

Dr. Konrad Bösl, München

Das Börsenjahr 2016: Schwache Neuemissionen und ein neues SME-Handelssegment

– Eine Analyse der Neuemissionen 2016 sowie eine kritische Betrachtung des neuen Handelssegments für kleinere und mittlere Unternehmen der Deutsche Börse AG –

Dr. Konrad Bösl ist Geschäftsführer der Blättchen & Partner GmbH in München.
Kontakt: autor@cf-fachportal.de

Im Jahr 2016 gab es in Deutschland sechs Neuemissionen mit einem öffentlichen Angebot, die ein Platzierungsvolumen von 4,9 Mrd. € erreichten. Zwei Emittenten mussten den Börsengang kurz vor Notierungsaufnahme absagen. Die Neuemissionstätigkeit bleibt damit in Deutschland weiterhin schwach. Mit der Einführung eines neuen Handelssegments für kleinere und mittlere Unternehmen versucht die Deutsche Börse AG der Neuemissionstätigkeit neue Impulse zu geben. Ob dieses Handelssegment von Emittenten und Investoren angenommen wird, bleibt abzuwarten.

I. Einleitung

Eine Reihe wirtschaftlicher und politischer Ereignisse belasteten 2016 weltweit die Neuemissionsaktivitäten bei Unternehmen und Investoren.¹ In Deutschland hat der seit einigen Jahren tendenziell zu beobachtende Rückgang von Börsengängen angehalten, insbesondere von mittelständischen Unternehmen und jüngeren wachstumsstarken Technologieunternehmen. Im Jahr 2016 waren es lediglich noch sechs Unternehmen, die im Rahmen eines öffentlichen Angebots von Aktien die Börse als Eigenkapitalquelle nutzten. Im internationalen Vergleich liegt Deutschland damit weiterhin am unteren Ende. Hinzu kommt, dass die Performance der Emittenten insgesamt nicht überzeugt. Das Platzierungsvolumen von rd. 4,9 Mrd. € darf über den Abwärtstrend bei Neuemissionen in Deutschland nicht hinwegtäuschen, zumal davon etwa 95% auf einen einzigen Börsengang entfallen. Zum 01.03.2017 soll nun ein neues Handelssegment für kleinere und mittlere Unternehmen, welches den Entry Standard ersetzt, für neue Impulse bei Neuemissionen sorgen. Neben dem Rückblick auf das Neuemissionsjahr 2016 werden in diesem Beitrag die Eckpunkte des neuen Handelssegments einer kritischen Analyse unterzogen.

II. Charakteristika und Analyse der Neuemissionen 2016²

Ohne sog. IPO-lights³ fanden im Jahr 2016 sechs Börsengänge mit einem öffentlichen Angebot statt (Vorjahr: 14). Dabei

- 1 Hervorzuheben sind die Entscheidung der Briten, aus der EU auszuschneiden (Brexit), die Wahl von Donald Trump zum amerikanischen Präsidenten und erhebliche Ölpreisschwankungen.
- 2 Alle Zahlen zu den Neuemissionen 2016 stammen aus den Wertpapierprospekten und der Primärmarkt Statistik der Deutsche Börse AG, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1508>, Abruf am 02.01.2017.
- 3 Bei einem IPO-light wird die Aktie lediglich in den Börsenhandel einbezogen, ohne dass damit eine Kapitalmaßnahme verbunden ist. Beispiele hierfür sind die Notierungsaufnahme mit vorangegangener Privatplatzierung des Gewerbeimmobilien-Unternehmens Corestate Capital Holding S.A. am 04.10.2016 im Entry Standard, der Uniper SE durch Abspaltung von Mutterkonzern E.ON am 12.09.2016 im Prime Standard oder mit vorangegangener Privatplatzierung des Windkraftanlagenbauers Senvion S.A. am 23.03.2016 im Prime Standard.

wurden Aktien im Wert von rd. 4,9 Mrd. € bei institutionellen und privaten Anlegern platziert (Vorjahr: 6,1 Mrd. €). Das Platzierungsvolumen lag damit um ca. 20% unter dem Wert von 2015. Mit einem Platzierungsvolumen von knapp 4,65 Mrd. € hat der Börsengang der Innogy SE einen Anteil von fast 95% am gesamten Platzierungsvolumen in 2016. Drei der sechs Emittenten haben ihren Sitz in Deutschland. Mit der Decheng Technology AG fand auch wieder ein chinesisches Unternehmen den Weg an eine deutsche Börse. Dabei fanden alle Neuemissionen an der Frankfurter Wertpapierbörse statt, wobei vier Emittenten im Prime Standard und jeweils eine Emittentin im General Standard und im Entry Standard gelistet wurden.

Die erste Neuemission in 2016 fand unter Führung der ODDO SEYDLER BANK AG mit der B.R.A.I.N. Biotechnology Research And Information Network AG bereits am 09.02.2016 statt. Es war der erste Börsengang eines Biotech-Unternehmens in Deutschland nach mehr als neun Jahren. Wie für viele Biotech-Unternehmen typisch, befand sich auch B.R.A.I.N. im Geschäftsjahr vor dem Börsengang mit einem negativen EBIT von 4,6 Mio. € noch in der Verlustzone. Angeboten wurden 3,5 Mio. Stück Aktien aus einer Kapitalerhöhung und 525.000 Stück Aktien als Greenshoe aus dem Besitz der Alteigentümer. Privatanlegern wurde zugesagt, dass ihnen mindestens 10% der angebotenen Aktien zugeteilt werden. Darüber hinaus konnten ausgewählte Investoren Aktien über die Gesellschaft zeichnen.⁴ In der Zeichnungsfrist vom 21.01. bis 03.02.2016 konnten am unteren Ende der Bookbuilding-Spanne von 9 € bis 12 € die Aktien aus der Kapitalerhöhung vollständig und vom Greenshoe lediglich 108.000 Stück Aktien (Ausübungsquote 21%) platziert werden. Das Platzierungsvolumen beläuft sich damit auf knapp 32,5 Mio. €. Gut 19% der angebotenen Aktien gingen an Privatanleger, worunter vor allem Management und Mitarbeiter von B.R.A.I.N. sowie die Anleger des Alteigentümers MIG Fonds sind.⁵ Der erste Kurs notierte bei 9,15 €, was einer Zeichnungsrendite von 1,7% entspricht. Im Ergebnis des zum 30.09.2016 endenden Geschäftsjahres hat der Börsengang deutliche Spuren hinterlassen. Das EBIT fiel bei einem Umsatz von 22,8 Mio. € auf einen Rekordverlust von 13,8 Mio. €, was die Gesellschaft mit den Kosten des Börsengangs und anderen Sondereffekten begründet.⁶

