

Rückspiegel

Aktienneuemissionen in Deutschland 2018

Für Neuemissionen waren 2018 die Rahmenbedingungen insgesamt schlecht. Der DAX sank im Jahresverlauf um knapp 18%, wovon allein auf das zweite Halbjahr bei hoher Volatilität ein Rückgang von knapp 14% entfiel. Dennoch war 2018 für deutsche Verhältnisse ein gutes Neuemissionsjahr. Hinkte Deutschland 2017 bei den Aktienneuemissionen der internationalen Entwicklung noch hinterher, so konnten sich die Neuemissionsaktivitäten hierzulande 2018 besser als in Europa und weltweit entwickeln. **Von Dr. Konrad Bösl**

Während die Zahl der Neuemissionen weltweit um 21% und konkret in Europa um gut 16% sank, konnte Deutschland mit 17 Neuemissionen gegenüber dem Vorjahr (elf) deutlich zulegen. Demgegenüber stieg das Emissionsvolumen weltweit um 6%, was an einer Reihe von Milliardenemissionen vor allem aus dem Technologiesektor lag. In Europa verringerte sich das Emissionsvolumen dagegen um 17%. Deutschland konnte das Emissionsvolumen mit 11,25 Mrd. EUR gegenüber dem Vorjahr mehr als vervierfachen. Trotz dieser positiven Entwicklung in Deutschland darf man die Verhältnismäßigkeit nicht aus dem Auge verlieren: In den USA gab es 2018 mehr als 200 Neuemissionen, in China einschließlich Hongkong trotz eines massiven Einbruchs gut 300 – in Deutschland gerade einmal erwähnte 17.

Aktienneuemissionen in Deutschland

2018 gab es in Deutschland mit Siemens Healthineers, DWS und der Knorr-Bremse drei Neuemissionen mit einem Emissionsvolumen jenseits der Milliardengrenze (Vorjahr: 0), die gut 81% bzw. 9,35 Mrd. EUR des gesamten Emissionsvolumens ausmachten. Siemens Healthineers und Knorr-Bremse waren die angebotenen Aktien die bislang viert- bzw. und fünftgrößte Neuemission in Deutschland. 15 Emittenten wählten für die Notierungsaufnahme den Prime Standard und zwei das Handelsegment Scale. 14 Emittenten boten ihre Aktien im Bookbuilding-Verfahren und drei zum Festpreis an. Der Hälfte der Emittenten gelang es, bei ihrem Börsengang die angebotenen Aktien im oberen Drittel der Bookbuilding-Spanne zu platzieren. Bei 14% der Emittenten wurde der Ausgabepreis im mittleren Drittel und bei 36% der Emittenten im unteren Drittel der Bookbuilding-Spanne festgelegt. Diese

Relationen entsprechen in etwa den Zahlen für die Neuemissionen im Jahr 2017.

Erstmals seit Juni 2016 kam es mit dem Weltmarktführer von Haushaltsgeräten Qingdao Haier Co., Ltd. wieder zum Börsengang eines chinesischen Unternehmens. Haier ist bereits an der Börse Shanghai notiert, so dass der Börsengang als Zweitlisting verbunden mit einer Kapitalerhöhung mit D-Shares an der vor drei Jahren gegründeten, weitgehend unbekannt gebliebenen deutsch-chinesischen Börsenplattform CEINEX (China Europe International Exchange AG) erfolgte. Angesichts der schlechten Erfahrungen mit Börsengängen chinesischer Unternehmen in Deutschland war die Performance auch bei diesem Blue-Chip-Wert aus China schlecht.

Insgesamt platzierten die 17 Neuemissionen 623,4 Mio. Stück Aktien bei Anlegern. Davon stammen 398 Mio. Stück Aktien oder 64% (Vorjahr auch 64%) aus einer Kapitalerhöhung (Primary Shares) und 225,4 Mio. Stück Aktien oder 36% aus der Umplatzierung von Aktien der Alteigentümer (Secondary Shares). Einzig die drei beim Emissionsvolumen über der Milliardengrenze liegenden Emittenten boten mit 201,5 Mio. Stück Aktien ausschließlich Aktien aus dem Besitz der Alteigentümer an und beeinflussen somit das Verhältnis von Kapitalerhöhung zu Umplatzierung massiv. Mit Ausnahme des Greenshooes gab es bei sieben Neuemissionen keine Umplatzierung der Alteigentümergebietungen. Insgesamt zeigt der hohe Anteil an Primary Shares, insbesondere dann, wenn man die Mrd.-Neuemissionen außer Acht lässt, dass die Emittenten den Börsengang vor allem für die Stärkung der Eigenkapitalbasis und die Unternehmensfinanzierung nutzen.

