

IPO oder Trade Sale: Grübeln über die beste Exit-Strategie

Am Tag der Entscheidung

Jede Investition will einmal vergoldet werden. Traditionell streiten Börsengang oder Trade Sale um die Gunst von Unternehmen und Investoren. Zuletzt hatte die Börse häufig das Nachsehen. Das neue Börsensegment Scale soll dies nun ändern.

Das vergangene Jahr war zumindest für die Börsianer kein gutes: Allein in Deutschland sank die Zahl der Börsengänge im Vergleich zum starken IPO-Jahr 2015 von 15 auf 8. Das Emissionsvolumen ging von 7,1 Mrd. EUR auf 5,2 Mrd. EUR zurück. Für das laufende Jahr erwartet die Beratungsgesellschaft EY in Deutschland bis zu zehn Börsengänge. „Die aktuellen Index-Höchststände spiegeln zwar das derzeit gute Klima an den Börsen wider“, meint Albrecht Deißner, Direktor Beteiligungsfinanzierung bei der KfW. „Seit dem Platzen der New Economy-Blase hat sich aber die Zurückhaltung der Investoren bei IPOs junger Unternehmen kaum verändert, sodass die Börse als Exit-Kanal für junge Unternehmen bislang bis auf wenige Ausnahmen mehr oder weniger verschlossen blieb.“

Technologiefirmen und hohe Market Caps an die Börse

Was bedeutet diese Entwicklung für Investoren? Je nach Unternehmensgröße und Industriesektor scheinen sowohl der Gang auf das Parkett als auch der Verkauf an einen strategischen Investor attraktiv. „Der Trade Sale ist für Venture Capital-Investoren mit Abstand der wichtigste Exit-Kanal, er hat viele Vorteile. Es gibt aber auch Fälle, in denen der Börsengang der beste Weg für alle Stakeholder ist“, fasst Peter Pauli, Geschäftsführer der BayBG Bayerische Beteiligungsgesellschaft, zusammen. Eine Ausnahme bilden Unternehmen aus dem Technologiebereich oder jene, die über eine höhere Market Cap verfügen. Vor allem bei Letzteren lohnt sich der hohe Aufwand an Zeit und Kosten, um ein Unternehmen börsenfähig zu machen. „Ich kann nur Unternehmen den Gang an die Börse empfehlen, die 200 Mio. EUR Market Cap erreichen, darunter sollte man die Finger von der Börse lassen, der damit verbundene Zeit-, Kosten- und Nervenaufwand ist einfach viel zu hoch“, empfiehlt Oliver Borrmann von bmp. In der Kausalkette werden beziehungsweise sollen Börsengänge viel Kapital zurück in den Start-up-Markt



Oliver Borrmann,
bmp

fließen lassen, sodass sich Investoren dadurch längerfristig zusätzliche Impulse versprechen. In der Theorie wird ein Börsengang sicher auch von Investoren und Unternehmen häufig favorisiert, da beide Seiten ein Interesse an einer hohen Unternehmensbewertung haben und sich somit das höchste Preispotenzial ergibt. Nicht zu unterschätzen ist auch der damit verbundene Image- und Marketingeffekt in der Öffentlichkeit. Zudem behält das Unter-

nehmensmanagement auch nach dem IPO seine Unabhängigkeit, und auch die Venture Capital-Geber können von potenziellen Kurssteigerungen nur profitieren. „Durch einen Trade Sale verliert das Management weitestgehend seine Unabhängigkeit, da die Käufer in vielen Fällen als Mehrheitsgesellschafter auftreten möchten“, schränkt Johannes Lucas, Gründer und Managing Partner von Acxit Capital Partners, ein. „Zudem sind Cash Exits häufig an zusätzliche Absicherungen, wie beispielsweise das Erreichen weiterer Milestones, gebunden.“ Also alles auf Börse?

Was bringt Scale?

Vor einigen Wochen hat die Deutsche Börse mit „Scale“ ein neues Marktsegment geschaffen, um vor allem kleine und mittlere Firmen verstärkt an die Börse zu locken. Wachstumsorientierten Unternehmen soll somit ein verbesserter Zugang zu Eigenkapital verschafft werden. Scale resultiert auch aus Überlegungen zu einem Neuen Markt 2.0, die in der Vergangenheit geführt, jedoch schlussendlich nicht umgesetzt wurden. Drei von vier Kriterien müssen erfüllt sein, um in den erlauchten Kreis von Scale aufgenommen zu werden: Ein jährlicher Umsatz von mindestens 10 Mio. EUR, die Ausweisung eines Jahresüberschusses, ein positives Eigenkapital sowie die Beschäftigung von mindestens 20 Mitarbeitern. Das soll nicht zuletzt Ausfallquoten verhindern, wie man sie in der Vergangenheit vor allem bei Mittelstandsanleihen oder im abgeschafften Entry Standard beobachten konnte. Schon vor knapp eineinhalb Jahren wurde das Deutsche Börse Venture Network geschaffen,