Erst am 23.06.2016 erfolgte mit der Erstnotiz des Luxemburger FinTech-Unternehmens MyBucks S.A. die nächste Neuemission. Das profitable Unternehmen vergibt über eine Online-Plattform Kleinkredite vor allem in ausgewählten

- 4 Vgl. DGAP-News vom 20.01.2016, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1509>, Abruf am 02.01.2017.
- 5 Vgl. boerse.ard.de vom 04.02.2016, Brain schleppt sich an die Börse, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1510>, Abruf am 02.01.2017.
- 6 Vgl. BRAIN veröffentlicht vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2015/16 vom 19.12.2016, abrufbar unter: <https://www.brain-biotech.de/presse>, Abruf am 02.01.2017.

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
Shop Apotheke Europe N.V.	Handel	13 / 24,6%	125,6	-8,8	-7%	■
innogy SE	Versorger	1 / 100%	45.568	3.050	6,7%	■
va-Q-tec AG	Industrie	16 / 22,9%	22,5	0,4	1,9%	■
Decheng Technology AG	Chemie	7 / 68,1%	69,8	24,2	34,7%	■
MyBucks S.A.	Finanzdienstleistung	4 / 26%	68,3	9,0	13,2%	■
B.R.A.I.N. Biotechnology Research And Information Network AG	Chemie	9 / 50,7%	21,1	-4,6	-21,8%	■

afrikanischen Ländern. Die Ausfallrate liegt nach Unternehmensangaben bei rd. 7,3%, wobei rd. ein Drittel der Kreditanträge abgelehnt werden. Ursprünglich sollte unter Führung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers die Erstnotiz von 2 Mio. Stück Aktien sowie einem Greenshoe von 300.000 Stück Aktien jeweils aus einer Kapitalerhöhung am 27.05.2016 im General Standard erfolgen. Die Aktien wurden in einer Preisspanne zwischen 13,50 € und 16,50 € angeboten. Das Platzierungsvolumen hätte damit bis zu 34,5 Mio. € betragen können. Den ersten Versuch musste die Emittentin mit der Begründung eines schwachen Marktumfeldes abbrechen. Marktexperten sehen die Ursache aber auch darin, dass die Investorennachfrage nach Aktien von FinTech-Unternehmen generell schwach ist.⁷ Für den zweiten Versuch wurden in einer eintägigen Zeichnungsfrist am 22.06.2016 nur noch 1 Mio. Stück Aktien und ein Greenshoe von 150.000 Stück Aktien jeweils aus einer Kapitalerhöhung zum Festpreis von 13,50 € angeboten. Die angebotenen Aktien konnten vollständig platziert werden. Das Platzierungsvolumen schrumpfte auf 15,5 Mio. €. Die Notierungsaufnahme erfolgte im Entry Standard. Mit einem ersten Kurs von 13,85 € konnten die Anleger einen Zeichnungsgewinn von 2,6% verzeichnen.

Fünf Tage später, am 28.06.2016, erfolgte die Notierungsaufnahme des chinesischen Spezialchemieunternehmens Decheng Technology AG im General Standard unter Führung der ACON Actienbank AG. Ziel des Börsengangs in Deutschland ist es, den damit verbundenen Reputationsgewinn für das weitere Wachstum in China und für Joint Venture mit deutschen Unternehmen zu nutzen. Das Angebot umfasste 3 Mio. Stück Aktien aus einer Kapitalerhöhung, von denen gerade einmal 730.000 Stück Aktien zum Festpreis von 3,50 € platziert werden konnten. Ein Greenshoe wurde nicht angeboten. Das Emissionsvolumen beläuft sich auf 2,55 Mio. €. Immerhin konnte mit einem ersten Kurs von 3,60 € ein Zeichnungsgewinn von knapp 3% verzeichnet werden. Das Unternehmen will ab dem Geschäftsjahr 2017 eine Dividende zahlen.⁸ Ob dies gelingt, hängt nicht allein von der Unternehmensentwicklung ab, sondern auch von der Regelung der Kapitalverkehrskont-

rolle in China, die in diesem Jahr u.a. für Dividendenzahlungen an ausländische Aktionäre weiter verschärft wurde.⁹

Unter Führung der Berenberg Bank nahm der Spezialist für Dämmstoffe, die va-Q-tec AG, am 30.09.2016 die Börsennotierung im Prime Standard auf. Es war die erste Neuemission eines Unternehmens aus dem Deutsche Börse Venture Network.¹⁰ Ziel der Gesellschaft war es, aus dem Börsengang einen Bruttoemissionserlös von 45 Mio. € zu erzielen. Deshalb wurden in der Zeit vom 21.09 bis zum 29.09.2016 in der Preisspanne von 11,20 € bis 13,40 € etwas mehr als 4 Mio. Stück Aktien aus einer Kapitalerhöhung angeboten. Darüber hinaus stellten die Alteigentümer gut 2,1 Mio. Stück Aktien zzgl. eines Greenshoe von 919.000 Stück Aktien zur Verfügung. Bei einem Ausgabepreis von 12,30 € pro Aktie konnte die Gesellschaft das Zielvolumen bereits durch die Ausgabe von 3,75 Mio. Stück neuer Aktien erreichen. Die Umplatzierung der Alteigentümer wurde vollständig platziert. Vom Greenshoe konnten knapp 879.000 Stück Aktien am Markt untergebracht werden. Daraus ergibt sich ein Platzierungsvolumen von knapp 82,9 Mio. €. Nachdem der erste Kurs bei 14 € notierte, konnte mit 13,8% der höchste Zeichnungsgewinn bei Neuemissionen in 2016 erzielt werden. Die nach dem Börsengang veröffentlichten 9-Monats-Zahlen zeigen eine deutliche Steigerung bei Umsatz und EBIT.¹¹

