutsche Börse AG, abrufbar unter: <http://hbfm.link/140>.

4 Vgl. Bösl, CF 2015 S. 22.

5 Vgl. Bösl/Meier, China IPOs: Massive Kursverluste, Alibi AGs, Aufsichtsratshaftung und Unregelmäßigkeiten, 2014, abrufbar unter: <http://hbfm.link/141>, Abruf am 12.01.2016.

Abb. 1: Charakteristika der Emittenten

Unternehmen	Sektor <sup>a)</sup>	Anzahl Gesellschafter/ Anteil größter Gesellschafter vor IPO	Umsatz GJ vor IPO (Mio. €)	EBIT GJ vor IPO (Mio. €)	EBIT-Marge GJ vor IPO	Sitz des Unter- nehmens
EDAG AG	Automotive	1 / 100%	506,3	46,8	9,2%	
Hapag-Lloyd Aktiengesellschaft	Transport & Logistik	13 / 34,0%	6.807,5	382,8	5,6%	
Steilmann SE	Konsumgüter	1 / 100%	895,9	16,8	1,9%	
CHORUS Clean Energy AG	Industrie	5 / 60,2%	55,0	25,0	45,4%	
Covestro AG	Chemie	1 / 100%	11.761,0	517,0	4,3%	
Scout24 AG	Software	4 / 65,1%	345,4	34,5	10,0%	
ADO Properties S.A. <sup>b)</sup>	Finanzdienstleistung	1 / 100%	-	-	-	
Deutsche Pfandbriefbank AG <sup>b)</sup>	Banken	1 / 100%	-	-	-	
elumeo SE	Handel	3 / 45,3%	70,8	2,5	3,5%	
Siltronic AG	Semiconductors	1 / 100%	846,0	-13,6	-1,6%	
Sixt Leasing AG	Finanzdienstleistung	1 / 100%	556,5	39,3	7,1%	
windeln.de AG	Handel	9 / 24,3%	101,3	-9,6	-9,5%	
Ferratum Oyj <sup>b)</sup>	Finanzdienstleistung	3 / 82,5%	-	-	-	
Tele Columbus AG	Medien	1 / 100%	206,2	28,3	13,7%	

<sup>a)</sup> Sektoren Einteilung nach Vorgabe der Deutschen Börse AG.  
Quellen: Wertpapierprospekte, Deutsche Börse AG.

<sup>b)</sup> Die gewählten Performance-Kennzahlen sind bei Banken ungeeignet.

gewesen. Bemerkenswert ist, dass mit der CHORUS Clean Energy AG nach der Vielzahl an Insolvenzen von Unternehmen aus dem Sektor Erneuerbare Energien wieder ein Unternehmen aus diesem Sektor, wenn auch erst im zweiten Anlauf, den Börsengang geschafft hat.

Mit der windeln.de AG und der Siltronic AG schafften zwei Unternehmen den Börsengang, die im Geschäftsjahr davor noch ein negatives EBIT ausgewiesen hatten. Für den Waferhersteller Siltronic war es nach dem gescheiterten Börsengang im Jahr 2004 der zweite Versuch. Dieses Mal konnten sämtliche angebotenen Aktien sowie der Greenshoe platziert werden. Allerdings konnte der Ausgabepreis nur am unteren Ende der Bookbuilding-Spanne von 30 € bis 38 € festgesetzt werden.

Bei dem erst 2010 gegründeten Onlinehändler für Baby- und Kinderprodukte windeln.de ist die negative EBIT-Marge von knapp 10% für ein an die Börse strebendes Unternehmens erheblich. Dennoch konnte der Börsengang mithilfe von vier konsortialführenden Banken ohne Änderung am Emissionskonzept erfolgreich umgesetzt werden. Allerdings muss die Emittentin noch den Nachweis antreten, dass das Geschäftsmodell langfristig erfolgreich sein wird. Offensichtlich zweifeln die Kapitalmarktakteure daran. Bei einem Ausgabepreis von 18,50 € und einem ersten Kurs von 18 € mussten die Anleger einen Zeichnungsverlust von 2,7% hinnehmen. Zum Jahresende notierte die Aktie gegenüber dem Ausgabepreis um mehr als 29% schlechter.

### 3. Tele Columbus beginnt das IPO-Jahr 2015

Das Neuemissionsjahr 2015 begann mit der Notierungsaufnahme des drittgrößten deutschen Kabelnetzbetreibers Tele Columbus am 23.01. sehr früh. An sich sollte der Börsengang bereits in 2014 erfolgen, wurde jedoch kurzfristig verschoben.<sup>6</sup> Bemerkenswert ist, dass die Emittentin den

Börsengang mit einem negativen Eigenkapital von rd. 15% angegangen ist. Um den Börsengang im zweiten Anlauf erfolgreich umzusetzen, mandatierte die Emittentin mit Goldman Sachs International, J.P. Morgan, BofA Merrill Lynch und Berenberg gleich vier konsortialführende Banken. Als weitere Absicherung diente die Einräumung einer bevorrechtigten Zuteilung über 24 Mio. Aktien aus der Kapitalerhöhung an die Alteigentümer, die in dieser Höhe auch Aktien zeichneten.<sup>7</sup> Der der Emittentin zufließende Bruttoemissionserlös sollte mindestens 300 Mio. € betragen. Dementsprechend variabel war der Umfang der Kapitalerhöhung.

Zum Ende des ersten Halbjahres plante die auf Wohnimmobilien in Berlin spezialisierte ADO Properties S.A. am 30.06.2015 die Notierungsaufnahme. Das Emissionskonzept sah vor, dass in der Zeichnungsfrist vom 18.06. bis 29.06. den Anlegern in einer Bookbuilding-Spanne von 20 € bis 25 € insgesamt 23,2 Mio. Aktien zur Zeichnung angeboten werden. Davon stammten aus einer Kapitalerhöhung 10 Mio. Aktien. Von den Alteigentümern kamen 11 Mio. Aktien sowie der Greenshoe i.H.v. 2,1 Mio. Aktien. Das maximale Platzierungsvolumen lag bei 577,5 Mio. €. Am letzten Tag der Zeichnungsfrist sagte die Emittentin den Börsengang bis auf Weiteres ab und begründete dies mit den Marktturbulenzen aufgrund der griechischen Schuldenkrise. Gleichzeitig betonte die Emittentin das große Interesse institutioneller Investoren. Die Begründung für die Absage erscheint jedoch nicht glaubwürdig, da bei Zeichnungsbeginn der DAX bei 10.830 Punkten notierte und am letzten Tag der Zeichnungsfrist bei 11.200 Punkten. Marktbeobachter sahen den Grund für die Absage vor allem in der überzogenen Bewertung.<sup>8</sup> Überraschend kündigte die Emittentin am 20.07. die

<sup>7</sup> Vgl. Tele Columbus AG, DGAP-Ad-hoc Mitteilung vom 22.01.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/142>, Abruf am 12.01.2016.

<sup>8</sup> Vgl. Wirtschaftswoche online vom 01.07.2015, Börsenkandidaten ziehen sich zurück, abrufbar unter: <http://hbfm.link/143>, Abruf am 12.01.2016.

<sup>6</sup> Vgl. Bösl, CF 2015 S. 25.

Tab. 1: Eckdaten der Emissionskonzepte

Unternehmen	Zeichnungsfrist	Erstnotiz	Konsortialführer	Preisspanne (in €)	in Prozent	Angebotene Primary Shares (in Mio. St.)	Angebotene Secondary Shares (in Mio. St.)	Verfügbare Greenshoe (in Mio. St.)	Platzierte Primary Shares (in Mio. St.)	Platzierte Secondary Shares (in Mio. St.)	Ausgeübter Greenshoe (in Mio. St.)	Effektives Platzierungsvolumen (in Mio. €)
EDAG AG	23.11.-01.12.	01.12.	Morgan Stanley, Deutsche Bank	19 – 24	26%	0,00	8,75	1,31	-	8,75	-	166,25
Hapag-Lloyd Aktiengesellschaft	15.10.-03.11.	06.11.	Berenberg, Deutsche Bank, Goldman Sachs Internat.	20 – 22	10%	13,23 <sup>b)</sup>	0,00	1,98	13,23	0,00	0,00	264,60
Steilmann SE	13.10.-02.11.	05.11.	Oddo Seydler Bank AG	3,50 <sup>b)</sup>	-	17,00	0,00	2,55	2,25	0,00	0,20	8,57
CHORUS Clean Energy AG	25.09.-02.10.	07.10.	Berenberg	9,75 – 12,5	28%	10,26 <sup>b)</sup>	0,91	1,59	10,26	0,31	0,00	103,07
Covestro AG	21.09.-02.10.	06.10.	Deutsche Bank, Morgan Stanley	21,5 – 24,5	14%	62,50 <sup>b)</sup>	0,00	0,00	62,50	0,00	0,00	1500,00
Scout24 AG	21.09.-30.09.	01.10.	Credit Suisse, Goldman Sachs Internat.	26,5 – 33	25%	7,60 <sup>b)</sup>	36,00	5,04	7,60	26,00	0,55	1024,58
ADO Properties S.A.	20.07.-22.07.	23.07.	Kempfen & Co, UBS Investment Bank	20 – 25	25%	10,00	11,00	2,08	10,00	10,75	0,00	415,00
Deutsche Pfandbriefbank AG	08.07.-15.07.	16.07.	Citigroup Global Markets Limited, Deutsche Bank	10,75 – 12,75	19%	0,00	100,99	6,59	0,00	100,99	6,59	1156,49
eluméo SE	18.06.-01.07.	03.07.	Société Générale, Baader Bank	25 – 33	32%	1,50	0,71	0,25	1,50	0,00	0,04	38,51
Siltronic AG	01.06.-11.06.	11.06.	Citigroup, Credit Suisse	30 – 38	27%	5,00	6,00	1,65	5,00	6,00	1,65	379,50
Sixt Leasing AG	27.04.-05.05.	07.05.	Berenberg, Commerzbank	17,9 – 21,3	19%	5,59	6,17	1,61	5,59	5,17	1,21	239,34
windeln.de AG	23.04.-05.05.	06.05.	BofA Merrill Lynch, Goldman Sachs Internat.	16,5 – 20,5	24%	5,40	4,52	1,49	5,40	4,52	0,00	183,47
Ferratum Oyj	22.01.-04.02.	06.02.	ICF Bank	15 – 18	20%	2,83	2,83	0,85	2,83	2,83	0,85	110,79
Tele Columbus AG	13.01.-21.01.	23.01.	Goldmann Sachs Internat., J.P. Morgan	8 – 12	50%	33,33 <sup>b)</sup>	14,36	3,33	33,33	14,36	3,33	510,22

a) Festpreis

b) Zahl der Primary Shares in Abhängigkeit des von der Gesellschaft definierten Emissionserlöses.

