

## RECHT UND KAPITALMARKT

# Direct Listing als Alternative zum IPO

### Vorreiter Spotify – Preisfindung am ersten Handelstag – Keine Stabilisierungskäufe – Streubesitzanforderungen stellen Hürde dar

Von Oliver Seiler und David Rath \*)

**Börsen-Zeitung, 21.12.2019**  
Die Buchungs- und Vermietungsplattform Airbnb könnte im kommenden Jahr bereits das dritte Unternehmen werden, das für seinen Börsengang in den USA nicht den klassischen Weg über ein Initial Public Offering (IPO) wählt, sondern ein sogenanntes Direct Listing vorzieht. Airbnb würde damit dem Beispiel des Musikstreamingdienstes Spotify und des Instant-Messaging-Anbieters Slack folgen. Beide Unternehmen vollzogen ihre vielbeachteten Börsengänge an der Nyse, ohne gleichzeitig Investoren im Rahmen eines IPO Aktien zum Kauf anzubieten. Vielmehr wurde lediglich das gesamte Grundkapital im Wege eines Direct Listings zum Börsenhandel zugelassen. Die bestehenden Aktionäre der Gesellschaft waren dann erst im Anschluss frei, ihre Aktien über die Börse zu veräußern. Der maßgebliche Verkaufspreis ermittelte sich aufgrund von Angebot und Nachfrage.

#### Rolle der Banken

Bei einem solchen Direct Listing entfallen wesentliche Aufgaben, die Investmentbanken im Rahmen von IPOs wahrnehmen. Typischerweise ermitteln die Banken bei einem IPO zunächst im Vorfeld die Investoren nachfrage. Sie führen dann vor Notierungsaufnahme ein Bookbuilding durch, um den Platzierungspreis für die angebotenen Aktien zu ermitteln, und teilen diese schließlich in Abstimmung mit der Gesellschaft zum Platzierungspreis an ausgewählte Investoren zu.

Dass Spotify für sein Börsendebüt den Weg eines im US-Markt als revolutionär wahrgenommenen Direct Listings wählte, hatte sehr spezifische Hintergründe. Spotify war aufgrund erfolgreicher Finanzierungsrunden nicht mehr darauf angewiesen, über den Börsengang neues Geld einzuwerben. Vielmehr ging es dem Unternehmen darum, seinem bereits sehr großen Aktionariat direkten Zugang zum Kapitalmarkt zu verschaffen, ohne seine Anteilseigner den bei IPOs von den Banken geforderten Veräußerungsbeschrän-

kungen (typischerweise 180 Tage nach Handelsbeginn) unterwerfen zu müssen. Zugleich war Spotify an einer möglichst transparenten und marktbasieren Preisfindung gelegen. Ein Bookbuilding über Investmentbanken wie bei einem IPO, in dem lediglich ausgewählte Investoren im Rahmen einer zuvor festgelegten Preisspanne Zeichnungsaufträge erteilen können, sollte nicht durchgeführt werden.

Vollständig verzichtet werden kann auf die Mitwirkung von Investmentbanken freilich auch bei Direct Listings nicht. Sie übernehmen vorrangig die Rolle von Beratern, die die Gesellschaft bei der Vorbereitung des Börsengangs unterstützen, wirken aber nicht (mehr) an der Preisfindung mit. Damit einher geht eine Veränderung der Vermarktungsaktivitäten im Vorfeld des Börsengangs. Üblicherweise organisieren die Banken bereits mehrere Monate vor dem geplanten Handelsbeginn erste Treffen zwischen ausgewählten Investoren und dem Management der Gesellschaft, um die Gesellschaft vorzustellen. Dieser Investorenkontakt intensiviert sich bis hin zur Management-Roadshow unmittelbar vor Handelsbeginn.

#### Eröffnungsauktion

In einem Direct Listing fallen diese durch die Banken organisierten Vermarktungsschritte weg. Sie werden von der Gesellschaft selbst übernommen. Es ist daher kein Zufall, dass eine Gesellschaft mit dem Bekanntheitsgrad von Spotify der erste Kandidat war, der in den USA seinen Börsengang als Direct Listing vollzog. Sowohl Spotify als auch Slack veranstalteten für Zwecke der Vermarktung selbst einen mehrstündigen Investor Day, auf dem sie den Investoren ihr Geschäft und ihre Strategie einschließlich ihrer finanziellen Ziele vorstellten.