Mit der Innogy SE am 07.10.2016, dem größten deutschen Energiekonzern, der sich auf erneuerbare Energien fokussiert, und dem niederländischen Versandhändler für freiverkäufliche Arzneimittel Shop Apotheke Europe N.V. am 13.10.2016 kamen die beiden letzten Unternehmen mit einem öffentlichen Angebot 2016 an die Börse. Die Neuemission der Innogy SE war mit einem Platzierungsvolumen von 4,64 Mrd. € weltweit der zweitgrößte Börsengang in 2016 und zugleich die größte Neuemission in Deutschland seit 16 Jahren. Als Konsortialführer fungierten Goldman Sachs und Deutsche Bank. Angeboten wurden rd. 55,56 Mio. Stück Aktien aus der Kapitalerhöhung und 70,7 Mio. Stück Aktien aus dem Besitz der Alteigentümerin RWE AG, die auch den Greenshoe i.H.v. 12,6 Mio. Stück

7 Vgl. Handelsblatt online vom 25.05.2016, No Bucks für MyBucks, abrufbar unter: <http://hbfn.link/1511>, Abruf am 02.01.2017; WirtschaftsWoche online vom 25.05.2016, Afrikanisches FinTech-Unternehmen sagt Börsengang ab, abrufbar unter: <http://hbfn.link/1512>, Abruf am 02.01.2017.

8 Vgl. goingpublic.de vom 13.06.2016, „Wir sehen uns als Vorreiter der zweiten Generation chinesischer IPOs in Deutschland“, abrufbar unter: <http://hbfn.link/1513>, Abruf am 02.01.2017.

9 Vgl. Finance Magazin online vom 02.12.2016, China verschärft Kapitalverkehrskontrollen erneut, abrufbar unter: <http://hbfn.link/1514>, Abruf am 02.01.2017.

10 Dabei handelt es sich um eine von der Deutsche Börse AG betriebene Plattform zur Finanzierung von Wachstumsunternehmen. Ziel ist es, junge und wachstumsstarke Unternehmen mit internationalen Investoren zusammenzubringen, um ihnen eine effektive Finanzierung ihres Wachstums zu ermöglichen.

11 Vgl. DGAP-News vom 18.11.2016, va-Q-tec berichtet über die ersten neun Monate 2016, abrufbar unter: <http://hbfn.link/1515>, Abruf am 02.01.2017.

Tab. 1: Eckdaten des Emissionskonzepts

Unternehmen	Börsensegment	Zeichnungsfrist	Erstnotiz	Konsortialführer	Preisspanne		Angebotene Primary Shares (in Mio. St.)	Angebotene Secondary Shares (in Mio. St.)	Verfügbare Greenhoe (in Mio. St.)	Platzierte Primary Shares (in Mio. St.)	Platzierte Secondary Shares (in Mio. St.)	Ausgeübter Greenhoe (in Mio. St.)	Effektives Platzierungsvolumen (in Mio. €)
					in €	in %							
Shop Apotheke Europe N.V.	Prime Standard	29.09.-11.10.	13.10.	Berenberg, Citigroup	28,00-35,00	25,0%	3,571	-	0,536	3,571	-	0,532	114,9
innogy SE	Prime Standard	26.06.-06.10.	07.10.	Deutsche Bank, Goldman Sachs Int.	32,00-36,00	12,5%	55,555	70,707	12,626	55,555	70,707	2,668	4.641,5
va-Q-tec AG	Prime Standard	21.09.-29.09	30.09.	Berenberg	11,20-13,40	19,6%	4,018	2,109	0,919	3,750	2,110	0,879	82,885
Decheng Technology AG	Prime Standard	06.06.-20.06.	28.06.	ACON Actienbank AG	3,50 ^{a)}	-	3,000	-	-	0,730	-	-	2,555
MyBucks S.A.	Entry Standard	21.06.	23.06.	Hauck & Aufhäuser	13,50 ^{a)}	-	1,150	-	0,150	1,150	-	0,150	17,550
B.R.A.I.N. AG	Prime Standard	22.01.-03.02.	09.02.	ODDO SEYDLER BANK AG	9,00-12,00	33,3%	3,500	-	0,525	3,500	-	0,108	32,472

^{a)} Anzahl angebotene Aktien zu platzierten Aktien (Primaries, Secondaries, Greenhoe)

Quellen: Bloomberg, Deutsche Börse AG, eigene Berechnungen

Aktien stellte. Alle Aktien aus der Kapitalerhöhung konnten am oberen Ende der Bookbuilding-Spanne von 32 € bis 36 € platziert werden. Vom Greenhoe kamen lediglich 2,6 Mio. Stück Aktien zur Ausübung (Ausübungsquote 21%). Somit musste der Stabilisierungsmanager Goldman Sachs zur Kursstabilisierung in erheblichem Umfang Aktien aus dem Markt zurück kaufen. Nachdem der erste Kurs bei 37,30 € notierte, konnte die Aktie einen Zeichnungsgewinn von 3,6% verzeichnen. Auch die mittlerweile in den MDAX aufgenommene Innogy SE musste nach dem Börsengang beim EBITDA für die ersten 9 Monate des Jahres einen Rückgang von 7,3% gegenüber dem Vorjahr vermelden.¹²

Die Neuemission der Shop Apotheke Europe N.V. im Prime Standard wurde von der Berenberg Bank und der Citigroup führend begleitet. Die sich noch in der Verlustzone befindende Gesellschaft gab als Zielgröße einen Mittelzufluss aus dem Börsengang von 100 Mio. € an. Deshalb wurden in der Preisspanne von 28 € bis 35 € bis zu 3,6 Mio. Stück Aktien aus einer Kapitalerhöhung angeboten. Hinzu kam ein Greenhoe i.H.v. rd. 536.000 Stück Aktien von den Alteigentümern. Der Ausgabepreis lag am untersten Ende der Bookbuilding-Spanne bei 28 €. Deshalb musste die Emittentin die gesamte Kapitaler-

