

EMITTENTENQUALITÄT IST ALLES

Exzesse, Insolvenzen und IPO-Flops an den Wachstumsmärkten in Europa: das Ende der Finanzierung von kleinen und mittleren Wachstumsunternehmen am Kapitalmarkt?

**VON PASCAL BÖNI
UND TOBIAS STUDER**

Bei der Bewertung von Wachstumsunternehmen verloren Altaktionäre, Investmentbanken, Wirtschaftsprüfer, Analysten, Fondsmanager und Investoren jegliche Sicht für das Vernünftige. Kurseinbrüche und Insolvenzen waren in den letzten Monaten und sind noch heute an der Tagesordnung. Bedeutet dies das Ende der Finanzierung von kleinen und mittleren Wachstumsunternehmen an den Kapitalmärkten Europas? Auf den Markt und die Emittentenqualität kommt es an.

Parallel zu der deutlichen Verschlechterung der durchschnittlichen Langzeit-Ratings von Standard & Poor's für die erfassten Industrieunternehmen von A- im Jahr 1998 auf BBB+ im Jahr 2001 und mehr als einer Verdreifachung der weltweiten Zahlungsausfälle von Unternehmen zwischen 1998 und 2001 entwickelten sich die Wachstumsbörsen in Europa in bisher ungesehener und nur schwer nachzuvollziehender Art und Weise. Die Zahl der Initial Public Offerings (IPOs) am Neuen Markt in Deutschland zum Beispiel zeigten mit 127 IPOs im Jahr 2000 gegenüber 11 IPOs im Jahr 1997 mehr als eine Verzehnfachung. Was sich anfänglich für KMUs als gute Finanzierungsmöglichkeit und für die Investoren als zukunftsweisende Anlage präsentiert hat, wird heute zum Ärgernis beider Gruppierungen.

Anleger werden mit hoher Volatilität und Kursverlusten, Emittenten mit illiquidem Handel und negativen Imageeffekten konfrontiert. Der Neue Markt in Deutschland verzeichnete zum Beispiel sechs Insolvenzen im ersten und gar zwölf Insolvenzen im zweiten Halbjahr 2001 gegenüber drei Insolvenzen im Jahr 2000. Ergänzt man die Betrachtung um jene Unternehmen, die ein Delisting oder einen Wechsel an den geregelten Markt umsetzten, die übernommen wurden oder fusioniert haben, ergibt sich für das Jahr 2001 eine Flop-Zahl von beachtlichen 35 beziehungsweise über 10 Prozent aller gelisteten Unternehmen.

Bedeutet dies das mittel- bis langfristige Ende der Finanzierung von Wachstumsunternehmen an den Wachstumsbörsen in Europa? Zur Beurteilung dieser Frage bedarf es einer differenzierten Betrachtung, denn die einzelnen Wachstumsbörsen sind nicht ohne weiteres miteinander vergleichbar, und die Qualität der Emittenten unterscheidet sich erheblich.

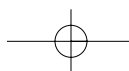
Zunächst stellt sich die Frage, ob die einzelnen Wachstumsbörsen in ihrer heutigen Form überleben werden, ob es in Zukunft noch einen Marktplatz für Aktien von kleinen und mittleren Wachstumsunternehmen geben wird.

Die Aufmerksamkeit der Investoren für einen bestimmten Markt und die sich teilweise daraus ergebende Marktliquidität sind wesentliche Erfolgsfaktoren für ein Listing. Ein Marktplatz muss mittel- bis langfristig das kritische Volumen an gelisteten Unternehmen anziehen und damit die notwendige Aufmerksamkeit in Investorenkreisen wecken, um überleben und für die Wachstumsunternehmen attraktiv sein zu können. Die österreichische

Wachstumsbörse (Austrian Growth Market, AGM) in Wien zum Beispiel musste im Februar 2001 ihre Aktivität einstellen, da sie nicht in der Lage war, mehr als zwei Unternehmen zu listen und damit die Kosten für das Betreiben einer Wachstumsbörse zu decken.

