

**Süddeutsche Zeitung, 12.06.2008, Ausgabe Deutschland, Bayern, München, S. 22**

Ressort: Wirtschaft

## Der beschwerliche Weg aufs Parkett

### **Mittelständische Firmen hadern mit den Regeln des Aktienmarktes. Nur für wenige lohnt sich der Aufwand wirklich**

Von Martin Hesse

Frankfurt - Rückblickend sieht es aus wie ein schlechtes Omen: Ausgerechnet das mittelständische Bestattungsunternehmen Ahorn aus Berlin gab im Januar seine Börsenpläne auf. Es folgten viele andere, und so ist der Neuemissionsmarkt derzeit ein Fall für Ahorn - mausetot. "Seit Sommer 2007 hat sich der Mittelstand wegen der Finanzkrise kaum mit dem Thema Börsengänge befasst", sagt Wolfgang Hartmann, Chef des mittelständischen Unternehmernetzwerkes TEC International. In diesem Jahr gab es in Deutschland im regulierten Markt überhaupt noch keinen Börsengang. Zuletzt verschob am Dienstag das Softwareunternehmen GK sein Debüt, einen Tag vor dem geplanten Börsenstart.

Dabei hatte das Deutsche Aktieninstitut (DAI) noch im November letzten Jahres in einer Studie ermittelt, dass fast ein Viertel der mittelständischen Unternehmen einen Börsengang grundsätzlich in Erwägung ziehe. Doch es ist wohl auch eine Prise Zweckoptimismus im Spiel, wenn das selbsterklärte Förderinstitut deutscher Aktienkultur "unter den mittelständischen Unternehmen ein hohes Potential für den Börsengang" sieht. Zwar schafften in den vergangenen Jahren klassische familiengeführte Firmen wie Wacker Chemie, Wacker Construction und der Baumaschinenhersteller Bauer den Sprung auf das Parkett. Doch viele mittelständische Börsenträume endeten in der Vergangenheit mit Ernüchterung. Experten halten einen Gang an den Aktienmarkt denn auch nur unter ganz bestimmten Voraussetzungen für sinnvoll.

#### Strenge Voraussetzungen

"Für den klassischen familiengeführten Mittelstand ist die Börse eher eine nachrangige Option bei der Kapitalbeschaffung", sagt Peter Conzatti, Fondsmanager für kleine und mittlere deutsche Unternehmen bei Lupus alpha. Oft könnten diese Firmen ihr Wachstum aus Eigenmitteln finanzieren. "Die Firmen, die bei Investoren am gesuchtesten wären, haben es oft nicht nötig, an die Börse zu gehen." Conzatti sieht vor allem zwei Anlässe, den Aktienmarkt anzuzapfen: "Eine typische Situation für einen Börsengang ist, wenn ein Nachfolger gesucht wird oder ein Wachstumsschub finanziert werden muss." Die an der Börse interessierten Firmen selbst geben laut DAI-Umfrage vor allem die Wachstumsfinanzierung als Motiv an. Oft mischen sich auch beide Gründe: So veräußerten beim Baumaschinenhersteller Bauer die Altgesellschafter (das war neben der Gründerfamilie vor allem der Finanzinvestor Deutsche

Beteiligungs AG) im Jahr 2006 einen Teil ihrer Anteile. Außerdem wollte der Konzern das Wachstum im Ausland forcieren. "Wir als Investor sehen es gerne, wenn der Eigentümer selbst beteiligt bleibt, weil er dann mit den Aktionären in einem Boot sitzt", sagt Conzatti.

Bei Bauer akzeptierten die Anleger den Teilausstieg der Alteigentümer. Seit dem Börsengang hat der Aktienkurs sich fast vervierfacht. Abgesehen davon, dass der Baumaschinenhersteller von der guten Baukonjunktur profitierte, erfüllte er aber noch eine Reihe anderer Kriterien, die Investoren bei einem Börsengang erfüllt sehen wollen. "Entscheidend ist letztlich, dass eine Aktie an der Börse liquide ist, also rege gehandelt wird", sagt Richard Markus, Geschäftsführer der Investmentbank Jefferies in Deutschland. Voraussetzung hierfür sei, dass die Aktie attraktiv für institutionelle Anleger ist. Ziehe eine Firma an der Börse nicht dauerhaft genug institutionelles Interesse auf sich, könne sie dort auch kein weiteres Kapital aufnehmen. "Dann verdienen an dem Börsengang vielleicht noch die Altaktionäre, aber die Börsennotiz bringt dem Unternehmen selber mittelfristig wenig", sagt Markus.

Aber was macht eine mittelständische Firma für die Börse attraktiv? "Die Zahlen sollten über einige Jahre sauber laufen, die Firma sollte wachsen, die Produkte sollten möglichst für die Börse verständlich sein und ein breites Investorenpublikum ansprechen", sagt TEC-Chef Hartmann. Außerdem sei es hilfreich, wenn die Firma schon vor dem Börsengang solide mit Eigenkapital finanziert sei. Der Investmentbanker Markus stellt noch weitere Ansprüche an Börsenkandidaten: "Sie brauchen eine gewisse Größe, eine Wachstumsperspektive und möglichst einen internationalen Anspruch, um nicht nur deutsche Anleger zu erreichen." Die Größe macht Markus vor allem am Ergebnis fest, etwa 60 bis 70 Millionen Euro sollten börsennotierte Firmen im laufenden Geschäft (Ebitda) schon verdienen. Bei Bauer waren es im Jahr 2005, jenem vor dem Börsengang, rund 95 Millionen Euro.