Zeichnungsgewinne akzeptabel

Die Zeichnungsgewinne und die Entwicklung der Aktienkurse bis zum Ende der

Stabilisierungsphase waren 2018 zwar nicht überragend, aber noch akzeptabel. Die Anleger konnten im Durchschnitt einen Zeichnungsgewinn von 2,3% (Vorjahr 12,1%) und im Median von 0,6% (Vorjahr 4,1%) erzielen. Bemerkenswert ist, dass bei zehn der 17 Neuemissionen der erste Kurs um weniger als 1% den Ausgabepreis überstieg. Nach Ablauf der Stabilisierungsphase, d.h. grundsätzlich nach 30 Kalendertagen, lag die Performance über alle Neuemissionen im Durchschnitt bei 1,2% (Vorjahr 11,6%) und im Median bei knapp 1,4% (Vorjahr 16,6%). Immerhin bei acht Neuemissionen (47%) wurde der Greenshoe vollständig ausgeübt.

Der massive Einbruch an den Börsen im vierten Quartal führte zum Leidwesen der Anleger zu einer sehr schlechten Performance der Neuemissionen im Gesamtjahr. Über alle Neuemissionen mussten die Anleger einen durchschnittlichen Kursverlust von rund 20% (Vorjahr +21,5%) bzw. im Median um 25% (Vorjahr +22,7%) und im Vergleich zum Gesamtmarkt von mehr als ca. 9% im Durchschnitt (Vorjahr +18,8%) bzw. im Median von 14% (Vorjahr +21%) hinnehmen. 2018 war damit für Anleger ein überaus schlechtes Neuemissionsjahr.



ZUM AUTOR

Dr. Konrad Bösl ist geschäftsführender Gesellschafter der **Blättchen & Partner GmbH**.

Tab. 1: Performance der Neuemissionen

Unternehmen	Börsensegment	Erstnotiz	Platzierungsvolumen (in Mio. €)	Ausgabepreis	Erster Kurs	Zeichnungsgewinn	30 Tage Aktienperformance	30 Tage Aktienperformance vs. CDAX*	Aktienperformance zum 28.12.	Aktienperformance vs. CDAX zum 28.12.
Dermapharm Holding SE	Prime Standard	09.02.	359,94	28,00 €	28,00 €	0,0%	-9,1%	-9,5%	-19,9%	-6,8%
STEMMER IMAGING AG	Scale	27.02.	101,66	34,00 €	36,00 €	5,9%	2,7%	4,3%	0,1%	16,2%
Siemens Healthineers AG	Prime Standard	16.03.	4.200,00	28,00 €	29,10 €	3,9%	15,7%	14,1%	30,5%	45,7%
DWS Group GmbH & Co. KGaA	Prime Standard	23.03.	1333,089	32,50 €	32,55 €	0,2%	-3,0%	-11,0%	-27,4%	-15,3%
cyan AG	Scale	28.03.	31,74	23,00 €	23,20 €	0,9%	4,3%	-4,0%	13,9%	26,3%
Godewind Immobilien AG	Prime Standard	05.04.	375	4,00 €	3,60 €	-10,0%	-5,4%	-11,8%	-28,0%	-13,3%
Serviceware SE	Prime Standard	20.04.	88,87	24,00 €	24,00 €	0,0%	7,9%	5,9%	-32,5%	-16,2%
NFON AG	Prime Standard	11.05.	73,21	12,00 €	13,00 €	8,3%	6,0%	8,6%	-25,0%	-6,1%
STS Group AG	Prime Standard	01.06.	52,13	24,00 €	24,00 €	0,0%	-12,5%	-10,8%	-57,1%	-39,5%
home24 SE	Prime Standard	15.06.	172,50	23,00 €	28,50 €	23,9%	23,9%	25,2%	-51,7%	-32,4%
Capsensixx AG	Prime Standard	21.06.	12,27	16,00 €	16,00 €	0,0%	-5,6%	-7,4%	-35,0%	-18,6%
AKASOL AG	Prime Standard	29.06.	118,00	48,50 €	48,80 €	0,6%	9,8%	6,3%	-29,7%	-14,9%
Creditshel AG	Prime Standard	25.07.	16,50	80,00 €	80,00 €	0,0%	-0,3%	1,8%	-19,0%	-2,0%
Westwing Group AG	Prime Standard	09.10.	122,50	26,00 €	26,49 €	1,9%	-18,1%	-12,2%	-30,5%	-18,3%
Knorr-Bremse AG	Prime Standard	12.10.	3848,17	80,00 €	80,10 €	0,1%	0,0%	3,1%	-2,2%	6,5%
Qingdao Haier Co., Ltd.	Prime Standard	24.10.	284,56	1,05 €	1,06 €	1,0%	2,9%	1,6%	-21,0%	-14,9%
DFV Deutsche Familienversicherung AG	Prime Standard	04.12.	52,44	12,00 €	12,30 €	2,5%	-0,8%	7,3%	0,6%	7,7%
Mittelwert			661,33			2,3%	1,1%	0,7%	-19,6%	-5,6%
Median						0,6%	0,0%	1,8%	-25,0%	-13,3%