Der Vergleich der europäischen Wachstumsbörsen zeigt ein differenziertes Bild (siehe Tabelle «Grosse Unterschiede» auf Seite 19). Kleinere Märkte wie zum Beispiel der SWX New Market in Zürich oder der KVV Growth Market in Kopenhagen müssen sich ernsthafte Überlegungen zu ihrer Zukunft machen. Wie in anderen Industrien, in denen es auf Grösse und Skaleneffekte ankommt, wird es auch bei den international konkurrierenden Wachstumsbörsen zu einer Konsolidierung kommen: Die grösseren Märkte können auf genügend wirtschaftliches Substrat und auf genügend Investorenaufmerksamkeit bauen, während die kleinen Märkte langfristig kaum eine wirtschaftliche Existenzberechtigung haben und aussterben werden. Ein allfälliges Scheitern einzelner Wachstumsmärkte kann indes nicht mit dem gänzlichen Verschwinden einer Kapitalmarktfinanzierung für KMUs gleichgestellt werden.

Von wachsender Bedeutung ist die Frage nach der Qualität der Emittenten. Die Grenze zwischen Wachstumsunternehmen mit Zukunftspotenzial und im Vornherein zum Scheitern verurteilten Unternehmen zu ziehen, ist dabei besonders schwierig. Ruft man sich die Merkmale von Wachstumsunternehmen (siehe Tabelle «Typische Merkmale von Wachstumsunternehmen» auf Seite 19) in Erinnerung, wird einem sofort klar, dass es sich hierbei um Investitionen mit hohem



Risiko handelt und deshalb die Gefahr des Scheiterns eines unternehmerischen Vorhabens bedeutend grösser ist als bei langsamer wachsenden, grösseren und etablierten Unternehmen. Die Delistings und Flops der vergangenen Monate sind vor diesem Hintergrund denn auch keine allzu grosse Überraschung. In Erinnerung gerufen sei hier, dass auch die US-Wachstumsbörse Nasdaq schwierige, durch Erfolge und Misserfolge gekennzeichnete Zeiten hinter sich hat. So wurden in den letzten fünf Jahren jeweils über 700 Unternehmen jährlich vom Tableau genommen, ohne dass die Nasdaq grundsätzlich in Frage gestellt wurde. Im Gegenteil: Sie konnte sich in den letzten Jahren als führende Technologiebörse der Welt etablieren.

Wie kann die Qualität der Emittenten beziehungsweise bereits gelisteter Wachstumsunternehmen beurteilt werden?

Erste Erkenntnisse aus einer an der Abteilung für Unternehmensfinanzierung der Universität Basel durchgeführten quantitativen Studie lassen den Investment-Professional aufhorchen. Untersucht wurden 71 Unternehmen ausserhalb der Financial-Services-Industrie, die sich erstmals dem Publikum öffneten, selbstständig gegründet worden waren (keine Equity-Carve-outs usw.) und nach IAS-Prinzipien bilanziert haben. Darüber hinaus mussten zu den untersuchten Firmen detaillierte Jahresabschlüsse über einen Zeitraum von fünf Jahren vorliegen. Basierend auf der Umsatzrendite der untersuchten Unternehmen, wurde ein jeweils gleich grosses Portfolio mit Underperformern, Normalperformern und Overperformern gebildet. Diese Portfolios wurden einem detaillierteren Kennzahlenvergleich unterzogen, und so wurden auf empirisch erhärteter Basis Gemeinsamkeiten von Unternehmen nachgewiesen,

die am Neuen Markt in Deutschland gelistet waren, jedoch keinen Erfolg verzeichnen konnten.