Die Preisfindung selbst erfolgt bei einem Direct Listing am ersten Handelstag im Rahmen einer Eröffnungsauktion, in der Angebot und Nachfrage erstmalig zusammengebracht werden. Wie viele Aktien tatsächlich zum Verkauf stehen und wie groß die Nachfrage ist, steht vor Handelsbeginn nicht fest. So können nicht nur sämtliche Aktionäre un-

mittelbar verkaufen. Es kann auch jeder Anleger, der einen Kaufauftrag eingestellt hat, unmittelbar Aktien erwerben. Als Preisreferenz dienen Anlegern bei den Börsengängen von Spotify und Slack die in den vorangehenden Finanzierungsrunden erzielten Aktienkaufpreise. Die tatsächlichen Eröffnungskurse beider Gesellschaften wurden jedoch unabhängig von diesen Referenzpreisen festgelegt und überstiegen diese erheblich. Zusätzliche Unwägbarkeiten können sich im weiteren Kursverlauf nach Handelsbeginn ergeben. Im Unterschied zum IPO gibt es keine Banken, die einen den Ausgabepreis fallenden Kurs in gewissem Umfang durch Stabilisierungskäufe stützen können.

#### Modell für Deutschland?

Eine dem Direct Listing nachempfundene Transaktionsstruktur würde in Deutschland wohl als weniger revolutionär empfunden, als dies bei Spotify in den USA der Fall war. Das in Deutschland geltende Prospektrecht kennt neben Angebots- auch reine Zulassungsprospekte. Eine Börsenzulassung ohne gleichzeitiges öffentliches Angebot von Aktien ist im deutschen Kontext keineswegs neu. Es gab in der Vergangenheit im deutschen Markt mehrere solcher Börsengänge, meist in Kombination mit einer Privatplatzierung von Aktien bei ausgewählten Investoren im Vorfeld. So wählten beispielsweise Evonik Industries, Schaeffler und Jost Werke diesen Weg.

Auch die bei Direct Listings gewählte Form der Preisfestsetzung im Wege einer vorbörslichen Auktion ist in der deutschen Praxis bekannt. Sie wird in ähnlicher Form bei reinen Börsenzulassungen, beispielsweise im Kontext von Abspaltungen (Spin-offs), angewendet. Auch hier gibt es keinen im Vorfeld festgelegten Platzierungspreis, an dem sich der erste Handelspreis der Aktien orientieren könnte. Vielmehr erfolgt eine initiale Preisfestsetzung im Rahmen einer im Vergleich zu einem IPO längeren Eröffnungsauktion, in der Angebot und Nachfrage zusammengebracht werden.

Eine Hürde für Emittenten stellen bei reinen Börsenzulassungen die geltenden Regelungen zum erfor-

derlichen Mindeststreubesitz dar. So muss vor der Zulassung zum Handel gegenüber der Börse bestätigt werden, dass die zuzulassenden Aktien ausreichend gestreut sind. Dies wird angenommen, wenn sich bezogen auf den Europäischen Wirtschaftsraum mindestens 25 % der zuzulassenden Aktien in Streubesitz (Beteiligungen unter 5 %) befinden und mindestens 100 Aktionäre die zuzulassenden Aktien halten. Ein Erreichen dieser Mindeststreuung erst im Zusammenhang mit der zeitlich nachfolgenden Handelsaufnahme genügt nicht.

Da im Rahmen der Börsenzulassung keine neuen Aktien an Investoren ausgegeben werden, müssen die Streubesitzanforderungen damit bereits vor Notierungsaufnahme erfüllt sein. Die Börse lässt zwar in gewissem Umfang Ausnahmen von der 25-Prozent-Schwelle zu, wenn auf-

grund der Anzahl der zuzulassenden Aktien dennoch ein ausreichender Handel zu erwarten ist. Die 100-Aktionäre-Regel hingegen wird in der Praxis streng(er) gehandhabt.

Auch in den USA stellen die Streubesitzanforderungen eine Hürde bei Direct Listings dar. Allerdings ist es aus Sicht etwa der Nyse ausreichend, wenn die Mindeststreuung im Zusammenhang mit der Handelsaufnahme erreicht wird. Zudem sind allgemein in den USA Start-ups, die aufgrund von Finanzierungsrunden und Mitarbeiterbeteiligungsmodellen bereits über eine Vielzahl an Aktionären verfügen, häufiger anzutreffen als in Deutschland.

#### **US-Firmen haben es leichter**

Ob auch der deutsche Markt ein Interesse an Direct Listings nach

US-Vorbild entwickelt, dürfte entscheidend davon abhängen, ob sich – wie seinerzeit in den Vereinigten Staaten – geeignete Börsenkandidaten finden, für die diese Transaktionsform aufgrund des Zuschnitts der Gesellschaft und des fehlenden Erlöszuflusses in Betracht kommt. US-Gesellschaften gerade im Tech-Sektor bietet ein aktiver und eingespielter Venture Capital Markt die Möglichkeit, bereits vor dem Börsengang Geld über private Finanzierungsrunden aufzunehmen. Deutsche Gesellschaften dürften sich damit, von Ausnahmen abgesehen, aufgrund der hiesigen Marktgegebenheiten schwerer tun.

.....  
\*) Dr. Oliver Seiler ist Partner, David Rath Associate im Frankfurter Büro von Latham & Watkins.