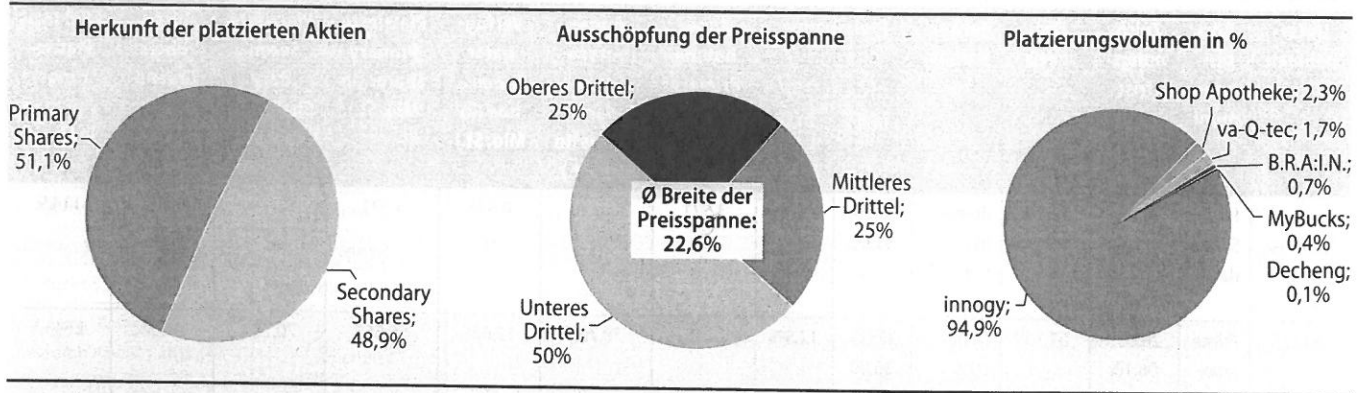
höhung ausschöpfen, um das Zielvolumen zu erreichen. Vom Greenhoe wurden lediglich knapp 4.000 Stück Aktien nicht platziert. Das Platzierungsvolumen erreichte an die 115 Mio. €. Mit einem ersten Kurs von 30,05 € betrug der Zeichnungsgewinn immerhin 7,3%.

Insgesamt wurden 2016 bei Neuemissionen 126,7 Mio. Stück Aktien bei Investoren platziert. Davon stammen rd. 51% aus einer Kapitalerhöhung und 49% aus dem Besitz der Alteigentümer. Lediglich kleinere Private Equity-Gesellschaften waren im Gesellschafterkreis von B.R.A.I.N. und va-Q-tec vertreten. Offensichtlich stand die Börse wie in den beiden letzten Jahren als Exit-Kanal nicht im Vordergrund.¹³ Lediglich MyBucks konnte den Greenhoe vollständig platzieren. Dennoch ist der Free Float mit 9% äußerst gering. Infolgedessen können bereits kleinere Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erheblichen Kursbewegungen führen. Mit 2,4% gibt es bei der chinesischen Decheng quasi keinen Free Float. Ein funktionsfähiger Handel der Aktie ist damit nicht sichergestellt. Zwei der sechs Neuemissionen wählten das Festpreis-Verfahren. Nur der Innogy SE ist es gelungen, die Aktien am oberen Ende der Bookbuilding-Spanne zu platzieren. Die durchschnittliche Bookbuilding-Spanne liegt bei 22,6%. Mit einer Breite von 33% war die Bookbuilding-Spanne bei B.R.A.I.N. ausgesprochen hoch.

12 Vgl. Innogy AG, Zwischenmitteilung Januar bis September 2016, abrufbar unter: <http://hbfn.link/1555>, Abruf am 02.01.2017.

13 Vgl. Bösl, CF 2016 S. 28.

Abb. 2: Wesentliche Kennzahlen der Neuemissionen 2016



Tab. 2: Provisionen der beteiligten Banken

Emittenten	Konsortialführer	Bankprovision in %	Effektives Platzierungsvolumen (in Mio. €)	(max.) Bankprovision in Mio. €
Shop Apotheke Europe N.V.	Berenberg, Citigroup	2,5% + 1,5% Erfolgsvergütung	114,9	4,6
innogy SE	Deutsche Bank, Goldman Sachs Int.	1,00% + 0,25% + 0,75% Erfolgsvergütung	4.641,5	92,8
va-Q-tec AG	Berenberg	2,75% + 1% Erfolgsvergütung	82,885	3,1
Decheng Technology AG	ACON Actienbank AG	5% + 2% Erfolgsvergütung	2,555	0,2
MyBucks S.A.	Hauck & Aufhäuser	4% + 1% Erfolgsvergütung	17,550	0,9
B.R.A.I.N. AG	ODDO SEYDLER BANK AG	5,5% + Erfolgsvergütung 1,5%	32,472	2,3

Quelle: Deutsche Börse AG, Wertpapierprospekte

Eine derart breite Bookbuilding-Spanne signalisiert den Investoren Unsicherheit über die faire Bewertung der Emittentin.¹⁴

III. Performance der Neuemissionen

Die bereits im letzten Jahr zu beobachtende Vorgehensweise, das Zielvolumen für den Bruttoemissionserlös zu kommunizieren und davon die Anzahl der aus der Kapitalerhöhung zu platzierenden Aktien abhängig zu machen¹⁵, wählten die von der Berenberg Bank begleiteten Emittenten va-Q-tec AG und Shop Apotheke Europe. Vergleichbar mit den Emittenten im letzten Jahr mussten beide Gesellschaften einen Ausgabepreis in der Mitte bzw. am unteren Ende der Bookbuilding-Spanne akzeptieren. Zu vermuten ist, dass die Investoren ihr Zeichnungsverhalten (auch) am signalisierten Zufriedenheitsniveau der Emittentin ausrichten.

Im Unterschied zu den Vorjahren konnten die Anleger bei allen Neuemissionen einen Zeichnungsgewinn verbuchen.¹⁶ Mit einem durchschnittlichen Zeichnungsgewinn von 5,3% (in den beiden Vorjahren jeweils 2,7%) legten die Neuemissionen einen guten Börsenaufakt hin. Demgegenüber beträgt der durchschnittliche Kursverlust zum Ausgabepreis über alle Neuemissionen innerhalb der ersten 30 Kalendertage 0,9% (Median 4,1%). Gegenüber dem Gesamtmarkt, gemessen am CDAX, konnten nur va-Q-tec (11,9%) und MyBucks S.A. (8,5%) besser abschneiden. Der durchschnittliche Kursverlust nach 30 Kalendertagen gegenüber dem Gesamtmarkt fiel mit 3,9% (Median 0,4%) noch höher aus. Mit einer im Vergleich zum Ausgabepreis negativen Performance von 32,6% (gegenüber CDAX 41,8%) in nur 30 Tagen Kalendertagen verlief die Kursentwicklung der chinesischen Decheng katastrophal.