1. Anteil des Unternehmens am Emissionserlös

Dies ist ein schlechter Performance-Indikator. Die landläufige Meinung, ein erfolgreiches Wachstumsunternehmen könne vom zum Scheitern verurteilten Unternehmen dadurch unterschieden werden, wie stark die Altaktionäre im Rahmen des Börsenganges Kasse machen, scheint nicht richtig zu sein.

GROSSE UNTERSCHIEDE
Anzahl kotierter Unternehmungen an den Wachstumsbörsen in Europa (Stand 31.12.2001)

AIM, London	612
Neuer Markt, Frankfurt	325
Nouveau Marché, Paris	164
TechMark, London	149
Nordic Growth Market, Stockholm	54
Nasdaq Europe	49
Nuovo Mercato, Mailand	45
SWX New Market, Zürich	15
KVX Growth Market, Kopenhagen	14
Nuevo Mercado, Madrid	12
Euro.NM, Amsterdam	10
Euro.NM Belgium, Bruxelles	10

TYPISCHE MERKMALE VON WACHSTUMSUNTERNEHMEN

Kurze Lebensdauer/Unternehmensgeschichte
Schmale Produktpalette, Einproduktunternehmen
Unternehmensorganisation im Aufbau/Wandel
Starke Verbundenheit zum Unternehmer/Gründer
Meist in innovativen, wettbewerbsintensiven Industrien
Überproportionales Wachstum
Hoher Kapitalbedarf bei mangelnder Innenfinanzierung
Oft immaterielle Güter/Dienstleistungen

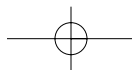
Beim Underperformer flossen bei den untersuchten Unternehmen mehr Mittel ins Unternehmen (79,9 Prozent) als beim Normalperformer (69,2 Prozent) oder Overperformer (75 Prozent). Die Vermutung, beim Underperformer-Portfolio hätten die Altaktionäre Kasse gemacht und seien nach dem IPO auf Grund ihrer persönlichen finanziellen Situation weniger motiviert, ihre Unternehmen zum Florieren zu bringen, wird in der Studie indes nicht bestätigt.

2. Return on Sales und Eigenkapitalrentabilität

Die Umsatzrendite als Indikator für die Ertragskraft eines Unternehmens kann wichtige Hinweise bei der Analyse von IPO-Kandidaten oder bereits gelisteten Unternehmen liefern. So betrug die Umsatzrendite bei den Underperformern zwei Jahre vor dem IPO noch neun Prozent, sank dann aber auf sieben Prozent ein Jahr vor dem IPO; im IPO-Jahr ist sie gar negativ. Beim Normal- oder Overperformer steigt sie im Jahr der Öffnung wieder an, während sie beim Underperformer um 33 Prozent fällt. Der Overperformer erreicht ein Jahr nach der Öffnung gar einen ROS von 13 Prozent.

Auch bei der Eigenkapitalrentabilität (ROE) lässt sich Ähnliches beobachten. Während Normal- und Overperformer anscheinend gute Wachstums- und Investitionsprojekte evaluieren und umsetzen und das neu in das Unternehmen gekommene Eigenkapital Gewinn tragend einsetzen, scheitert der Underperformer in dieser Hinsicht. Im Jahr nach dem Börsengang ist zum Beispiel der modifizierte ROE (Cashflow / durchschnittliches EK) bei den Normalperformern (16 Prozent) und Overperformern (27 Prozent) deutlich besser als beim Underperformer (minus 20 Prozent), was zeigt, dass der Underperformer nicht fähig ist, die neu erhaltenen Eigenmittel produktiv und Gewinn bringend einzusetzen. ➔

KMU



KAPITALMÄRKTE

ZU DEN PERSONEN

PASCAL BÖNI

M.B.A., ist Managing Partner der Remaco-Gruppe in Basel.

PROF. DR. TOBIAS STUDER

leitet die Abteilung Unternehmensfinanzierung am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel.