Quellen: Wertpapierprospekte, Deutsche Börse AG, eigene Berechnungen.

Wiederaufnahme des Börsengangs an.<sup>9</sup> Im Rahmen eines sog. beschleunigten Bookbuilding-Verfahrens<sup>10</sup> wurde ausschließlich institutionellen Investoren eine zusätzliche Zeichnungsfrist vom 20.07. bis 22.07. eingeräumt. Die Notierungsaufnahme erfolgte am 23.07. Das Emissionskonzept blieb unverändert. Diesmal konnten alle Aktien aus der Kapitalerhöhung und der Umplatzierung bei den Anlegern am unteren Ende der Bookbuilding-Spanne untergebracht werden. Der Greenshoe kam nicht zur Ausübung. Das Platzierungsvolumen betrug 415 Mio. €.

#### 4. Deutliche Kritik vor Börsengang der CHORUS Clean Energy

Kurz nach dem ersten Versuch von ADO Properties bot CHORUS Clean Energy in der Zeichnungsfrist vom 22.06. bis 01.07. mit Notierungsaufnahme am 03.07. 12 Mio. Aktien aus einer Kapitalerhöhung und gut 700.000 Aktien aus dem Besitz von Alteigentümern an. Die Alteigentümer stellten darüber hinaus einen Greenshoe von bis zu 1,9 Mio. Aktien zur Verfügung. Die Anleger konnten die Aktien in einer Preisspanne von 9,75 € bis 12,50 € zeichnen. Das Platzierungsvolumen konnte bis zu 183 Mio. € betragen.

Im Vorfeld des Börsengangs gab es deutliche Kritik an der viel zu hohen Bewertung der Emittentin und dem Emissionskonzept.<sup>11</sup> Diese Kritik wiegt umso schwerer, weil der Sektor Erneuerbare Energien aufgrund der Vielzahl an Insolvenzen am Kapitalmarkt sehr zurückhaltend gesehen wird. Die Emittentin kommunizierte mehrfach, dass es das Ziel sei, aus dem Börsengang 100 Mio. € für den Ankauf weiterer Wind- und Solarparks zu Erlösen. Dafür hätte in der Bookbuilding-Spanne an sich eine Kapitalerhöhung zwischen 8 Mio. und 10,3 Mio. Aktien ausgereicht. Die im Emissionskonzept vorgesehene Kapitalerhöhung hätte bei einer Vollplatzierung am unteren Ende der Preisspanne der Emittentin immer noch einen Bruttoemissionserlös von gut 117 Mio. € eingebracht. Insofern passen der kommunizierte Kapitalbedarf und der mögliche Kapitalzufluss an die Emittentin nicht zusammen. Auch der (spätere) Hinweis der Emittentin, aus der Kapitalerhöhung nur so viele Aktien platzieren zu wollen, dass dem Unternehmen ein Emissionserlös von 100 Mio. € zufließt, war keine Lösung, sondern baute ein neues Problem auf. Viele institutionelle Investoren müssen ihr Zeichnungsvolumen an internen Vorgaben und der Portfoliooptimierung orientieren. Dazu braucht es eine klare Aussage, wie viele Aktien im Freefloat zur Verfügung stehen. Problematisch war auch die Aktionärsstruktur zum Börsengang. In der Vergangenheit hatte sich die Emittentin über eine Reihe von Fonds finanziert. Im Zuge der Umwandlung in eine AG wurden die Fondsanteile in Aktien der Emittentin getauscht. Dadurch lagen bei den ehemaligen Fondsanlegern rd. 60,5% des Aktienkapitals vor dem Börsengang. Die Emittentin hatte deshalb eine Vielzahl an Aktionären. Offensichtlich gelang es nicht, diese Aktionäre in eine Haltefrist ihrer Aktien nach dem Börsengang einzubinden. Mindestens 33% des Aktienkapitals waren ungebunden und hätten nach dem Börsengang sofort ver-

kauft werden können. Dadurch bestand für die neuen Aktionäre die latente Gefahr, dass der Aktienkurs bereits kurz nach dem Börsengang erheblich unter Druck geraten würde. Am Ende der Zeichnungsfrist sah sich die Emittentin wegen zu geringer Nachfrage gezwungen, bei Beibehaltung des Emissionskonzepts die Zeichnungsfrist um weitere acht Tage bis zum 09.07. zu verlängern. Begründet wurde dies mit dem schwierigen Marktumfeld aufgrund der Griechenland-Schuldenkrise. Gleichzeitig wurde auf das hohe Interesse der institutionellen Investoren auf der Roadshow verwiesen. Trotz aller Beteuerungen über das Investoreninteresse musste die Emittentin den Börsengang letztendlich am 09.07. absagen. Begründet wurde dies damit, dass sich das Marktumfeld weiter verschlechtert habe, weil die griechische Schuldenkrise noch nicht gelöst sei und die Aktienbörsen in China dramatisch eingebrochen sind. Gleichzeitig wurde in Aussicht gestellt, dass die Börsenpläne im Herbst wieder aufgenommen werden. Dies geschah dann auch. In der Zeit vom 25.09. bis 02.10. lief die neue Zeichnungsfrist. Das Emissionskonzept wurde angepasst. Die Kapitalerhöhung belief sich zwar weiterhin auf 12 Mio. Aktien, allerdings wurde von der Emittentin klargestellt, dass entsprechend dem Kapitalbedarf die Kapitalerhöhung in Abhängigkeit vom Ausgabepreis maximal bis zu 10,25 Mio. Aktien umfassen wird. Die nun von den Altaktionären angestrebte Umplatzierung von bis zu 914.000 Aktien konnte nicht realisiert werden. Es wurden lediglich knapp 315.000 Aktien aus dem Besitz der Alteigentümer platziert. Vom wiederum von den Alteigentümern gestellten Greenshoe wurden zunächst 1,6 Mio. Aktien platziert. Letztendlich musste der Greenshoe aber wieder vollständig aus dem Markt genommen werden, um den Aktienkurs zu stützen. Der Ausgabepreis konnte nur am unteren Ende der Bookbuilding-Spanne festgelegt werden, weshalb aus der Kapitalerhöhung 10,25 Mio. Aktien platziert wurden. Insgesamt betrug das Platzierungsvolumen gut 103 Mio. €, welches ausschließlich von institutionellen Investoren kam.

#### 5. elumeo SE mit unbefriedigendem Börsengang und Gewinnwarnung

Die erste Neuemission im zweiten Halbjahr schaffte trotz des schwierigen Marktumfelds, welches in kürzester Zeit als Begründung für die Absage von drei Börsengängen am Ende der Zeichnungsfrist herhalten musste, am 03.07. der E-Commerce Modeschmuckhändler elumeo SE. Im Vorfeld des Börsengangs wurden die schwankende Ertragsentwicklung und der operative Verlust im ersten Quartal 2015 kritisiert. Der Börsengang gestaltete sich durchaus schwierig und konnte nicht wie geplant umgesetzt werden. Da der Ausgabepreis am unteren Ende der mit 32% sehr breiten Bookbuilding-Spanne von 25 € bis 33 € festgesetzt werden musste, konnte die Emittentin statt eines maximal möglichen Bruttoemissionserlöses von 84 Mio. € nur 38,5 Mio. € erzielen. Die Alteigentümer verzichteten auf die Umplatzierung von 0,7 Mio. Aktien. Vom ebenfalls aus dem Besitz der Alteigentümer stammenden Greenshoe i.H.v. 225.000 Aktien konnten nur rd. 40.000 Stück im Markt bleiben. Bereits etwa vier Monate nach der Notierungsaufnahme wartete die Gesellschaft am 10.11. mit einer Gewinnwarnung auf<sup>12</sup>,

9 Vgl. ADO Properties S.A., DGAP-News vom 20.07.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/144>, Abruf am 12.01.2016.

10 Zum Ablauf und der Motivation vgl. Bösl, Erfolgreich an die Börse, 2011, S.55.

11 Vgl. Hock, Ein Test für die Erneuerbaren Energien, FAZ online vom 22.06.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/145>, Abruf am 12.01.2016.

12 Vgl. elumeo SE, Ad-hoc-Mitteilung vom 10.11.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/146>, Abruf am 12.01.2016.

weil Umsatz und Ertrag im dritten Quartal 2015 schlechter ausgefallen seien als erwartet. Begründet wurde dies zum einen damit, dass der seit längerem geplante Umzug der Niederlassung in England aufgrund vielfältiger technischer Probleme zu ungeplanten Einmalkosten führte. Zum anderen sind in England Diskrepanzen bei den Lagerbeständen aufgetreten. Zu den Gründen und der Höhe der Bestandsdifferenzen wurden zunächst keine Angaben gemacht. Ein negatives Jahresergebnis wurde nicht ausgeschlossen. Kurze Zeit später gab die Emittentin bekannt, dass es keine Unregelmäßigkeiten im Lager gegeben hat. Vielmehr seien Lagerbestände aufgrund eines technischen Fehlers des neuen Warenwirtschaftssystems falsch erfasst worden.<sup>13</sup>

## 6. Prominente Neuemissionen im zweiten Halbjahr mit Schwierigkeiten

Überraschend schwer mit dem Börsengang taten sich die von der Bayer AG abgespaltene Kunststoffsparte mit dem Namen Covestro AG und die Container-Reederei Hapag-Lloyd AG. Beide Emittenten sagten den Börsengang am Ende der Zeichnungsfrist ab und begannen wenige Tage später mit einem geänderten Emissionskonzept erneut die Zeichnungsfrist.