Etwas besser war die Performance der Neuemissionen zum letzten Handelstag des Jahres 2016. Insbesondere die Aktien von B.R.A.I.N. konnten mit einem Kursgewinn gegenüber dem Ausgabepreis von 91,1 % eine hervorragende Kursentwicklung verzeichnen. Auch gegenüber dem Gesamtmarkt entwickelte sich die B.R.A.I.N.-Aktie mit 63,0% erheblich besser. Mit einer Performance gegenüber dem Ausgabepreis von 33,0% und gegenüber dem Gesamtmarkt von 22,2% entwickelte sich die Aktie von MyBucks passabel. Schlusslicht bezüglich der Performance zwischen Ausgabepreis und dem Kurs am letzten Handelstag bleibt Decheng. Der Kursverlust beläuft sich auf 41,4 %. Gegenüber dem Gesamtmarkt schnitt die Aktie mit einem Minus von 61,1% noch schlechter ab. Damit reiht sich die Gesellschaft nahtlos in die schlechte Performance chinesischer Unternehmen an der Frankfurter Wertpapierbörse ein. Den Anspruch „Wir sehen uns als Vorreiter der zweiten Generation chinesischer IPOs in Deutschland“ konnte Decheng nicht erfüllen.

Insgesamt überzeugt die Performance der Neuemissionen in 2016 nicht. Gegenüber dem Ausgabepreis beträgt der Kursgewinn im Median nur 2,8%. Nur aufgrund der hervorragenden Performance von B.R.A.I.N. konnte im Durchschnitt über alle Neuemissionen ein Kursgewinn von 13,4% erzielt werden. Im Vergleich zum Gesamtmarkt entwickelten sich die Neuemissionen schlechter: im Durchschnitt um 0,3% und im Median um 5,2%.

Zwei Emittenten schafften es 2016 nicht, ausreichend Investoren von ihrer Equity Story und dem Emissionskonzept zu überzeugen. Als Grund hierfür wurde, wie so oft, das schwierige Marktumfeld angeführt. Als erste Emittentin musste die auf Gewerbeimmobilien spezialisierte OFFICEFIRST Immobilien AG noch während der Zeichnungsfrist die für den 14.10.2016 geplante Notierungsaufnahme im Prime Standard absagen. Im besten Fall wollte die Gesellschaft ein Platzierungsvolumen

14 Vgl. Bösl, Praxis des Börsengangs, Wiesbaden, 2004, S. 233. Zur Platzierungskraft der Führungsbank ODDO SEYDLER BANK AG vgl. Bösl, CF 2014 S. 336 f. und Bösl, CF 2016 S. 29.

15 Vgl. Bösl, CF 2016 S. 26 f.

16 Vgl. Bösl, CF 2016 S. 29; Bösl, CF 2015 S. 25.

Tab. 3: Performance der Neuemissionen 2016

Unternehmen	Ausgabe- preis (in €)	Erster Kurs (in €)	Zeich- nungsge- winn	Aus- übungs- quote Greens- hoe	Platzie- rungsquote angebotene Aktien ^{a)}	Free Float nach IPO	30 Tage Aktien- perform- ance	30 Tage Aktienperf. vs. CDAX	Aktien- perform- ance zum 30.12.	Aktienperf. vs. CDAX zum 30.12
Shop Apotheke Europe N.V.	28,00	30,05	7,3%	99%	99,9%	23,2%	-0,3%	-0,7%	-6,7%	-15,2%
innogy SE	36,00	37,30	3,6%	21%	92,8%	39,4%	-3,4%	-0,9%	-7,9%	-15,7%
va-Q-tec AG	12,30	14,00	13,8%	96%	95,6%	51,5%	13,0%	11,9%	12,3%	4,8%
Decheng Technology AG	3,50	3,60	2,9%	-	24,3%	2,4%	-32,6%	-41,8%	-41,4%	-61,1%
MyBucks S.A.	13,50	13,85	2,6%	100%	100,0%	9,0%	7,9%	8,5%	33,0%	22,2%
B.R.A.I.N. AG	9,00	9,15	1,7%	21%	89,6%	22,0%	9,2%	-0,1%	91,1%	63,0%
Mittelwert			5,3%	67,3%	83,7%	24,6%	-0,9%	-3,9%	13,4%	-0,3%
Median			3,2%	95,6%	94,2%	22,6%	4,1%	-0,4%	2,8%	-5,2%

^{a)} Anzahl angebotene Aktien zu platzierten Aktien (Primaries, Secondaries, Greenshoe)

Quellen: Bloomberg, Deutsche Börse AG, eigene Berechnungen

von 920 Mio. € unter Führung von Goldman Sachs und Deutsche Bank erzielen. Nach Medienberichten waren am Ende der Zeichnungsfrist die angebotenen 21,4 Mio. Stück Aktien aus einer Kapitalerhöhung zzgl. 19 Mio. Stück Aktien aus dem Besitz der Alteigentümer, wovon 5,3 Mio. Stück Aktien als Greenshoe vorgesehen waren, nicht vollständig bei Anlegern platziert. Die Eigentümer der Muttergesellschaft IVG waren entgegen der Empfehlung der konsortialführenden Banken nicht bereit, den Investoren mit einer Anpassung der Preisspanne entgegenzukommen.¹⁷ Die Gesellschaft erklärte den Börsengang nachzuholen und wurde dann bereits am 10.11.2016 an die Private Equity-Gesellschaft Blackstone verkauft, mit der man schon seit längerem in Verhandlungen stand.¹⁸

Am Ende der Zeichnungsfrist musste ebenso der Mikrobatterie-Hersteller Varta AG seine für den 02.12.2016 geplante Notierungsaufnahme im Prime Standard unter Führung der Jefferies International und UniCredit absagen. Das Platzierungsvolumen hätte bis zu 150 Mio. € betragen können. Auch Varta hat erklärt, den Börsengang nur aufgeschoben zu haben.