KMU

3. Mittelknappheit

Die Beobachtung der Entwicklung des Eigenkapitals gibt wertvolle Hinweise. So verfügt der Overperformer sowohl zwei Jahre vor als auch unmittelbar nach einem Listing über eine knappere Eigenkapitaldecke (12 beziehungsweise 68 Prozent) als der Underperformer (21 beziehungsweise 74 Prozent). Auch interessant ist die Tatsache, dass die Overperformer anscheinend vor dem Börsengang weniger Mühe bekunden, sich mit Eigenkapital zu versorgen, als die Underperformer. So steigt bei den Overperformern die Eigenkapitalquote ein Jahr vor dem Börsengang um die Hälfte auf 18 Prozent, während der Underperformer sein Eigenkapital nur geringfügig auf 24 Prozent zu steigern vermag.

4. Wachstum in Umsatz und Beschäftigung

Während der Underperformer nach dem Going-public und dem Erreichen der Wachstumsspitze im Jahr des IPO von 55 Prozent die Umsatzsteigerung deutlich verringert (40 Prozent), ist der Overperformer fähig, das hohe Umsatzwachstum vor der Öffnung auch nach dem IPO aufrechtzuerhalten. Sein Wachstum erhöht sich von 5 Prozent zwei Jahre vor dem IPO auf 91 Prozent im Jahr danach. Im Gegensatz zum Underperformer findet beim Overperformer ein sukzessiver Ausbau des Mitarbeiterbestandes statt. Während der Underperformer zwei Jahre vor dem IPO die höchste Beschäftigungszunahme verzeichnet (47 Prozent), bricht diese im Jahr vor dem IPO ein (33 Prozent), steigert sich indessen wieder im Jahr des Börsenganges (67 Prozent). Dies trotz deutlich geringerer Fähigkeit, den Umsatz im Jahr des Börsenganges zu steigern.

Fazit

Die Kapitalmarktfinanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen scheint selbst vor dem Hintergrund der heute

illiquiden Märkte nicht grundsätzlich gefährdet. Grössere Wachstumsmärkte wie jene in Frankfurt, London oder Paris werden auch in Zukunft Kapital für diese Unternehmenskategorie zur Verfügung stellen können. Bedauerlich ist die Tatsache, dass die Schweiz diesen Märkten mit einem riesigen Abstand punkto Grösse hinterherhinkt.

Immer wichtiger wird die Frage nach der eigentlichen Kapitalmarktfähigkeit eines Unternehmens. Erfolgreiche Wachstumsunternehmen scheinen an einigen kritischen Grössen erkennbar zu sein. Sie sind rentabel, verfügen in der Regel über weniger Eigenkapital als die erfolglosen Unternehmen und wachsen trotzdem schneller und im Sinne der Beschäftigung besser. Entgegen der alten Analysten- und Börsianerweisheit zählt denn auch weniger das durch den Börsengang entstehende persönliche Vermögen der Aktionäre und Eigentümer als vielmehr deren Qualifikation und Managementkapazität.

Durch die Wachstumsmärkte, allen voran die amerikanische Nasdaq, wurden Tausende von hoch qualifizierten Arbeitsplätzen geschaffen und neue Technologien unterstützt. Teilweise ungenügende Regulierung (Zulassungsanforderungen und Publizitätsauflagen), fehlende Langfristorientierung und durch Interessenkonflikte gekennzeichnete, am Emissionsgeschäft beteiligte Parteien sowie ein rezessives wirtschaftliches Umfeld erklären bereits einen grossen Teil der beobachteten Missstände. Die Wachstumsmärkte sind heute eine Realität, die Frage stellt sich nur, welche Märkte sich in Zukunft durchsetzen und überleben werden. Vorauszusehen ist eine starke Bereinigung sowohl in Bezug auf die gelisteten Unternehmen (Going-private, Delistings) als auch eine Konsolidierung der sich gegenseitig konkurrierenden Marktplätze in Europa. ■