Mit einem Emissionsvolumen von rd. 2,5 Mrd. € wäre die Neuemission der Covestro AG der größte Börsengang seit dem Jahr 2000 gewesen. Die Besonderheit am Börsengang war – wie bei Chorus –, dass das Platzierungsvolumen fest vorgegeben und die Zahl der angebotenen Aktien in Abhängigkeit vom erzielten Ausgabepreis variabel war. Die Kapitalerhöhung konnte deshalb zwischen 70,4 Mio. und 94,3 Mio. Aktien betragen, die in der Zeichnungsfrist vom 21.09. bis 01.10. gezeichnet werden konnten. Die Bookbuilding-Spanne reichte von 26,50 € bis 31,50 €. Der Alteigentümer Bayer AG verkaufte keine Aktien. Das war auch nicht nötig, hatte sich doch die Bayer AG bereits den Emissionserlös vorher gesichert, indem die Tochter im Rahmen der Abspaltung Schulden übernehmen musste, für deren Tilgung der Emissionserlös verwendet werden sollte. Ein Greenshoe wurde nicht angeboten. Dies ist ungewöhnlich, weil die Investoren damit auf keine Kurspflege der konsortialführenden Banken in den ersten 30 Tagen nach der Notierungsaufnahme am 02.10. vertrauen konnten.

Zum Börsengang der Covestro AG gab es neben der Mittelverwendung weitere kritische Anmerkungen.<sup>14</sup> So gilt das Kunststoffgeschäft als zyklisch und die Gesamtkosten sind höher als bei vergleichbaren Chemieunternehmen. Die Nettofinanzverbindlichkeiten einschließlich der Pensionsverpflichtungen der Emittentin betragen vor dem Börsengang rd. 6,5 Mrd. €, was auf Basis des EBITDA 2014 einem Netto-Leverage von rd. fünf entspricht. Die Bewertung hingegen wurde als moderat angesehen. Nachdem es nicht gelang, eine ausreichende Nachfrage nach den angebotenen Aktien zu generieren, senkte die Emittentin am letzten Tag der Zeichnungsfrist die Preisspanne drastisch auf 21,50 € bis 24,50 € und damit den Bruttoemissionserlös auf 1,5 Mrd. €. Gleichzeitig wurde die Zeichnungsfrist um einen Tag auf den

02.10. verlängert und die Notierungsaufnahme auf den 06.10. verschoben. Die äußerst kurze Verlängerung der Zeichnungsfrist zeigt, dass die institutionellen Investoren den konsortialführenden Banken deutlich angezeigt haben, wo sie die Bewertung des Unternehmens sehen und zeichnungsbereit sind. Begründet wurde die schwache Nachfrage mit dem volatilen und schwachen Marktumfeld.<sup>15</sup> Die Begründung verwundert, da der Vorstand der Emittentin in einer Reihe von Interviews betont hatte, den richtigen Zeitpunkt für den Börsengang gewählt zu haben und das Marktumfeld für ausreichend eingeschätzt hatte.<sup>16</sup> Die drastische Senkung der Preisspanne sicherte den Emissionserfolg und einen Ausgabepreis am oberen Ende der Bookbuilding-Spanne von 24 €. Mit einem ersten Kurs von 26 € konnten die Anleger einen Zeichnungsgewinn von 8,33% verzeichnen. Am 21.12.2015 erfolgte die Aufnahme der Covestro AG in den MDAX.

Bereits seit einigen Jahren gilt die Hapag-Lloyd AG als Börsenkandidat. Im Frühjahr 2011 wurde der Börsengang nach der Explosion des Atomreaktors im japanischen Fukushima abgesagt. Am 14.10.2015 gab die Emittentin allerdings ein neuerliches Emissionskonzept bekannt.<sup>17</sup> Es sah zunächst vor, einen Bruttoemissionserlös für die Gesellschaft i.H.v. mindestens 264,6 Mio. € (300 Mio. USD) zu erzielen. Dementsprechend variierte die Kapitalerhöhung, die bei einer Bookbuilding-Spanne von 23 € bis 29 € maximal 11,5 Mio. Aktien umfassen sollte. Die Ankeraktionäre Kühne Maritime und Cia. Sud Americana de Vapores (CSAV) verpflichteten sich, jeweils Aktien für 30 Mio. USD aus der Kapitalerhöhung zu zeichnen. Seitens des Alteigentümers TUI wurden hingegen weitere 2,3 Mio. Aktien als Platzierungsoption und ein Greenshoe i.H.v. gut 1,9 Mio. Aktien zur Verfügung gestellt. Mit der Platzierungsoption hielt sich der Alteigentümer TUI in Abhängigkeit vom Ausgabepreis offen, ob und in welchem Umfang Aktien aus seinem Besitz umplatziert werden. Insgesamt standen in der Zeichnungsfrist vom 15.10. bis 27.10. also gut 15,7 Mio. Aktien zur Zeichnung zur Verfügung, woraus sich ein maximales Platzierungsvolumen von 410 Mio. USD errechnet. Die Notierungsaufnahme war für den 30.10. geplant. Nachdem kurze Zeit vorher der Börsengang der Covestro AG äußerst unbefriedigend verlaufen war und die Schaeffler AG von einem öffentlichen Angebot Abstand genommen und stattdessen Aktien im Rahmen einer Privatplatzierung ausgewählten Investoren angeboten hatte, wurde auch der Börsengang der Hapag-Lloyd AG verlängert. Der Vorstandsvorsitzende Rolf Habben Jansen sagte zuvor noch im Gespräch mit der Nachrichtenagentur Reuters: „Für uns waren drei Gründe ausschlaggebend: Wir brauchen das Geld für weiteres Wachstum, unser operatives Geschäft hat sich gut entwickelt und wir haben die Unterstützung unserer Gesellschafter.“<sup>18</sup> Dennoch gab es auch kritische Stimmen zum Börsengang, die darauf hingen, dass die Branche unter den schlechten Konjunktur-

15 Vgl. Covestro AG, Ad-hoc-Mitteilung vom 01.10.2015, abrufbar unter: <http://investor.covestro.com/de/news/ad-hoc-mitteilungen/>, Abruf am 12.01.2016.

16 Vgl. u.a. Finanzen.net vom 26.09.2015, Covestro-Finanzchef: „Das Timing ist genau richtig“, abrufbar unter: <http://hbfm.link/150>, Abruf am 12.01.2016.

17 Vgl. Hapag-Lloyd AG, DGAP-News vom 14.10.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/151>, Abruf am 12.01.2016.

18 Reuters, Börsengang von Hapag-Lloyd fällt eine Nummer kleiner aus, abrufbar unter: <http://hbfm.link/152>, Abruf am 12.01.2016.

13 Vgl. elumeo SE, Q3 Finanzbericht 2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/147>, Abruf am 12.01.2016.

14 Zusammenfassend GoingPublic.de, IPO im Fokus: Covestro AG, abrufbar unter: <http://hbfm.link/148>, Abruf am 12.01.2016; Capital vom 05.10.2015, Die Börse ist nicht immer schuld, abrufbar unter: <http://hbfm.link/149>, Abruf am 12.01.2016.

aussichten in China, Überkapazitäten und damit niedrigen Frachtraten leidet. Zu allem Überfluss musste während der Zeichnungsphase der Wettbewerber Maersk eine Gewinnwarnung veröffentlichen.<sup>19</sup> Derart schlechte Nachrichten führen natürlich zu einer deutlichen Zurückhaltung der Investoren und haben vielfach zur Folge, dass bereits erteilte Zeichnungen wieder zurückgezogen werden. Am letzten Tag der Zeichnungsfrist teilte die Emittentin mit, dass aufgrund des angespannten Kapitalmarktumfelds die Zeichnungsfrist bis zum 03.11.2015 verlängert wird.<sup>20</sup> Am 30.10. gab die Emittentin die Anpassung des Emissionskonzepts bekannt.<sup>21</sup> Die Bookbuilding-Spanne wurde auf 20 € bis 22 € zurückgenommen. Um den erwarteten Bruttoemissionserlöses von 264,6 Mio. € zu erreichen wurde die Kapitalerhöhung auf bis zu 13,2 Mio. Aktien angehoben. Der Alteigentümer TUI verzichtete auf seine Platzierungsoption, stellte aber nach wie vor den unveränderten Greenshoe. Insgesamt wurden damit bis zu 15,2 Mio. Aktien zur Zeichnung angeboten. Mit diesen erheblichen Zugeständnissen an die Investoren gelang der Börsengang. Allerdings konnte der Ausgabepreis nur am unteren Ende der Bookbuilding-Spanne bei 20 € festgelegt werden. Unter Ausschöpfung der gesamten Kapitalerhöhung konnte die Emittentin den gewünschten Bruttoemissionserlös von 264,6 Mio. € erzielen. Der Greenshoe wurde nicht ausgeübt. Die Reduzierung der Bookbuilding-Spanne und damit der geringere Ausgabepreis machten sich bei den Alteigentümern schmerzlich bemerkbar. So ist dem Geschäftsbericht 2014/2015 der TUI AG zu entnehmen, dass die Beteiligung an der Hapag-Lloyd AG um 147 Mio. € abgeschrieben werden musste.