Quelle: Blättchen & Partner, 2019

Lediglich vier Neuemissionen konnten zum Jahresende eine positive Performance gegenüber dem Ausgabepreis vorweisen. Fünf Emittenten gelang es seit der Notierungsaufnahme, eine bessere Aktienkursentwicklung als der Gesamtmarkt, gemessen am CDAX, aufzuweisen.

Mit einem Minus von 52% verzeichnete die home24 SE den zweithöchsten Kursrückgang gegenüber dem Ausgabepreis und verlor auch gegenüber dem CDAX 32%. Das verwundert nicht, hat doch home24 bereits einen Monat nach Notierungsaufnahme die Umsatzprognose gesenkt und dafür den heißen Sommer verantwortlich gemacht, der die Nachfrage nach großen Möbeln belastete. Völlig zu Recht wurde home24 vom GoingPublic Magazin die Goldene Zitrone für die schlechteste Neuemission des Jahres 2018 verliehen. Der „Vorsprung“ vor der zweitplatzierten Westwing war nur hauchdünn. Beide Emittenten stammen

aus dem Portfolio von Rocket Internet und in der Konsortialführung waren jeweils Berenberg und Citigroup.

Sitzenbleiber und gestolperte Emittenten

Insbesondere gegen Ende des Jahres häuften sich die Absagen bereits angekündigter Börsengänge und die Absagen von Börsengängen am Ende der Zeichnungsfrist. Mit dem Wissenschaftsverlag Springer Nature AG musste bereits im Mai zum Ende der Zeichnungsfrist der erste Börsengang abgesagt werden. Geplant war immerhin ein Emissionsvolumen von bis zu 1,6 Mrd. EUR. Im vierten Quartal folgten dann die Absagen des Spezialanlagenbauers Exyte AG (vormals M+W Gruppe), des dänischen Medikamentenhändlers ABACUS MEDICINE A/S, des Tech-Investors PRIMEPULSE und des E-Scooter-Herstellers GOVECS. Ohne diese Absagen wäre die

Neuemissionsbilanz 2018, gemessen an der Anzahl der Börsengänge und am Emissionsvolumen noch deutlich besser ausgefallen. Hätten alle angestrebten Neuemissionen umgesetzt werden können, wäre das Emissionsvolumen um bis zu 2,8 Mrd. EUR höher ausgefallen. Drei Emittenten gerieten 2018 bei der Umsetzung des Börsengangs ins Stolpern, konnten das Sitzenbleiben durch die Anpassung des Emissionskonzeptes jedoch verhindern: STS GROUP, NFON und das Insurtech-Unternehmen DFV Deutsche Familienversicherung.