IV. Kritische Analyse des neuen Handelssegments für kleinere und mittlere Unternehmen

Dass der Börsengang der Königsweg der Eigenkapitalbeschaffung ist, gilt in Deutschland schon seit längerem nicht mehr.¹⁹ Obwohl es in den vergangenen Jahren immer wieder Initiativen aus Politik und Wirtschaft unter dem Stichwort „Neuer Markt 2.0“ gegeben hat, um Börsengänge in Deutschland wieder attraktiver zu machen, sind diese letztendlich an der notwendigen Mitwirkung der Deutsche Börse AG gescheitert.²⁰

17 Vgl. Business Insider Deutschland vom 21.11.2016, Warum das Gerede von der Immobilienkrise Unsinn ist, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1517>, Abruf am 02.01.2017; Handelsblatt online vom 11.10.2016, Officefirst-Aktien waren Investoren zu teuer, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1518>, Abruf am 02.01.2017; Immobilienzeitung vom 11.10.2016, Officefirst-IPO floppt, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1519>, Abruf am 02.01.2017.

18 Vgl. DGAP-Adhoc vom 10.10.2016, OFFICEFIRST Immobilien AG: geplanter Börsengang verschoben, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1520>, Abruf am 02.01.2017; Finance Magazin online vom 10.11.2016, IVG verkauft Officefirst an Blackstone, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1521>, Abruf am 02.01.2017.

19 Zu den Schwächen des deutschen Aktienmarkts, goingpublic.de vom 02.12.2016, Der deutsche Kapitalmarkt vor wichtigen Weichenstellungen, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1522>, Abruf am 02.01.2017.

20 Vgl. u.a. Frankfurter Rundschau online vom 19.08.2013, Der neue Neue Markt abrufbar unter: <http://hbfm.link/1523>, Abruf am 02.01.2017; Capital online vom 20.05.2014, Deutschland braucht einen Neuen Markt 2.0, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1524>, Abruf am 02.01.2017.

Offensichtlich hat man das Trauma aus dem Niedergang des Neuen Marktes nicht überwunden und man kann sich sogar durch die katastrophale Bilanz des Marktes für Anleihen kleinerer und mittlerer Unternehmen bestätigt fühlen.²¹ Überraschenderweise hat der Vorstandsvorsitzende der Deutsche Börse AG, Carsten Kengeter, auf dem Eigenkapitalforum im November 2016 die Einführung eines neuen Handelssegments im Freiverkehr für Aktien und Anleihen kleinerer und mittlerer Unternehmen zum 01.03.2017 angekündigt, welches mit einem eigenständigen Regelwerk an die Stelle des Entry Standards für Aktien und Anleihen treten wird. Am 13.12.2016 wurden die Regelungen für das neue Handelssegment in den überarbeiteten Geschäftsbedingungen für den Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse veröffentlicht (Geschäftsbedingungen).

1. Zulassungskriterien

Leitlinie des neuen Handelssegments ist es, durch spezifische Zulassungskriterien sicherzustellen, dass nur börsenreife Unternehmen in diesem Segment Aktien und/oder Anleihen notieren lassen können. Damit soll von Beginn an ein qualitativ anspruchsvolles, für Anleger attraktives und in seiner Entwicklung stabiles Handelssegment geschaffen werden. Auf jeden Fall soll eine Entwicklung wie am Neuen Markt oder bei den sog. Mittelstandsanleihen vermieden werden.

Der Erfolgsdruck auf die Deutsche Börse AG ist nach dem Scheitern des Neuen Marktes und der unbefriedigenden Entwicklung des Entry Standards hoch. Vor diesem Hintergrund sind die Zulassungskriterien von besonderer Bedeutung. Sie stellen den Filter dar, sodass nur börsenreife Emittenten Zugang zum neuen Handelssegment haben (sollen). Nur so kann langfristig ein attraktives und stabiles Segment für Emittenten und Investoren entwickelt werden.

Bei der Forderung nach einer Mindestanzahl an Mitarbeitern ist die Aussagekraft für die Börsenreife der Emittenten nicht zu erkennen. Der geforderte Mindestumsatz von 10 Mio. € und ebenso die Mindestmarktkapitalisierung von 30 Mio. € zielen im Kern darauf ab, dass die Emittenten aufgrund der Unternehmensgröße über ein Mindestmaß an Management-

21 So erklärte z.B. Christoph Lammersdorf, Vorstandsvorsitzender der Börse Stuttgart, den Markt für Mittelstandsanleihen für tot und wendete sich von dem von der Börse Stuttgart gegründeten Segment für Mittelstandsanleihen BondM ab. Vgl. F.A.Z. online vom 10.12.2014, Der Markt für Mittelstandsanleihen ist tot, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1507>, Abruf am 10.11.2016.

Abb. 3: Zulassungskriterien für die Einbeziehung von Aktien in das neue Handelssegment

Muss-Kriterien	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Voraussichtlicher Kurswert der einzubeziehenden Aktien mindestens 30 Mio. € (Marktkapitalisierung) ▪ Free Float mindestens 20 % oder 1 Mio. Stück Aktien ▪ Unternehmensexistenz mindestens 2 Jahre ▪ Vorlage letzten beiden (konsolidierten) Jahresabschlüsse (kein Rumpfgeschäftsjahr) ▪ Vorlage eines Halbjahresabschlusses, wenn die Antragstellung später als 10 Monate nach dem letzten Bilanzstichtag erfolgt
Fakultative Kriterien (Erfüllung von mindestens drei der fünf Kriterien)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Umsatz mindestens 10 Mio. € ▪ Anzahl Mitarbeiter mindestens 20 ▪ Positiver Jahresüberschuss ▪ Positives bilanzielles Eigenkapital ▪ Kumulierte Eigenkapitalzuführung vor dem Börsengang von mindestens 5 Mio. €
Begleitende Maßnahmen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mandatierung eines Kapitalmarktpartners ▪ Zwei Research-Reports von unabhängigen Analysten vor dem Börsengang und danach (Kostenübernahme durch die Deutsche Börse AG)