## 7. Steilmann SE Börsengang – geglückt, Kapitalmarkt- Standing ruiniert

Einen desaströsen Börsengang zeigte das Bekleidungsunternehmens Steilmann SE, welches quasi „mit der Brechstange“ die Notierungsaufnahme am 05.11. erzwang. Die Zeichnungsfrist wurde mit geändertem Emissionskonzept zweimal verlängert und lief vom 13.10. bis 02.11. Statt dem ursprünglich geplanten Platzierungsvolumen von maximal knapp 98 Mio. € konnten schlussendlich gerade mal 8,6 Mio. € brutto Erlöst werden. Bereits die Ausgangssituation war für einen Börsengang denkbar schlecht. Im Halbjahresabschluss 2015 musste die Emittentin einen Verlust von 19,5 Mio. € ausweisen. Das Geschäftsjahr 2014 wurde mit einem negativen Ergebnis von 4,2 Mio. € abgeschlossen. Generell befindet sich die Textilbranche in einer schwierigen wirtschaftlichen Situation, wie die Insolvenzen und notwendigen Restrukturierungen von Textilunternehmen am Anleihemarkt deutlich machen. Dennoch gab die Gesellschaft am 12.10. bekannt<sup>22</sup>, dass bis zum 22.10. in einer Bookbuilding-Spanne von 3,50 € bis 5 € insgesamt 19,55 Mio. Aktien zur Zeichnung angeboten werden. Davon stammten 17 Mio. Aktien aus einer Kapitalerhöhung. Der Greenshoe umfasste 2,55 Mio. Aktien aus genehmigtem

Kapital. Die Notierungsaufnahme sollte am 23.10. erfolgen. Zum Ende der Zeichnungsfrist war die Emittentin von einer ausreichenden Platzierung der angebotenen Aktien weit entfernt. Deshalb wurde das gesamte Emissionskonzept deutlich revidiert. Die aus der Kapitalerhöhung angebotenen Aktien wurden von 17 Mio. auf 12,5 Mio. Stück und der Greenshoe aus genehmigtem Kapital von 2,55 Mio. auf 1,855 Mio. Stück zurückgenommen. Die Aktien wurden am unteren Ende der ursprünglich Bookbuilding-Spanne zum Festpreis von 3,50 € angeboten. Der maximale Bruttoemissionserlös belief sich damit auf gut 50 Mio. €. Die Zeichnungsfrist verlängert sich bis zum 29.10. Die Notierungsaufnahme sollte nun am 03.11. stattfinden. Auch am Ende der verlängerten Zeichnungsfrist konnten nicht ausreichend Investoren gewonnen werden. Die Emittentin wollte aber den Börsengang in jedem Fall durchführen, passte das Emissionskonzept nochmals an und verlängerte die Zeichnungsfrist bis zum 02.11. Angeboten wurden zum Festpreis von 3,50 € nur noch 2,25 Mio. Aktien aus einer Kapitalerhöhung und ein Greenshoe von 250.000 Aktien aus dem genehmigten Kapital. Der Emissionserlös machte nicht einmal mehr ein Zehntel des ursprünglich anvisierten Volumens aus. Davon bleibt der Emittentin etwa 60% zur freien Verfügung, da die Emissionskosten rd. 40% des Emissionserlöses betragen. Die außerordentlich hohen Emissionskosten sind durch die zweimalige Verlängerung der Zeichnungsfrist und der Änderung des Emissionskonzepts entstanden. Des Weiteren fallen angesichts des niedrigen Emissionserlöses die Fixkosten eines Börsengangs deutlich stärker ins Gewicht.<sup>23</sup> Die Notierungsaufnahme fand schließlich am 05.11. statt. Der erste Kurs betrug 3,60 €, was einem Zeichnungsgewinn von 2,9% entspricht. Vom Greenshoe konnten knapp 200.000 Aktien im Markt bleiben. Der Freefloat beträgt lediglich 10,9%. Rund sechs Wochen später musste die Emittentin bereits ihre im Wertpapierprospekt genannte Umsatz- und Gewinnprognose für 2015 aufgrund des warmen Wetter schlechter verlaufenden Wintergeschäfts zurücknehmen.<sup>24</sup>

## 8. EDAG Engineering Group vollzieht den letzten Börsengang 2015

Die letzte Neuemission des Jahres 2015 verlief mit dem Ingenieurdienstleister EDAG Engineering Group AG am 02.12. erfolgreich. Angeboten wurden inkl. des Greenshoes von gut 1,3 Mio. Aktien insgesamt knapp 10,1 Mio. Aktien, die ausschließlich aus dem Besitz des Family Office ATON GmbH stammten. Die Aktien konnten in der Zeit vom 23.11. bis 01.12. in einer Bookbuilding-Spanne zwischen 19 € und 24 € gezeichnet werden. Der Ausgabepreis betrug 19 €, was bei vollständiger Platzierung des Greenshoes einem Platzierungsvolumen von 191,2 Mio. € entspricht. Der erste Kurs stellte sich bei 19,55 € ein.

## 9. Vorgehensweise bei Börsengängen hat sich generell ändert

Insgesamt fällt auf, dass bei einigen Neuemissionen des Jahres 2015 eine geänderte Vorgehensweise gegenüber der bisher üblichen Gestaltung des Angebots angewendet wurde. Die Emittentin nennt den Bruttoemissionserlös, den sie

19 Vgl. Wirtschaftswoche online vom 26.10.2015, Maersk-Gewinnwarnung überschattet Börsengang von Hapag-Lloyd, abrufbar unter: <http://hbfm.link/153>, Abruf am 12.01.2016.

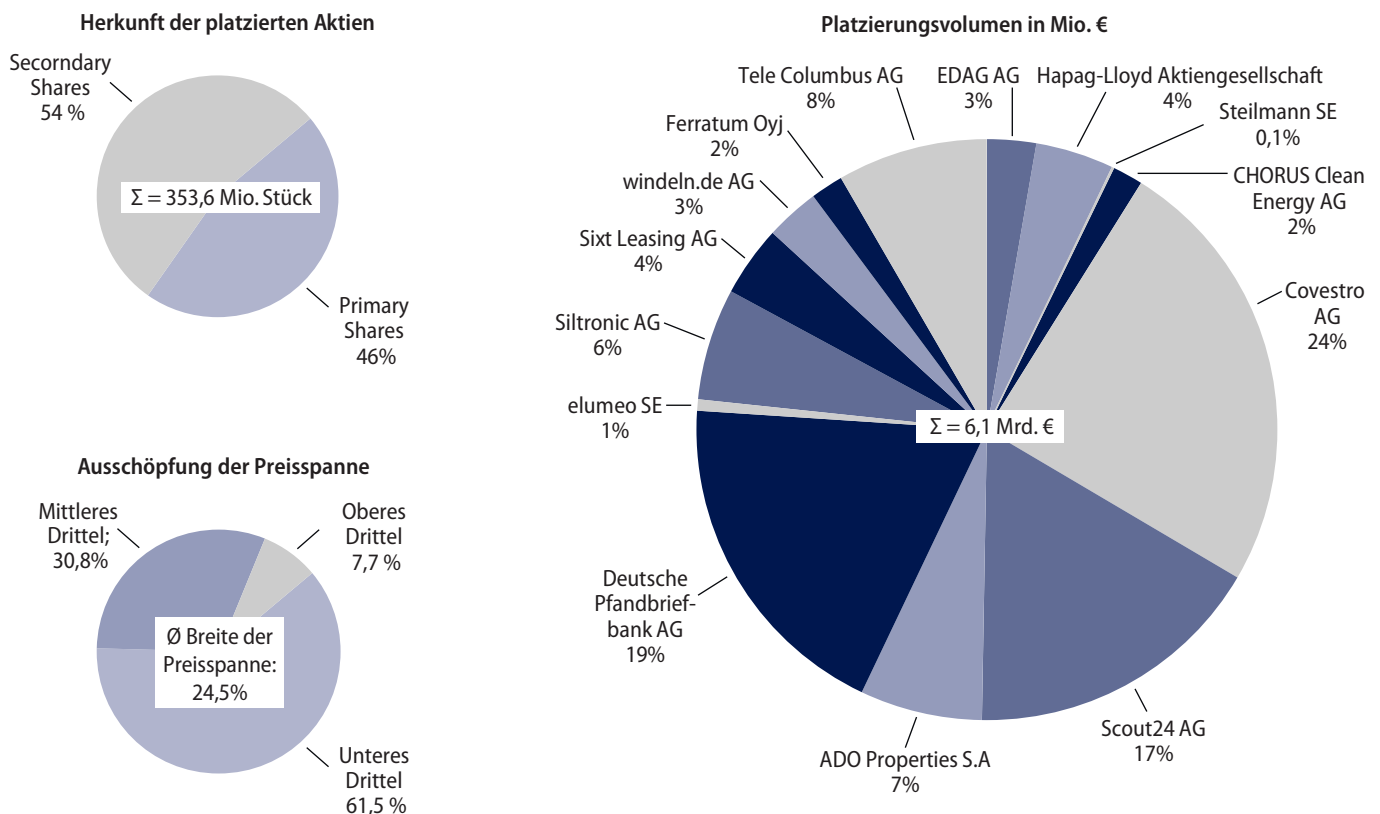
20 Vgl. Hapag-Lloyd AG, Ad-hoc Mitteilung vom 27.10.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/154>, Abruf am 12.01.2016.

21 Vgl. Hapag-Lloyd AG, Ad-hoc Mitteilung vom 30.10.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/155>, Abruf am 12.01.2016.

22 Vgl. Steilmann SE, DGAP-News vom 12.10.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/156>, Abruf am 12.01.2016.

23 Zur Struktur der Emissionskosten vgl. Bösl, FB 2009 S. 608-624.

24 Vgl. Steilmann SE, Ad-hoc-Mitteilung vom 16.12.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/157>, Abruf am 12.01.2016.