So viel Gewinn erzielen die meisten im Entry Standard der Deutschen Börse notierten Firmen bei weitem nicht. Dabei sollte dieses Börsensegment gerade den Mittelstand ansprechen, als Einstiegsplattform. Doch selbst bei den 30 liquidesten Firmen des Segments, zusammengefasst im Entry-Standard-Index, sind die Börsenumsätze gering. Zum Beispiel Francotyp-Postalia: Der Kuvertiermaschinenhersteller ging Ende 2006 an die Börse, mit einem operativen Gewinn von 22 Millionen Euro (für das Jahr 2005). Seither kommt der Umsatz nicht voran, nach Zinsen und Steuern macht die Firma Verlust. Im letzten Jahr wurden täglich im Durchschnitt nur etwa 100 000 Aktien gehandelt, Tendenz fallend. Der Kurs ist seit dem Börsengang um drei Viertel gefallen.

#### Kulturelle Barriere

Mittelständische Firmen wie Francotyp-Postalia, die an der Börse ein Dasein als Mauerblümchen fristen, gibt es viele. Und auch bei Firmen mit guten Voraussetzungen lässt sich nicht ausschließen, dass sie an der Börse enttäuschen. Doch wie sollten Mittelständler das Projekt Börsengang angehen, um die Chancen zu erhöhen?

Der Investmentbanker Markus empfiehlt Börsenanwärtern, schon etwa zwei Jahre vorher ihre Rechnungslegung und ihre Führungskultur (Corporate Governance) so auszurichten, als ob sie bereits an der Börse wären. TEC-Chef Hartmann sagt: "Mittelständische Unternehmen tun sich grundsätzlich schwer, den Anforderungen der Kapitalmärkte zu genügen." Selbst wachstumsstarke Firmen, für die ein Börsengang grundsätzlich sinnvoll wäre, hätten Probleme, von heute auf morgen die Rechnungslegungsstandards der Börse zu erfüllen und die Sprache der Finanzmärkte zu sprechen. Kulturelle Barrieren hinderten viele Unternehmer daran: "Die Geschäftsführer sind oft stark auf den Erhalt der Kontrolle bedacht", sie seien es nicht gewohnt, Steuerungskennzahlen wie Cash-Flow zu entwickeln und anzuwenden.

Die konkreten Vorbereitungen für einen Börsengang beginnen dann etwa ein halbes Jahr vor dem Start. Andreas John, der das Aktienemissionsgeschäft bei der DZ Bank leitet, rät Unternehmen, zunächst ein Emissionskonzept für den Börsengang zu entwerfen, eine Art Masterplan. Als entscheidende Phase sieht John die dann folgende Due Diligence an, also die gewissenhafte Prüfung der Firma und ihrer Bilanzen durch die Banken, die den Börsengang begleiten. "Ist die Prüfung zu lasch und das Unternehmen wird schöngeredet, kann das zu großen Enttäuschungen führen", sagt John. Verlorene Reputation lasse sich an der Börse nur schwer wiederherstellen.

#### Bekanntheit braucht Zeit

Noch etwas sollte ein Börsenkandidat beachten, um bei Anlegern gut anzukommen, sagt John: "Die Auswahl des richtigen Marktsegmentes ist wichtig." Damit Investoren leichter vergleichen können, bietet es sich an, im gleichen Segment wie die Konkurrenz notiert zu sein. Auf die Vergleichsgruppe sollte man auch achten, wenn es daran geht, in der Vermarktungsphase Anleger anzusprechen. Welche Investoren sind bei den Konkurrenten investiert? "In der Regel ist es gut, sowohl Privatanleger als auch Institutionelle anzusprechen", sagt John. Allerdings habe sich das Gewicht zuletzt hin zu den Profis verschoben.

Wenn all diese Fragen geklärt sind, der Zulassungsprospekt bei der Finanzaufsicht eingereicht ist und Researchberichte erstellt wurden, geht die Firma an die Öffentlichkeit und spricht gezielt Medien und Investoren an. Gerade kleinere Firmen sollten genug Zeit einplanen, um sich einem breiteren Publikum bekannt zu machen, rät DZ-Bank-Manager John. Andererseits: Spricht das Unternehmen zu früh von seinen Börsenplänen, könnte die Enttäuschung umso größer sein, wenn es das Projekt kurzfristig beerdigen muss - wie die Bestatter von Ahorn.

#### Familienunternehmen: Börsengang

Verlockend ist die Aussicht, auf einen Schlag an neues Kapital zu gelangen. Unter den Familienunternehmen wagen aber nur wenige den Gang an die Börse: Zu viele haben sich dabei schon verhoven, ihr Kurs dümpelt dahin. Der große Schritt verlangt gründliche Vorbereitung, damit es nicht zum unternehmerischen Kulturschock kommt: Denn während inhabergeführte Firmen sich oft verschwiegen geben, fordert der Aktienmarkt Transparenz und glasklare Kennzahlen. Zudem halten viele Geschäftsführer lieber an ihrer Kontrolle fest, als sich vor den Anlegern rechtfertigen zu müssen.

**Bildunterschrift:** Im Rampenlicht: Wer seine Firma an den Aktienmarkt bringen will, muss die Zahlen offenlegen. Das fällt vielen Chefs schwer. Illustration: h1-daxl.de

492604, SZ , 12.06.08; Words: 1263, NO: A42280864