Performance der Emissionsbanken und Emissionskosten

Aktivste Emissionsbank mit fünf führenden begleiteten Neuemissionen war Hauck & Aufhäuser. Bemerkenswert ist, dass drei der fünf begleiteten Emittenten eine positive Aktienkursperformance aufweisen. Demgegenüber mussten die Anleger bei

Tab. 2: Emissionsbanken und Performance

Bank	Als Leadbank begleitete Emissionen	IPOs als Leadbank (Gesamtzahl der Joint Leads)	Aktienperformance zum 28.12.					Aktienperformance vs. CDAX zum 28.12.				
Hauk & Aufhäuser	5	Stemmer Imaging (1), cyan (1), Serveware (2), STS Group (1), Deutsche Familienversicherung (1)	0,15%	13,91%	-32,54%	-57,13%	0,58%	16,18%	26,28%	-16,23%	-39,50%	7,75%
Berenberg	4	Dermapharm (1), NFON (1), home24 (3), Westwing Group (2)	-19,93%	-25,00%	-51,70%	-30,50%		-6,80%	-6,08%	-32,39%	-18,30%	
Citigroup	4	Godewind Immobilien (2), home24 (3), AKASOL (2), Westwing Group (2)	-28,00%	-51,70%	-29,69%	-30,50%		-13,32%	-32,39%	-14,91%	-18,30%	
Deutsche Bank	4	Siemens Healthineers (3), DWS Group (1), Knorr-Bremse (3), Qingdao Haier (1)	30,46%	-27,42%	-2,17%	-20,95%		45,74%	-15,27%	6,53%	-14,94%	
Commerzbank	3	Serveware (2), AKASOL (2), creditshelF (1)	-32,54%	-29,69%	-19,00%			-16,23%	-14,91%	-2,01%		
J.P. Morgan	3	Siemens Healthineers (3), Godewind Immobilien (2), Knorr-Bremse (3)	30,46%	-28,00%	-2,17%			45,74%	-13,32%	6,53%		
Goldman Sachs	2	Siemens Healthineers (3), home24 (3)	30,46%	-51,70%				45,74%	-32,39%			
ICF Bank	1	Capsensixx (1)	-35,00%					-18,63%				
Morgan Stanley	1	Knorr-Bremse (3)	-2,17%					6,53%				

Die von der Commerzbank und der Deutschen Bank führend begleiteten Neuemissionen weisen die schlechteste Performance auf

Quellen: Wertpapierprospekt, Deutsche Börse AG, eigene Berechnungen

allen vier von Berenberg und Citigroup führend begleiteten Börsengängen Kursverluste hinnehmen. Vergleichbar schlecht ist die Performance der Commerzbank, die drei Emittenten führend begleitete, die ebenfalls allesamt eine negative Kursentwicklung aufweisen.

Die differenzierte Ermittlung der Kosten eines Börsengangs ist für nicht an der Emission Beteiligte nicht möglich. Im Wertpapierprospekt werden nur die vom Emittenten zu tragenden Kosten unterschieden in Bankenprovision und sonstige Kosten ausgewiesen. Während die Bankenprovision und eine vereinbarte Incentive Fee konkret angegeben werden müssen, werden die sonstigen Kosten in teilweise geschätzten Bandbreiten meist bezogen auf den mittleren Wert der Bookbuilding-Spanne angegeben. Deshalb ist es sehr schwierig, die tatsächlichen Gesamtkosten präzise zu bestimmen. Die folgende Ermittlung der Emissionskosten ist nicht frei von diesen Schätzungenauigkeiten, gibt aber gleichwohl die Tendenz bei den Gesamtkosten der einzelnen Neuemissionen an.

Die Höhe der Bankenprovision korreliert sehr stark mit dem Emissionsvolumen. So lag die Bankenprovision bei den Milliardenemissionen jeweils unter 2%, und sie ist tendenziell umso höher, je niedriger das

Emissionsvolumen war. Die sonstigen Kosten können durchaus erheblich sein. Darunter fallen unter anderem die Kosten für die anwaltschaftliche Beratung des Bankenkonsortiums und des Emittenten. Vielfach sind zwei Anwaltskanzleien tätig, deren Kosten der Emittent zu tragen hat. Erheblich können die Ausgaben für die Erstellung des Comfort Letter durch den Wirtschaftsprüfer sein, wenn Versicherungskosten für die Haftungsübernahme durch den Wirtschaftsprüfer anfallen. Da die sonstigen Kosten vielfach unabhängig vom Emissionsvolumen sind,

kann dadurch bei kleineren Emissionsvolumen der Anteil der Gesamtkosten am Emissionsvolumen beträchtlich sein. Schließlich wird die Höhe der Gesamtkosten auch davon beeinflusst, wenn der Börsengang nur durch eine Anpassung beim Emissionskonzept und eine Verlängerung der Zeichnungsfrist bzw. einen zweiten Versuch geschafft wird.