**Abb. 2: Wesentliche Kennzahlen des Neuemissionsjahres 2015**

Ohne chinesische Emittenten. Quelle: Deutsche Börse AG.

aus dem Börsengang vereinnahmen möchte. Die Anzahl der aus der Kapitalerhöhung ausgegebenen Aktien ist sodann variabel und hängt vom erzielten Ausgabepreis ab. Die Bookbuilding-Spanne und die maximale Kapitalerhöhung werden so aufeinander abgestimmt, dass der vorgegebene Bruttoemissionserlös mit einem Ausgabepreis am unteren Ende der Bookbuilding-Spanne und der vollständigen Ausschöpfung der maximal möglichen Kapitalerhöhung erreicht wird. Letztendlich steht damit der Freefloat (vor Greenshoe) auch erst nach der Festsetzung des Ausgabepreises fest. Diese Vorgehensweise wählten Tele Columbus, Chorus, Covestro, Scout24 und Hapag-Lloyd. Bei den meisten institutionellen Investoren gibt es klare Vorgaben, welcher Anteil am Freefloat maximal investiert werden darf. Damit besteht die Gefahr, dass die Investoren ihr Zeichnungsverhalten (auch) am erwarteten Ausgabepreis ausrichten und deshalb tendenziell weniger Aktien zeichnen und/oder ihren Zeichnungspreis im unteren Bereich der Bookbuilding-Spanne ansetzen. Außerdem signalisiert die Emittentin den Investoren mit welchem Erlös sie sich aus dem Börsengang zufrieden gibt. Damit wird den Investoren der Anreiz gegeben, den Zeichnungspreis tendenziell am unteren Ende der Bookbuilding-Spanne auszurichten oder sogar darüber hinausgehende Preiszugeständnisse zu fordern, es sei denn, die Attraktivität der Emittentin ist derart groß, dass die Investoren in der Aktie investiert sein wollen. Die Analyse der Neuemissionen des Jahres 2015 liefert Indizien dafür. Von den fünf Emittenten, die diese Vorgehensweise wählten, mussten immerhin drei mit geändertem Emissionskonzept die Zeichnungsfrist verlängern bzw. den

Börsengang zu einem späteren Zeitpunkt wieder aufnehmen. Dabei mussten Covestro und Hapag-Lloyd erhebliche Preiszugeständnisse machen. Dennoch konnte Hapag-Lloyd die Aktien nur am unteren Ende der reduzierten Bookbuilding-Spanne platzieren. Auch Chorus musste sich mit dem unteren Ende der Preisspanne zufrieden geben. Zumindest nach der Datenlage der Neuemissionen des Jahres 2015 kann man zukünftigen Emittenten diese Vorgehensweise nicht empfehlen.

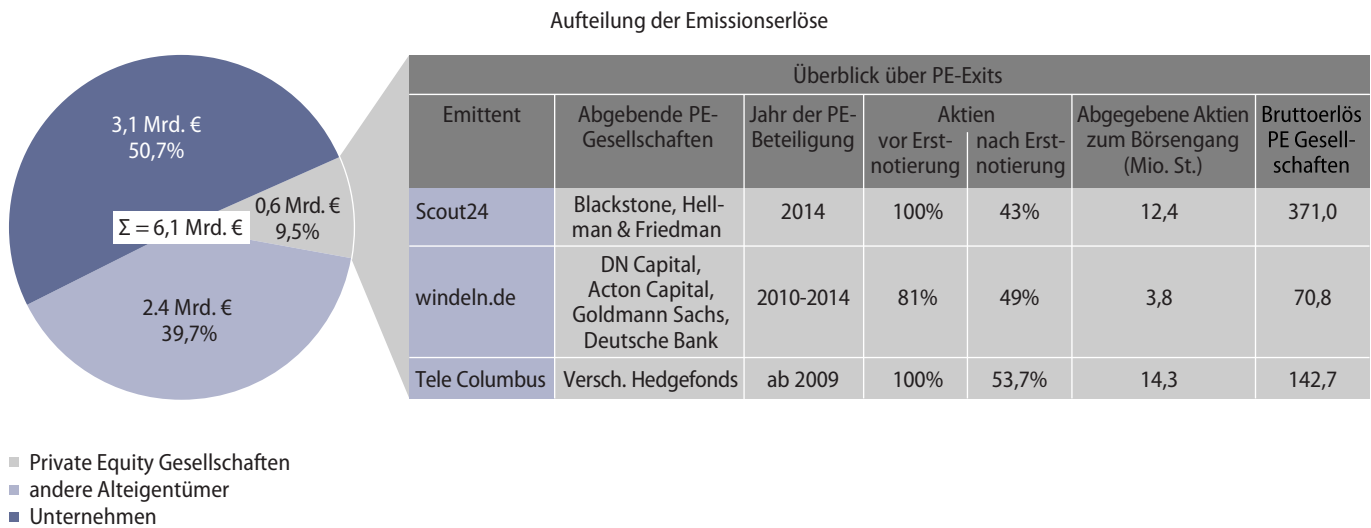
### III. Charakteristika des Neuemissionsjahres 2015 und Performance der Neuemissionen

#### 1. Das vierte Quartal kristallisiert sich als bevorzugter Emissionszeitraum heraus

Im ersten Halbjahr 2015 fanden nur fünf Börsengänge (Vorjahr vier) statt, wovon zwei auf das erste Quartal (Vorjahr: 0) und drei auf das zweite Quartal (Vorjahr: vier) entfielen. Im zweiten Halbjahr 2015 gab es neun Neuemissionen (Vorjahr sechs). Davon entfielen drei Börsengänge auf das dritte Quartal (Vorjahr zwei) und sechs auf das vierte Quartal (Vorjahr vier). Gut die Hälfte des Platzierungsvolumens (3,1 Mrd. €) entfielen auf das vierte Quartal. Da auch im Vorjahr das vierte Quartal mit einem Anteil von 72% am gesamten Platzierungsvolumen und ebenso das vierte Quartal im Jahr 2012 mit 98% dominierten<sup>25</sup>, scheint sich dieses Quartal zum bevorzugten Zeitpunkt für einen Börsengang zu entwickeln.

<sup>25</sup> Vgl. Bösl: CF 2015 S. 24; Bösl: CFB 2013 S. 84.

Abb. 3: Neuemissionen aus dem Portfolio von Private Equity-Gesellschaften



Quelle: Deutsche Börse AG, Wertpapierprospekte.

**2. Umplatzierungen sind bei Börsengängen akzeptiert**

Alle Neuemissionen fanden im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse, dem Marktsegment mit den umfangreichsten Transparenzanforderungen, statt. 13 Emittenten wählten das Bookbuilding-Verfahren zur Findung eines marktgerechten Ausgabepreises. Lediglich die Steilmann SE stellte bei der zweiten Verlängerung der Zeichnungsfrist auf das Festpreisverfahren um. Von den gut 353 Mio. Stück platzierter Aktien überwogen die Aktien aus dem Besitz der Alteigentümer mit einem Anteil von rd. 54% (Vorjahr 40%). Die hohe Umplatzierungsquote resultiert wesentlich aus dem Börsengang der Deutschen Pfandbriefbank. Dieser war mit einem Platzierungsvolumen von 1,16 Mrd. € der zweitgrößte des Jahres. Dabei wurden 107,6 Mio. Aktien ausschließlich aus dem Besitz der bundeseigenen Hypo Real Estate Holding AG angeboten. Insgesamt flossen den Alteigentümern gut 3,1 Mrd. € zu. Lediglich drei der 14 Emittenten stammten aus dem Portfolio einer Private Equity-Gesellschaft. Nach dem Börsengang hielten die Private Equity-Gesellschaften im Durchschnitt 9,5% der Anteile (Vorjahr 35%). Damit scheint zunächst der Trend gebrochen zu sein, dass Private Equity-Gesellschaften die Börse als primären Exit-Kanal nutzen.<sup>26</sup>

**3. Mit einer Ausnahme konnte kein Emittent die Bookbuilding-Spanne ausreizen**

Die Bookbuilding-Spanne der Emittenten hatte im Durchschnitt eine Spannweite von 24,5%. Eine solche Spannweite ist relativ hoch. In der Praxis werden Bookbuilding-Spannen von mehr als 20% als Zeichen von Unsicherheit über die Bewertung der Emittentin interpretiert.<sup>27</sup> Mit 50% war die Bookbuilding-Spanne bei der Tele Columbus AG außerordentlich hoch. Mit einer Breite von lediglich 10% hat die Hapag-Lloyd AG im Rahmen der erforderlichen Anpassung der Bewertung nach dem missglückten ersten Versuch ein

klares Signal gesetzt. Dabei konnte natürlich das Feedback der Investoren aus der Roadshow berücksichtigt werden. Lediglich knapp 8% der Emittenten konnten den Ausgabepreis im oberen Drittel der Bookbuilding-Spanne festlegen. 61,5% der Emittenten mussten sich mit einem Ausgabepreis im unteren Drittel der Bookbuilding-Spanne zufriedengeben. Nur der Covestro AG gelang es, nach der Reduzierung der Bookbuilding-Spanne die Aktien am oberen Ende der Preisspanne zu platzieren. Mit Ferratum Oyj, der Siltronic AG und der Deutsche Pfandbriefbank AG konnten nur drei Emittenten den Greenshoe vollständig ausüben.

**4. Die Performance der Neuemissionen 2015 ist insgesamt unbefriedigend**

Die Anleger konnten insgesamt einen Zeichnungsgewinn von durchschnittlich 2,7% (Vorjahr 2,7%) verbuchen. Allerdings mussten die Anleger zum Jahresende bei sieben Neuemissionen einen Kursverlust hinnehmen. Am schlechtesten performten die Aktien von windeln.de und Siltronic AG mit einem Verlust von 29 % bzw. 32 %. Die beste Kursentwicklung zeigten die Aktien von Ferratum Oyj mit einem Plus von knapp 66% und die der ADO Properties S.A. mit knapp 36%. Dass man mit dem Neuemissionsjahr 2015 nicht zufrieden sein kann, zeigt sich in der insgesamt unbefriedigenden Kursentwicklung. Zum Jahresende verzeichnete die Aktienkursentwicklung über alle Neuemissionen im Median eine ausgeglichene Performance (Vorjahr +5,1% ohne China-IPO). Im Vergleich zum Gesamtmarkt, gemessen am CDAX, entwickelten sich die Neuemissionen im Median zwar um 1,7% besser, jedoch schlechter als die Neuemissionen im Vorjahr mit plus 2,2% ohne China-IPO.