ressourcen, erprobten Informations- und Steuerungsinstrumenten sowie eine gefestigte interne Organisation verfügen. Die Vorgabe eines Mindestumsatzes leistet dies nicht. Der Umsatz ist nicht für alle Unternehmen gleichermaßen aussagekräftig. So hat der Umsatz von produzierenden Unternehmen eine andere Qualität als der Umsatz von Unternehmen mit einer Handelskomponente oder reinen Handelsunternehmen. Ob eine Emittentin im Geschäftsjahr vor dem Börsengang einen positiven Jahresüberschuss ausweist, ist per se zwar leicht nachzuprüfen, kann aber auch nur temporärer Natur sein, zumal diese Größe zumindest kurzfristig von der Emittentin beeinflusst werden kann. Schließlich ist die Forderung nach einem positiven bilanziellen Eigenkapital i.d.R. dann obsolet, wenn gleichzeitig die Forderung nach einem eingesammelten Eigenkapital von 5 Mio. € gestellt wird. Letzteres führt dazu, dass zwei Kriterien auf einmal erfüllt werden, es sei denn, die Emittentin musste Verluste hinnehmen, die das eingesammelte Eigenkapital vollständig aufgezehrt haben. Wurde kein Eigenkapital von 5 Mio. € eingesammelt, dann ist eines von fünf Kriterien nicht erfüllt. Ungeachtet der Qualität der Zulassungskriterien ist die Forderung nach der Erfüllung von zumindest drei Kriterien letztlich die größte Schwachstelle, weil das Anforderungsniveau einzelner Kriterien derart niedrig ist, dass mithin drei Kriterien auch von nicht börsenreifen Unternehmen erfüllt werden können. In der Gesamtbetrachtung fehlt es den Zulassungskriterien an Trennschärfe oder direktem Bezug zur Börsenreife.

2. Kapitalmarktpartner

Zur gezielten Vorbereitung kleinerer und mittlerer Unternehmen auf den Börsengang muss ein Kapitalmarktpartner (Capital Market Partner) mandatiert werden. Dieser tritt an die Stelle der für eine Notierung im Entry Standard zu mandatierenden Listing Partner. Deren Aufgabe war es, die Emittenten vor allem nach dem Börsengang in allen Fragen der Börsennotierung zu beraten und bei der Erfüllung der Folgepflichten zu unterstützen.²² In der Kapitalmarktpraxis ist das Listing Partner-Konzept jedoch bedeutungslos geblie-

ben. Die Deutsche Börse generierte daraus Einnahmen, denen nahezu keine Ausgaben gegenüberstanden und für die Berater diente das Siegel „Deutsche Börse Listing Partner“ lediglich für Marketingzwecke.

Im Unterschied zu Listing Partnern können (betreuende) Kapitalmarktpartner nur Banken, Rechtsanwälte und Wirtschaftsprüfer sein. Diese können zur Erfüllung einzelner Aufgaben Dritte (Kapitalmarktexperten, IR-Agenturen) beauftragen, die wiederum Kapitalmarktpartner sein müssen. Der Antrag auf die Einbeziehung der Aktien in das neue Handelssegment kann nur von einer Bank als (antragstellender) Kapitalmarktpartner gestellt werden. Im Unterschied zu den im Börseneinführungsprozess passiven Listing Partnern müssen die Kapitalmarktpartner die Emittentin bereits während des Börseneinführungsprozesses aktiv begleiten. U.a. müssen die Kapitalmarktpartner geeignete Risikomanagement- und Compliance Strukturen sowie ein den Informations- und Transparenzpflichten gerecht werdendes Berichtswesen sicherstellen. Zur Beurteilung der Börsenreife ist vom Kapitalmarktpartner eine Legal und Financial Due Diligence durchzuführen. Die Eignung der Emittentin für das neue Handelssegment ist vom Kapitalmarktpartner bei der Antragstellung gegenüber der Deutsche Börse AG – zumindest mit Haftungsfolgen dieser gegenüber – schriftlich zu bestätigen. Nach der Notierungsaufnahme haben die Kapitalmarktpartner die Emittentin bei der Erfüllung der Folgepflichten zu unterstützen.

Der zusätzliche Nutzen der Kapitalmarktpartner für die Emittentin ist nicht zu erkennen. Bei jedem Börsengang erfolgt begleitend zur Erstellung des Wertpapierprospekts eine ausführliche Financial und Legal Due Diligence. Diese werden von der konsortialführenden Bank selbst sowie von eigenen/externen Wirtschaftsprüfern sowie der den Wertpapierprospekt erstellenden Anwaltskanzlei durchgeführt. Insofern ist für die Emissionspraxis zu erwarten, dass die bisher in die Vorbereitung eines Börsengangs einbezogenen Parteien und die Kapitalmarktpartner identisch sind. Deshalb wird sich an der Qualität und Intensität der Due Diligence auch zukünftig nichts ändern. Es bleibt abzuwarten, ob der Emittentin zusätzliche Kosten entstehen werden,

²² Zu den Aufgaben des Listing Partner vgl. § 4 des Listing Partner Vertrags, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1525>, Abruf am 02.01.2017.

weil die bisherigen Parteien nun auch Kapitalmarktpartner sein müssen, wofür eine jährliche Gebühr an die Deutsche Börse zu entrichten ist.

3. Research-Reports

Die Deutsche Börse AG unterstützt kleinere und mittlere Unternehmen bei ihrem Börsengang in das neue Handelssegment durch die Bereitstellung zweier, von unabhängigen Analysten erstellten Research-Reports, die im Anschluss daran unterjährig aktualisiert werden. Vorgesehen ist, dass ein Research-Report fundamentaler und der andere analytischer Natur ist. Durch das Mehr an Visibilität und Transparenz und einer damit höheren Liquidität der Aktie will die Deutsche Börse zur Steigerung der Attraktivität der Aktie bei nationalen und internationalen Investoren beitragen.