Peter Pauli,
BayBG

damit noch nicht börsennotierte Unternehmen Kontakt zu potenziellen Investoren aufnehmen konnten. Ein Unternehmen aus diesem Netzwerk, Va-Q-Tec, hat den Sprung an die Börse bereits geschafft. Einer der beteiligten Investoren war, neben der KfW, auch die BayBG. „Für Va-Q-Tec ist das IPO die optimale Lösung“, fasst BayBG-Geschäftsführer Pauli zusammen. „Das Unternehmen verfügt durch den Börsengang über die finanziellen Ressourcen, um weiter zu wachsen und zu internationalisieren, die Gründer und langjährigen Vorstände bleiben Aktionäre und werden auch in Zukunft das Unternehmen führen“, so Pauli und schränkt dennoch ein: „Wenn andererseits in einer Situation hohen Kapitalangebotes, abgeschaffter Zinsen, steigender Börsenkurse



und einer positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nur acht IPOs, darunter zwei Aufspaltungen großer Energieversorger, stattfinden, stellt sich die Frage, ob es jemals ein positives Klima für IPOs von Wachstumsunternehmen geben wird.“ „Es ist zu erwarten, dass das neue Scale-Segment starke positive Impulse für Börsengänge deutscher Wachstumsunternehmen geben wird. Bisher sind diese meist an den sehr hohen Anforderungen der bestehenden Segmente gescheitert. Die Anforderungen des Scale-Segments sind für Start-ups weitaus realistischer zu erfüllen“, ergänzt Acxit-Gründer Lucas. „Allerdings ist das neue Segment organisatorisch und regulativ noch sehr jung, und es muss abgewartet werden, welche Auswirkungen dadurch auf dem Venture Capital-Markt entstehen. Eine Zukunftsprognose ist daher noch nicht möglich.“



Johannes Lucas,
Acxit Capital Partners

Profil muss geschärft werden

Schon bemängeln Beobachter das fehlende oder unscharfe Profil von Scale. Vielen wird zu sehr auf Quantität denn auf Qualität gesetzt. „Ich erkenne keinerlei Profil in dem neuen Segment, was bei Market Caps zwischen 10 Mio. EUR und 2,7 Mrd. EUR und innovativen wie klassischen Geschäftskonzepten auch etwas schwierig ist“, kritisiert bmp-Mann Borrmann. „Hier hat man wohl die Anzahl der Unternehmen einem klaren Profil vorgezogen, ich sehe hier keinen Grund, warum sich ein Investor nun genau diese Gesellschaften anschauen soll.“ Es scheint also noch zu früh, eindeutige Aussagen darüber zu machen, ob sich

dank Scale etwas am Exit-Verhalten von Investoren oder Unternehmern ändern wird. Entscheidend wird wohl sein, ob es gelingen wird, genügend internationale Investoren für dieses neue Segment zu gewinnen. „Das Scale-Segment ist sicherlich eine Bereicherung der Börsenlandschaft und könnte auch den Exit von wachstumsstarken Start-ups über die Börse wieder erleichtern“, schließt KfW-Direktor Deißner. „In jedem Fall dürfte er das Interesse nationaler und internationaler Investoren wecken und hat damit sicherlich das Potenzial, sich zu einem erfolgreichen Börsenkanal für junge wachstumsstarke Technologieunternehmen in Deutschland zu entwickeln.“



Albrecht Deißner,
KfW

Fazit

Noch scheinen Investoren den Trade Sale einem Börsengang vorzuziehen. „Sie verkaufen sofort 100% ihrer Anteile, übernehmen geringe Garantien und wissen das Unternehmen in guten Händen“, fasst Borrmann zusammen. „Bei einem IPO hingegen wird die Umplatzierung beim Börsengang nicht gerne gesehen, die Venture Capital-Geber müssen noch länger und oft auch mit recht hohen Beteiligungsquoten an Bord bleiben, obwohl sie als Private Equity-Investoren Public Equity eher als Exit-Kanal sehen wollen“, so Borrmann. Ob sich diese Einstellung mit dem neuen Scale-Segment ändert, bleibt abzuwarten.

Holger Garbs
redaktion@vc-magazin.de