Wie in den Vorjahren bereits zu beobachten, mandatieren die Emittenten vielfach mindestens zwei konsortialführende Banken.<sup>28</sup> Bei elf der 14 Neuemissionen teilten sich zwei oder mehrere Banken die Konsortialführung. Damit wollen die Emittenten die Platzierungssicherheit erhöhen, indem das

26 Vgl. Bösl/Meier: Ohne Private Equity IPOs ist der Börsenplatz Deutschland bedeutungslos, 2014, insbesondere S. 11, abrufbar unter: <http://hbfm.link/158>, Abruf am 12.01.2016.

27 Vgl. Bösl, Praxis des Börsengangs, 2004, S. 233.

28 2014 mandatierten alle sechs deutschen Emittenten zwei oder mehr konsortialführende Banken und 2013 drei von fünf Emittenten. Vgl. Bösl, CF 2015 S. 22; Bösl, CFB 2014 S. 336; Bösl/Meier, a.a.O. (Fn. 26), S. 23 f.



Tab. 2: Performance der Neuemissionen

Unternehmen	Ausgabe-preis	Erster Kurs	Zeich-nungs-gewinn	Aus-übungs-quote Greenshoe	Platzie-rungs-quote angebo-tene Akti-en <sup>a)</sup>	Freefloat nach IPO	30 Tage Aktien-per-formance <sup>b)</sup>	30 Tage Aktienperf. vs. CDAX <sup>b)</sup>	Aktien-per-formance zum 31.12.	Aktienperf. vs. CDAX zum 31.12.
EDAG AG	19,00 €	19,55	2,9%	-	-	35%	-	-	5,9%	10,5%
Hapag-Lloyd Aktiengesellschaft	20,00 €	20,05 €	0,2%	0,0%	87,0%	9,2%	-3,3%	-6,4%	-0,4%	1,3%
Steilmann SE	3,50 €	3,60 €	2,9%	7,8%	12,5%	10,9%	-0,7%	-4,7%	-12,4%	-11,6%
CHORUS Clean Energy AG	9,75 €	9,75 €	0,0%	0,0%	82,8%	40,3%	-1,4%	-10,5%	-1,5%	-8,8%
Covestro AG	24,00 €	26,00 €	8,3%	-	100,0%	30,9%	6,2%	-2,5%	26,9%	19,1%
Scout24 AG	30,00 €	30,75 €	2,5%	10,9%	70,2%	32,2%	4,8%	-8,1%	13,1%	1,0%
ADO Properties S.A.	20,00 €	20,10 €	0,5%	0,0%	89,9%	59,3%	2,4%	13,6%	35,9%	41,5%
Deutsche Pfand-briefbank AG	10,75 €	11,45 €	6,5%	100,0%	100,0%	80,0%	3,5%	8,8%	-2,2%	4,8%
elumeo SE	25,00 €	25,00 €	0,0%	15,2%	62,5%	31,4%	0,4%	-2,1%	0,4%	2,1%
Siltronic AG	30,00 €	31,50 €	5,0%	100,0%	100,0%	42,2%	3,9%	4,1%	-31,9%	-27,9%
Sixt Leasing AG	20,00 €	20,40 €	2,0%	75,2%	89,5%	58,1%	-4,4%	-3,0%	-7,9%	-3,7%
windeln.de AG	18,50 €	18,00 €	-2,7%	0,0%	86,9%	39,1%	-13,0%	-12,1%	-29,1%	-25,4%
Ferratum Oyj	17,00 €	17,50 €	2,9%	100,0%	100,0%	34,5%	2,4%	-3,8%	65,9%	65,4%
Tele Columbus AG	10,00 €	10,70 €	7,0%	0,0%	82,8%	46,3%	3,6%	-0,4%	18,6%	16,1%
<b>Mittelwert</b>			<b>2,7%</b>	<b>34,1%</b>	<b>81,9%</b>	<b>39,6%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,0%</b>
<b>Median</b>			<b>2,7%</b>	<b>9,4%</b>	<b>87,0%</b>	<b>39,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>-3,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,7%</b>

<sup>a)</sup> Anzahl angebotene Aktien zu platzierten Aktien (Primaries, Secondaries, Greenshoe).

<sup>b)</sup> Performancewert ab Emissionsdatum, wenn IPO im November.

Quellen: Bloomberg, Deutsche Börse AG, eigene Berechnungen.

Investorenspektrum größer und der unterschiedlich gute Zugang der Banken zu verschiedenen Investorengruppen genutzt wird. Mit sechs Führungsmandaten ist die Goldman Sachs International die aktivste Emissionsbank. Die Steilmann SE, die vom Ablauf und letztendlich vom platzierten Volumen schlechteste Neuemission des Jahres, wurde von der Oddo Seydler Bank AG begleitet. Auch bei der 2013 begleiteten Neuemission der Bastei Lübbe AG (damals noch unter Close Brothers Seydler) wurde der ursprünglich geplante Nettoemissionserlös von 58 Mio. € mit letztendlich erlösten 30 Mio. € deutlich verfehlt. Gleichfalls musste die Zeichnungsfrist verlängert, die Preisspanne reduziert und die angebotene Anzahl an Aktien zurückgenommen werden. Auch wenn die Bank bei sog. Mittelstandsanleihen im Markt sehr erfolgreich tätig ist, scheint ihr jedoch weiterhin die Erfahrung und Platzierungskraft bei der Begleitung von Neuemissionen zu fehlen.<sup>29</sup>

## 5. Im internationalen Vergleich ist Deutschland bei Neuemissionen schwach

Gemessen an Anzahl und Volumen bleibt die Neuemissionstätigkeit 2015 in Deutschland wie in den Vorjahren im weltweiten Vergleich zurück. Generell waren weltweit die Anzahl an Neuemissionen und das Emissionsvolumen in 2015 geringer als im Vorjahr. Dies liegt wesentlich daran,

dass in China Börsengänge zeitweise ganz gestoppt wurden und in den USA das Emissionsvolumen deutlich geringer ausgefallen ist. Bemerkenswert ist, dass acht der größten 20 Neuemissionen in Europa stattfanden.

## IV. Abgesagte Neuemissionen in 2015

Das Neuemissionsjahr 2015 ist von einer Reihe missglückter Börsengänge gekennzeichnet. Jene Emittenten, denen mit der Verlängerung der Zeichnungsfrist, der Anpassung des Emissionskonzepts und/oder einem wiederholten Versuch der Börsengang noch geglückt ist, wurden bereits im ersten Kapitel beschrieben und analysiert. Daneben gab es einige Unternehmen, die ihren Börsengang nach der konkreten Ankündigung oder am Ende der Zeichnungsfrist abgesagt haben bzw. absagen mussten sowie in einem Fall die Rücknahme des öffentlichen Angebots mit späterer Notierungsaufnahme.

Die erste Emittentin, die ihren Börsengang am Ende der Zeichnungsfrist – zumindest für 2015 – endgültig abgesagt hat, ist die dem Private Equity-Investor EQT gehörende CBR Fashion AG, dem Betreiber der Damenmode-Ketten Cecil und Street One. Angeboten wurden insgesamt 19,4 Mio. Aktien in einer Bookbuilding-Spanne von 14 € bis 18 €. Die Notierungsaufnahme war für den 02.07. vorgesehen. Begründet wurde die Absage mit dem schwachen Marktumfeld aufgrund der sich zuspitzenden Griechenland-Krise. Offensichtlich waren die Investoren nicht bereit, die erwart-

<sup>29</sup> Vgl. Bösl, CF 2014 S. 336 f.

**Tab. 3: Neuemissionstätigkeit 2013 bis 2015 in ausgewählten Ländern (Stichtag: 30.11.2015)**

Region	2015 <sup>a)</sup> Anzahl IPOs / Platzierungsvolumen in Mrd. €	2014 <sup>a)</sup> Anzahl IPOs / Platzierungsvolumen in Mrd. €	2013 <sup>a)</sup> Anzahl IPOs / Platzierungsvolumen in Mrd. €
Welt	1.401 / 169,0	1.325 / 181,1	1.105 / 127,5
USA	228 / 31,2	374 / 69,1	369 / 53,5
China	247 / 33,8	104 / 7,1	-
Japan	79 / 13,4	52 / 7,2	43 / 9,0
Hongkong	55 / 3,0	91 / 12,5	70 / 18,4
Singapur	11 / 0,2	22 / 1,7	25 / 7,7
Westeuropa:	210 / 59,6	222 / 49,2	113 / 20,7
- UK	56 / 13,5	107 / 19,0	69 / 24,9
- Euronext (F, B, NL, P)	28 / 11,7	29 / 11,2	13 / 2,3
- Spanien	9 / 8,4	7 / 4,63	0
- Italien	26 / 6,5	24 / 2,9	8 / 0,4
- Deutschland	13 / 6,0	10 / 3,2	5 / 3,6
- Schweden	24 / 4,2	16 / 2,29	2 / 0,8
- Schweiz	2 / 2,3	6 / 1,2	1 / 1,7
- Norwegen	7 / 1,1	11 / 1,4	8 / 1,3

<sup>a)</sup> 01.01. bis 30.11.