In der Emissionspraxis ist es üblich, dass seitens der konsortialführenden Bank und weiteren Banken im Konsortium ein Research-Report zum Börsengang erstellt wird. Dabei wird es zukünftig auch bleiben, weil die die Emission begleitenden Banken ihre Research-Reports im Pre-Sounding zur Preisfindung und generell zur Vermarktung der Aktie bei institutionellen Investoren einsetzen.²³ In diesem Zusammenhang spielen die von der Deutsche Börse veranlassten Research-Reports keine Rolle. Ihre Funktion vor dem Börsengang könnte allenfalls darin bestehen, Privatanleger zu informieren, da diese üblicherweise keinen Zugang zu den Research-Reports der Banken haben. Bedeutsamer scheinen die von der Deutsche Börse veranlassten Research-Reports nach dem Börsengang zu sein, weil viele Banken gerade bei kleineren Unternehmen den Research einstellen. Hier besteht in der Praxis tatsächlich eine Informationslücke. Schlussendlich hängt der Stellenwert der von der Deutschen Börse veranlassten Research-Reports maßgeblich von deren Qualität und Analysetiefe ab. Rein deskriptive Dokumente helfen nicht weiter. Deshalb wird sich über die Zeit entweder ein Qualitätsstandard herausbilden oder die Deutsche Börse ist gefordert, Anforderungen an Inhalt und Analysetiefe der Research-Reports vorzugeben.

4. Wertpapierprospekt und Kosten

Der Notierungsaufnahme im neuen Handelssegment muss kein öffentliches Angebot vorausgehen. Die Ausgabe von Aktien kann auch im Wege der Privatplatzierung an qualifizierte Anleger erfolgen. Ebenso ist eine reine Notierungsaufnahme möglich. In den beiden letztgenannten Fällen ist kein gebilligter Wertpapierprospekt notwendig. Erforderlich ist ein sog. Einbeziehungsdokument, welches das Geschäftsmodell und die Risiken (weniger ausführlich als im Wertpapierprospekt) beschreibt.²⁴ Die Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit des Einbeziehungsdokuments ist vom Kapitalmarktpartner schriftlich zu bestätigen.

Der Verzicht auf einen Wertpapierprospekt ist an sich ein Rückschritt. Für eine reine Notierungsaufnahme im Entry Standard war dies bis zum 01.07.2012 möglich.²⁵ Emittenten mussten lediglich ein Unternehmensexposé vorlegen, das eine zutreffende Beurteilung des Unternehmens gewährleistet.²⁶

²³ Vgl. Bösl, Praxis des Börsengangs, 2004, S. 225.

²⁴ Zu den Inhalten des Einbeziehungsdokuments vgl. Anlage 2 der Geschäftsbedingungen.

²⁵ Vgl. Kuthe/Zipperle, GoingPublic, „Kapitalmarktrecht 2012“ S. 30.

²⁶ Vgl. Bösl, a.a.O. (Fn. 23), S. 187.

Diese Praxis wurde von der Deutsche Börse AG aufgegeben, weil sich ohne Wertpapierprospekt eine Vielzahl von Unternehmen mit teilweise zweifelhaften Geschäftsmodellen an der Börse listen ließ. Natürlich erschweren die Zulassungsvoraussetzungen für das neue Handelssegment eine derartige Entwicklung ganz erheblich. Dennoch muss man von einem qualitativ anspruchsvollen Handelssegment erwarten, dass sich die Investoren über ein inhaltlich und rechtlich normiertes Informationsinstrument über die Emittentin informieren können.

Die Aufnahme in das neue Handelssegment kostet einmalig 20.000 €. Hinzu kommt eine mit der Höhe der Marktkapitalisierung steigende Gebühr. Pro Jahr fallen zusätzlich 20.000 € für die laufende Notierung an.

5. Abschließende Würdigung

Die Einführung eines neuen Handelssegments für kleinere und mittlere Unternehmen wird vielfach positiv und als Schritt in die richtige Richtung gesehen.²⁷ Analysiert man die Zulassungskriterien und begleitenden Maßnahmen des neuen Handelssegments, kommt man eher zu dem Schluss, dass die Deutsche Börse AG keine Innovation geleistet hat. Vielmehr werden bestehende Strukturen und Instrumente im Börseneinführungsprozess ohne Qualitätsgewinn übernommen. Die definierten Zulassungskriterien sind nicht konsistent und können eine hohe Qualität der Emittenten im neuen Handelssegment nicht gewährleisten. Schließlich bleibt die Zielgruppe unscharf, die mit dem neuen Handelssegment primär angesprochen werden soll: etablierte mittelständische Unternehmen, Technologieunternehmen mit großen Wachstumspotenzialen oder Start-ups in der Wachstumsphase?

V. Fazit und Ausblick auf 2017

Das wirtschaftliche und politische Umfeld für Börsengänge wird sich auch 2017 nicht wesentlich ändern.²⁸ Vor diesem Hintergrund ist mit wenigen Neuemissionen in Deutschland zu rechnen. Es ist nicht auszuschließen, dass eine Reihe von Unternehmen aus dem Deutsche Börse Venture Network in das neue Handelssegment für kleine und mittlere Unternehmen drängen. Abzuwarten bleibt, welcher Initialeffekt vom neuen Handelssegment insgesamt ausgeht. Deshalb tun sich viele Marktexperten mit Vorhersagen zur Zahl der Neuemissionen in Deutschland im Jahr 2017 äußerst schwer. Einen Börsengang in 2017 angekündigt haben u.a. Siemens für seine Medizintechnik-Sparte, die Pizza- und Pasta-Kette Vapiano, der Online-Essenslieferdienst Delivery Hero oder der seit längerem einen Börsengang vorbereitende LKW-Zulieferer Jost. Nicht auszuschließen ist auch, dass der Mikrobatterie-Hersteller Varta erneut einen Börsengang versuchen wird.

²⁷ Vgl. u.a. Finance Magazin online vom 28.12.2016, Neuer Kapitalmarktzugang für KMUs, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1526>, Abruf am 02.01.2017; Finance Magazin online vom 22.11.2016, Die Deutsche Börse mistet den Saustall aus, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1527>, Abruf am 02.01.2017. Scharfe Kritik kommt von Hasler, der im neuen Handelssegment einen Schaden für den Kapitalmarkt in Deutschland sieht. Vgl. Finance Magazin online vom 10.01.2017, Die Deutsche Börse schadet dem Kapitalmarkt, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1543>, Abruf am 12.01.2017.

²⁸ Vgl. Handelsblatt online vom 30.12.2016, Die Wahlen stören – unruhige Zeiten stehen bevor, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1528>, Abruf am 02.01.2017; Commerzbank AG, Equity Market Outlook 2017, 12/2016.