Fazit und Ausblick auf 2019

Nach der langen Durststrecke am Markt für Neuemissionen erscheint das Jahr 2018 aus dem spezifischen Blickwinkel Deutschlands als Lichtblick, was die Anzahl an Emittenten und das Platzierungsvolumen anbelangt. Aufgrund des massiven Einbruchs des Gesamtmarktes weltweit und in Deutschland im vierten Quartal ist die Performance der Neuemissionen jedoch so mau wie lange nicht mehr. Für 2019 haben indes bereits einige Unternehmen ihren Börsengang angekündigt: allen voran die Nutzfahrzeugsparte von VW Traton mit einem geschätzten Emissionsvolumen von bis zu 6 Mrd. EUR. Generell wird zwar erwartet, dass die Bilanz für Neuemissionen in Deutschland 2019 positiv ausfällt, jedoch gibt es weltweit und in Europa eine Vielzahl von politischen und wirtschaftlichen Unwägbarkeiten. Deshalb muss man mit Prognosen zur Anzahl an Neuemissionen und zu dem Emissionsvolumen zurückhaltend sein.

Tab. 3: Emissionskosten

Unternehmen	Leadbanken	Platzierungsvolumen (in Mio. €)	Bankprovision* (in %)	Incentive Fee (in %)	Geschätzte Bankenvergütung absolut (in Mio. €)	Geschätzte Kosten ohne Bank (in Mio. €)	Geschätzter Nettoerlös (in Mio. €)	Geschätzte Emissionskosten in % des Platzierungsvolumens
Dermapharm Holding SE	Berenberg	360	2,7	1,0	13,3	0,7	346	3,9
STEMMER IMAGING AG	Hauk & Aufhäuser	102	4,0	-	4,1	0,0	98	4,0
Siemens Healthineers AG	Godman Sachs, J.P. Morgan, Deutsche Bank	4.200	1,8	-	73,5	31,5	4.095	2,5
DWS Group GmbH & Co. KGaA	Deutsche Bank	1.333	1,5	1,0	33,3	13,3	1.286	3,5
cyan AG	Hauk & Aufhäuser	32	5,0	-	1,6	0,4	30	6,3
Godewind Immobilien AG	Citigroup, J.P. Morgan	375	2,2	0,6	10,3	3,2	362	3,6
Serveware SE	Commerzbank, Hauk & Aufhäuser	89	2,5	1,3	3,3	0,0	86	3,7
NFON AG	Berenberg	73	2,7	1,3	2,9	7,6	63	14,4
STS Group AG	Hauk & Aufhäuser	55	3,0	1,0	2,2	1,9	51	7,5
home24 SE	Berenberg, Citigroup, Goldman Sachs	173	3,5	1,0	7,8	0,3	165	4,7
Capsensixx AG	ICF Bank	12	4,8	1,0	0,8	0,9	12	14,2
AKASOL AG	Citigroup, Commerzbank	118	3,8	1,0	5,1	2,7	99	6,6
CreditshelF AG	Commerzbank	17	3,5	1,5	1,0	2,7	16	21,8
Westwing Group AG	Berenberg, Citigroup	132	3,0	1,5	3,9	1,0	125	3,7
Knorr-Bremse AG	Deutsche Bank, Morgan Stanley, J.P. Morgan	3.869	1,5	0,5	76,9	0,0	3.768	2,0
Qingdao Haier Co. Ltd	Deutsche Bank	285	2,5	1,0	13,4	0,0	368	4,7
DFV Deutsche Familienversicherung AG	Hauk & Aufhäuser	52	5,0	0,5	3,8	0,6	65	8,5

Quellen: Deutsche Börse, Wertpapierprospekte, eigene Berechnungen