Quelle: Bloomberg.

tete Unternehmensbewertung zu akzeptieren. Gleichzeitig war der Eigentümer nicht bereit, die Emittentin unter dem von ihm gesehenen Wert zu verkaufen.<sup>30</sup> Geplant war ein Platzierungsvolumen von bis zu 349 Mio. €, wovon 257 Mio. € an die Emittentin geflossen wären. Der Emissionserlös wäre ausschließlich zum Abbau der Verschuldung verwendet worden. Im Zuge der Übernahme hatte der Finanzinvestor EQT der Emittentin Verbindlichkeiten von rd. 1,2 Mrd. € aufgebürdet, wovon zum Zeitpunkt des Börsengangs noch 500 Mio. € bestanden.<sup>31</sup> Eine derartige Mittelverwendung hält natürlich die Investoren grundsätzlich von einer Zeichnung ab, denn letztlich wird der Ertrag des Finanzinvestors von den neuen Aktionären mitfinanziert, weil sie einen Teil der Schulden übernehmen. Investoren sind dazu durchaus bereit, wenn dies in der Unternehmensbewertung Berücksichtigung findet. Kommt allerdings noch dazu, dass sich eine Branche in einer angespannten wirtschaftlichen Phase befindet, darf es nicht verwundern, dass Investoren einen höheren Bewertungsabschlag fordern, weil sie ihrem Bewertungskalkül eine höhere Risikoprämie zugrunde legen (müssen). Diese Situation ist derzeit in der Mode- und Bekleidungsbranche durchaus gegeben, wie mehrere Insolvenzen und wirtschaftliche Schief lagen von Bekleidungsunternehmen am Markt für sog. Mittelstandsanleihen zeigen. Soweit Emittenten und Eigentümer dies nicht akzeptieren, müssen sie mit einem Scheitern des Börsengangs rechnen oder ihn zu einem späteren Zeitpunkt versuchen.

Die schwedische, auf Mobile Banking spezialisierte TF Bank AB sah sich ebenfalls gezwungen, am 16.09., dem letzten Tag

30 Vgl. Finance online vom 01.07.2015, Auch CBR Fashion verschiebt Börsengang, abrufbar unter: <http://hbfm.link/159>, Abruf am 12.01.2016.

31 Vgl. Handelsblatt online vom 23.06.2015, Investor macht Kasse bei Cecil und Street One, abrufbar unter: <http://hbfm.link/160>, Abruf am 12.01.2016.

der Zeichnungsfrist, den Börsengang abzusagen.<sup>32</sup> Es wurden einschließlich dem Greenshoe bis zu 10,4 Mio. Aktien in der Bookbuilding-Spanne von 15 € bis 19 € zur Zeichnung angeboten. Das Platzierungsvolumen hätte bis zu 198 Mio. € betragen können. Für den Misserfolg wurde das schlechte Marktumfeld verantwortlich gemacht. Ob die Börsenpläne 2016 wieder aufgenommen werden, ist offen.

Ogleich der Börsengang ohne besondere Vorkommnisse und Kritik an der Emittentin verlief, musste die in Luxemburg ansässige Immobiliengesellschaft Corestate Capital Holding S.A. den Börsengang am Ende der Zeichnungsfrist absagen. Die Notierungsaufnahme sollte am 04.11. erfolgen. Angestrebt wurde ein Emissionsvolumen von bis zu 253 Mio. €. Begründet wurde die Absage mit dem schwierigen Marktumfeld insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen in Deutschland und England. Ob die Börsenpläne in 2016 wieder aufgenommen werden, blieb ebenfalls offen.

Einen anderen Weg nach dem abgesagten Börsengang wählte die Beteiligungsgesellschaft German Startups Group AG, indem sie sich an der Frankfurter Wertpapierbörse listen ließ und vorher aus einer Kapitalerhöhung im Wege einer Privatplatzierung 9,25 Mio. € erlöst hatte. Ursprünglich war die Notierungsaufnahme für den 17.07. vorgesehen. Insgesamt wurden bis zu 22,1 Mio. Aktien in einer Bookbuilding-Spanne zwischen 2,70 € und 3,60 € zur Zeichnung angeboten. Der Emissionserlös hätte bis zu 77,5 Mio. € betragen können. Am Ende der Zeichnungsfrist reichte das Interesse der Investoren nicht aus, um die für einen erfolgreichen Börsengang notwendige Überzeichnung der angebotenen Aktien zu erreichen. Dafür wurden das schwierige Marktumfeld infolge der Griechenland-Krise und die Turbulenzen am Aktienmarkt in China verantwortlich gemacht. Dennoch entschloss sich die Emittentin die Zeichnungsfrist um drei Tage zu verlängern und die Notierungsaufnahme auf den 24.07. zu legen. Das Emissionskonzept blieb unverändert. Die Verlängerung war nach Aussagen des Managements auch deshalb notwendig, weil die Roadshow mit sieben Tagen äußerst kurz gewesen sei und man daher nicht alle interessierten Investoren treffen konnte.<sup>33</sup> Hinter einer derartigen Aussage steht eine deutliche Kritik an der konsortialführenden Bank – in diesem Fall der Commerzbank. Denn es ist eine wesentliche Aufgabe des Konsortialführers im Rahmen des Börsengangs die Roadshow zu organisieren und Gespräche mit den wesentlichen Investoren zu vereinbaren. Das Management der Emittentin muss auf der Roadshow alle relevanten institutionellen Investoren im persönlichen Gespräch vom Unternehmen und sich selbst überzeugen können. Verwunderlich ist zudem, dass das Management der German Startups Group auf einen kritischen Beitrag in einem Blog nach Verlängerung der Zeichnungsfrist umgehend seine Anwälte einschaltete und die Löschung des Beitrags erzwang. Dies zeugt nicht unbedingt von einer hohen Souveränität.<sup>34</sup> Am letzten Tag der verlängerten Zeichnungsfrist wurde der Börsengang endgültig abgesagt, die Begründung schwieriges Marktumfeld blieb die gleiche.

32 Vgl. TF Bank AB, Ad-hoc-Mitteilung vom 16.09.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/161>, Abruf am 12.01.2016.

33 Vgl. Gründerszene.de vom 16.07.2015, German Startups Group verschiebt Börsengang, abrufbar unter: <http://hbfm.link/162>, Abruf am 12.01.2016.

34 Vgl. Gründerszene.de vom 16.07.2015, a.a.O. (Fn. 33).

Tab. 4: Missglückte Neuemissionen

Unternehmen	Monat	Verlauf und Begründung	Ursprünglich prospektiertes Emissionsvolumen <sup>a)</sup> / erzielt
<b>Börsengänge mit revidiertem Emissionskonzept:</b>			
Chorus Clean Energy	Juli	Abbruch am Ende der um 1 Woche verlängerten Zeichnungsfrist wegen volatilem Marktumfeld Börsengang erfolgt im 2. Anlauf im Oktober	183 Mio. € / 103 Mio. €
German Startups Group	Juli/ Nov.	Abbruch am Ende der verlängerten Zeichnungsfrist wegen volatilem Marktumfeld Notierungsaufnahme im Oktober ohne öffentliches Angebot	79,5 Mio. € / 9,6 Mio. €
ADO Properties	Juni	Abbruch am Ende der Zeichnungsfrist wegen volatilem Marktumfeld Börsengang erfolgt im 2. Anlauf im Juli, Angebot nur noch an institutionelle Investoren gerichtet	577,5 Mio. € / 415 Mio. €
Hapag Lloyd	Okt.	Zeichnungsfrist um 1 Woche verlängert, Senkung der Preisspanne von 23 – 29 € auf 20 – 22 €, Erhöhung des Angebotsvolumens von 11,5 auf 13,2 Mio. Neue Aktien	455,9 Mio. € / 265 Mio. €
Steilmann	Okt.	Zweifache Verlängerung der Zeichnungsfrist. Senkung des Angebots von 17,55 Mio. auf 12,5 Mio. Stk. Neue Aktien, Festpreis 3,50 € statt Bookbuilding (3,50- 5,00 €) – Platzierte Aktien: 2,5 Mio. Stk.	97,8 Mio. € / 8,8 Mio. €
Covestro	Okt.	Reduzierung des Emissionsvolumens von 2,5 Mrd. € auf 1,5 Mrd. €. Senkung der Preisspanne von 26,50 – 35,50 € auf 21,50 – 24,50 €	2,5 Mrd. € / 1,5 Mrd. €
<b>Abbruch des Börsengangs am Ende der Zeichnungsfrist:</b>			
CBR	Juli	Abbruch wegen volatilem Marktumfeld	349 Mio. € / -
TF Bank	Sept.	Abbruch wegen volatilem Marktumfeld	197,6 Mio. € / -
Corestate	Nov.	Abbruch wegen volatilem Marktumfeld	253 Mio. € / -
<b>Abbruch des Börsengangs vor Beginn der Zeichnungsfrist:</b>			
Xella	Okt.	Abbruch wegen volatilem Marktumfeld	-
Hello Fresh	Nov.	Abbruch wegen volatilem Marktumfeld	-

<sup>a)</sup> Anzahl angebotene Aktien (Primaries + Secondaries + Greenshoe) × oberes Ende der Preisspanne

Quellen: Wertpapierprospekte, Nachträge, eigene Berechnungen.

An einem Börsengang zu einem späteren Zeitpunkt wurde festgehalten. Im Vorfeld der Notierungsaufnahme im Entry Standard am 07.11. konnten dann ausgewählte Investoren rd. 3,7 Mio. Aktien aus einer Kapitalerhöhung für 2,50 € zeichnen. Bemerkenswert ist, dass die Privatplatzierung und das Listing nicht von der ursprünglich mit der Konsortialführung mandatierten Commerzbank sondern von Hauck & Aufhäuser und der quirin bank als Joint Bookrunner begleitet wurden.

Trotz konkreter Börsenpläne haben der Baustoffhändler Xella International S.A. und der Online-Lebensmittelversand HelloFresh Deutschland AG & Co. KG noch vor Beginn der Zeichnungsphase den angekündigten Börsengang wieder zurückgezogen. Die Gründe für die Verschiebung der Börsenpläne waren durchaus unterschiedlich. Xella hatte Mitte September seine Börsenambitionen bekannt gegeben.<sup>35</sup> Die Notierungsaufnahme wurde noch Ende Oktober erwartet. Das Platzierungsvolumen sollte bis zu 600 Mio. € betragen. Vom schwierigen Marktumfeld, das anderen Emittenten als Begründung für die Änderung des Emissionskonzepts oder die Absage nannten, lies man sich offensichtlich nicht beeindrucken. „In volatilen Märkten schauen Investoren auf die Qualität der Unternehmen. Dadurch zeichnen wir uns

aus“, sagte Finanzchef Hans-Jürgen Wiecha<sup>36</sup>. Offensichtlich doch nicht, denn Anfang Oktober kam schon die Absage, weil das Marktumfeld für den Börsengang zu volatil sei. Die erst 2011 gegründete HelloFresh AG & Co. KG gehört zu 56,4% der auf internetbasierte Geschäftsmodelle spezialisierten Beteiligungsgesellschaft Rocket Internet. Am 28.10. gab Rocket Internet die Börsenpläne seiner Beteiligung bekannt.<sup>37</sup> Mit der Konsortialführung wurden Morgan Stanley und Goldman Sachs beauftragt. Das Emissionsvolumen sollte zwischen 300 Mio. € und 500 Mio. € liegen. Bereits im September 2015 hatte sich der schottische Fondsanbieter Baillie Gifford bei einer Unternehmensbewertung von 2,6 Mrd. € an HelloFresh beteiligt. Dadurch steigerte sich der Unternehmenswert von HelloFresh innerhalb eines halben Jahres um das Vierfache.<sup>38</sup> Fraglich ist, ob die Bewertung eines einzelnen Investors, der lediglich 3% der Anteile erworben hat, am Kapitalmarkt akzeptiert wird. Die Zweifel sind berechtigt, da HelloFresh noch erhebliche Verluste erwirtschaftet. Zum 30.09.2015 war das EBITDA bei einem

<sup>36</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 29.09.2015, Hapag-Lloyd springt auf IPO-Zug auf, abrufbar unter: <http://hbfm.link/164>, Abruf am 12.01.2016.

<sup>37</sup> Vgl. Rocket Internet SE, Quasi Ad hoc-Mitteilung vom 28.10.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/165>, Abruf am 12.01.2016.

<sup>38</sup> Vgl. Reuters vom 16.09.2015, Lieferdienst HelloFresh vor Börsengang 2,6 Mrd Euro wert, abrufbar unter: <http://hbfm.link/166>, Abruf am 12.01.2016.

<sup>35</sup> Vgl. Xella International S.A., DGAP-News vom 22.09.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/163>, Abruf am 12.01.2016.

Umsatz von 198 Mio. € mit knapp 52 Mio. € negativ.<sup>39</sup> Da Baillie Gifford gleichzeitig auch an Rocket Internet beteiligt ist, ist nicht auszuschließen, dass die Unternehmensbewertung von subjektiven Motiven getrieben war. Dass die außerordentlich hohe Bewertung zum Problem für den Börsengang werden könnte, hätte an sich allen Beteiligten klar sein müssen. Laut Bloomberg wurde der Börsengang intern frühzeitig wieder aufgegeben.<sup>40</sup> Offenbar hätte bereits am Tag nach der Absage die Veröffentlichung des Wertpapierprospekts erfolgen sollen. Begründet wurde die Absage mit dem schwachen Marktumfeld, obgleich der DAX im Oktober kräftig zulegen konnte. Tatsächlich war es die (überzogene) Unternehmensbewertung, die vom Hauptaktionär Rocket Internet zum Börsengang gefordert wurde. Der Absage ging nach Presseberichten ein massiver Streit der Gesellschafter von Rocket Internet hinsichtlich der Unternehmensbewertung voraus.<sup>41</sup> Dennoch ist HelloFresh ein Börsenkandidat für 2016.

Insgesamt haben fünf Unternehmen ihren Börsengang am Ende der Zeichnungsfrist oder kurze Zeit davor abgesagt. Weitere sechs Emittenten konnten ihren Börsengang erst mit angepasstem Emissionskonzept nach einer Verlängerung der Zeichnungsfrist oder in einem später terminierten zweiten Versuch realisieren. Nicht bekannt ist, wie viele Unternehmen aufgrund der Absage ihre Börsenpläne zurückgestellt haben. Mittlerweile hat sich für die Absage/Verschiebung eines Börsengangs oder die notwendige Verlängerung der Zeichnungsfrist eine Standardbegründung herausgebildet. Ursächlich für den missglückten Börsengang war immer das schlechte bzw. volatile Marktumfeld. Für das schlechte bzw. sich in der Zeichnungsphase verschlechternde Marktumfeld wurden 2015 vor allem die Schuldenkrise in Griechenland, die Turbulenzen am chinesischen Aktienmarkt und die VW-Affäre verantwortlich gemacht. Natürlich lässt sich nicht nachweisen, ob und in welchem Maße diese Krisen die Investoren von einer Zeichnung der Aktien einer Neuemission abgehalten haben. Sicherlich kommen weitere Faktoren hinzu, die vielfach in der Emittentin selbst liegen oder an der Branche, der die Emittentin angehört.<sup>42</sup> In einigen Fällen war die Begründung allein deshalb nicht glaubwürdig, weil sich während der Zeichnungsfrist die Indizes an der Börse (sehr) positiv entwickelt hatten.

Zumindest bei jenen Unternehmen, die durch eine Anpassung der Bookbuilding-Spanne und/oder der Anzahl der zu platzierenden Aktien den Börsengang erst nach einer Verlängerung der Zeichnungsfrist oder in einem „zweiten Anlauf“ kurze Zeit später geschafft haben, liegt die Vermutung nahe, dass das Emissionskonzept nicht den Erwartungen der Investoren entsprochen hat. An sich ist es die Aufgabe der konsortialführenden Banken, im Rahmen des ca. 2 bis 4 Wochen vor Beginn der Zeichnungsfrist stattfindenden sog. Investors Education (auch Pre Marketing genannt) die Erwartungen und Bedenken ausgewählter Schlüsselinves-

toren zum Emissionskonzept zu eruieren.<sup>43</sup> Durch die missglückten Börsengänge geht ein Platzierungsvolumen von maximal 2,4 Mrd. € verloren. Dies ist immerhin ein Anteil von 39% am realisierten Platzierungsvolumen 2015.

## V. Fazit und Ausblick

Das Neuemissionsjahr 2015 wird von einer Reihe von Experten und Medien als ein erfolgreiches Jahr eingestuft.<sup>44</sup> Dabei wird auf die gestiegene Zahl an Neuemissionen und das hohe Platzierungsvolumen hingewiesen. Beschränkt man die Analyse der Neuemissionen 2015 auf diese beiden Größen, dann kann man zu einer positiven Bewertung kommen. Zu bedenken ist jedoch, dass die Zahl der Neuemissionen in Deutschland im internationalen Vergleich immer noch sehr niedrig ist. Betrachtet man zusätzlich die Zahl der missglückten Börsengänge und die schlechte Performance der Neuemissionen insgesamt und gegenüber dem Gesamtmarkt, dann muss die Bewertung anders ausfallen. Gerade die schlechteste Performance der Neuemissionen kann sehr leicht die Zeichnungsbereitschaft der Investoren zukünftig beeinträchtigen. Dass zwei Emittenten bereits im Jahr des Börsengangs eine Gewinnwarnung herausgeben mussten, wird die Investoren noch vorsichtiger machen. Schließlich liegt es in der Verantwortung der konsortialführenden Banken, die Ergebnisse einer intensiven Investors Education in ein tragfähiges Emissionskonzept umzusetzen. Dies muss durch ein frühzeitiges Management der Erwartungshaltung bei den Emittenten hinsichtlich der am Kapitalmarkt akzeptierten Bewertung ergänzt werden. Auch wenn der Wettbewerbsdruck um konsortialführende Mandate hoch ist, liegt es im wohlverstandenen Eigeninteresse der Banken sich eine gewisse Zurückhaltung bei der in Aussicht gestellten Unternehmensbewertung aufzuerlegen.

Für das Jahr 2016 wird allgemein mit einer regen Neuemissionstätigkeit gerechnet. Erwartet wird, dass die Anzahl der Börsengänge auf dem Niveau von 2015 liegt. Möglicherweise sind darunter auch Emittenten, die 2015 ihren Börsengang abgesagt haben. Unternehmen, die bereits ihren Börsengang 2016 angekündigt haben, sind die Deutsche Bank Tochter Postbank, der nun in China wiederbelebte Automobilhersteller Borgward oder der Hotelvermittler HRS. Außerdem werden aus dem Private Equity-Umfeld einige Börsenkandidaten erwartet. Schließlich haben die großen Energieversorger RWE und E.ON bereits angekündigt, Spin-Offs an die Börse zu bringen. So plant die RWE AG die Geschäftsbereiche Erneuerbare Energien, Netze und Vertrieb in einer Tochtergesellschaft zusammenzufassen und zur Finanzierung deren zukünftiger Aktivitäten diese noch im Jahr 2016 an die Börse zu bringen.

39 Vgl. Finance online vom 28.10.2015, Rocket Internet wagt Börsengang von Hello Fresh, abrufbar unter: <http://hbfm.link/167>, Abruf am 12.01.2016.

40 Vgl. Bloomberg, News Service vom 06.11.2015.

41 Vgl. u.a. manager magazin online vom 16.12.2015, Diese Frau bietet Oliver Samwer Paroli, abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/impressum/autor-10661.html>, Abruf am 12.01.2016; manager magazin online vom 15.12.2015, Rocket-Aufsichtsrat pfeift Oliver Samwer zurück, abrufbar unter: <http://hbfm.link/171>, Abruf am 12.01.2016.

42 Ausführlich Börsen-Zeitung vom 02.10.2015, Umfeld ist immer, abrufbar unter: <http://hbfm.link/168>, Abruf am 12.01.2016.

43 Zum Ablauf des Investors Education vgl. Bösl: Erfolgreich an die Börse, 2004, S. 229 ff.

44 Vgl. Going Public vom 18.12.2015, EY zieht Bilanz: Start und Stopp im IPO-Jahr 2015, abrufbar unter: <http://www.goingpublic.de/tag/rueckblick-2015/>, Abruf am 12.01.2016.