

Offen gesprochen

Brauchen wir einen
neuen Neuen Markt?

Am 5. Juni 2003 war der Spuk zu Ende. Nachdem der Nemax, der Index der Werte des Neuen Marktes, einen Tiefstand von 318 Punkten erreicht hatte und in nur 31 Monaten über 96 Prozent seines Wertes – über EUR 200 Mrd. an Marktkapitalisierung – eingebüßt hatte, entschied sich die Deutsche Börse, den Neuen Markt zu schließen. Ein unglaublicher Aufstieg und Fall des Marktsegmentes sowie eine einzigartige gesellschaftliche Auseinandersetzung mit dem Thema Kapitalmarkt in Deutschland fand damit seinen wenig ruhmreichen Abschluss. Konzipiert wurde der Neue Markt im Jahr 1997 nach dem Vorbild der NASDAQ, dem amerikanischen Marktsegment für Wachstumsunternehmen. Auch die NASDAQ verlor im Rahmen der Marktkrise bis zum Jahr 2003 80% ihres Wertes und fiel von über 5.000 Punkten auf fast 1.000 Punkte zurück. Heute schwankt der Index der NASDAQ zwischen 3.700 und 4.100 Punkten. IPOs sind an der NASDAQ an der Tagesordnung, während sich der IPO-Markt in Deutschland seit Schließung des Neuen Marktes nicht mehr wirklich erholt hat. Können wir aus dieser Entwicklung ableiten, dass wir einen neuen Neuen Markt brauchen?

Venture Capital ist wieder gefragt in Deutschland. Nicht nur in Berlin und in München suchen interessante Start-ups nach Kapital. Top-Absolventen der Hochschulen streben wieder das Unternehmertum an und finden durch die Entwicklungen in der Informationstechnologie, der Biotechnologie oder auch im Maschinenbau, beispielsweise im Bereich des 3D-Drucks, interessante Ansätze zum Aufbau neuer Unternehmen. Die Anzahl der Investoren für frühe Finanzierungsrunden wächst – teilweise auf-

grund erfolgreicher Entwicklungen in anderen Ländern, teilweise wegen des Fehlens alternativer Anlagemöglichkeiten. Mit Zalando und Rocket Internet haben sich erst kürzlich zwei Schwergewichte dieser Entwicklung auf dem Weg an den Kapitalmarkt gemacht. Das Listing dieser Gesellschaften erfolgte dabei einmal im Regulierten Markt (Prime Standard) und – erstaunlicherweise – im Fall Rocket Internet im Entry Standard als Teil des Freiverkehrs-Segments der Frankfurter Börse. Der Neue Markt als NASDAQ-Äquivalent stand ja nicht mehr zur Verfügung (und Rocket Internet hätte dessen formale Anforderungen wohl auch nicht erfüllt).

Die Emissionen fanden bei institutionellen Investoren reißenden Absatz, war doch der Börsengang der chinesischen Alibaba Group in New York im September äußerst erfolgreich gelaufen. Die bei Rocket Internet und Zalando investierten Investoren landeten jedoch höchst unsanft auf dem Boden der Tatsachen: Beide Emissionen notieren unter dem Platzierungspreis. Damit ist die erhoffte neue IPO-Dynamik für den deutschen Kapitalmarkt ausgeblieben.

Abseits aller Ursachensuche für diese Entwicklung fragt sich, ob ein neuer Neuer Markt hilfreich wäre, um auch kleinere Unternehmen der Technologiebranche einschließlich der Online-Geschäftsmodelle wieder an den Kapitalmarkt zu führen.

Das wäre dann der Fall, wenn der Weg an die Börse für IPO-Kandidaten nur deshalb versperrt bliebe, weil sie ohne ein eigenes Technologie-Marktsegment die notwendige Aufmerksamkeit am

Kapitalmarkt nicht erreichen. Dieser Kausalzusammenhang ist nicht auszuschließen, denn der Erfolg des Neuen Marktes mit mehr als 300 Neuemissionen in weniger als drei Jahren wäre wohl ohne das unterstützende Marketing des Neuen Marktes nicht vorstellbar gewesen.

Klassischerweise handelt es sich bei Wachstumsunternehmen um Gesellschaften mit noch geringen Umsätzen. Die Unternehmenswerte dieser Unternehmen liegen auch heute regelmäßig unter EUR 100 Mio. und lassen sich nur aus der Unternehmensplanung und nicht aus den aktuellen Renditekennziffern ableiten. Die Gesellschaften sind damit am Kapitalmarkt – anders als Rocket Internet und Zalando – sogenannte Microcaps. Für die meisten Investoren sind sie folglich zu klein und aus den bestehenden Fondsstrukturen heraus nicht sinnvoll zu erwerben. Aus diesem Grund wurden in Zeiten des Neuen Marktes spezielle Fonds aufgelegt, die sich ausschließlich auf dieses Wachstumssegment mit vergleichsweise hohen Bewertungen, aber auch hervorragenden Marktchancen konzentrierten. Leider wurde das Chancen-Risiko-Profil dieser Gesellschaften regelmäßig falsch eingeschätzt, denn Wachstum und Ertrag der Gesellschaften blieben weit hinter den Planungen zurück.

Wäre das heute anders? Sind jetzt die Chancen der Wachstumsunternehmen nachhaltig höher als vor 15 Jahren?

Man könnte annehmen, dass das beispielsweise für Online-Geschäftsmodelle durchaus zu bejahen ist. Denn im Gegensatz zu den Zeiten des Neuen Marktes werden von den Wachstumsunternehmen mittlerweile reale Umsätze erwirtschaftet. So hat das Internet heute einen namhaften Anteil am Consumer-Markt gewonnen, der im Bereich Fashion bei etwa 20% liegt und kontinuierlich im niedrigen zweistelligen Bereich wächst. Damit werden heute Geschäftsmodelle erfolgreich umgesetzt, die vor 15 Jahren noch gescheitert sind.

Aber bedeutet dieses Wachstum auch wachsende Profitabilität? In den ersten Jahren dieses Jahrtausends ist man davon ausgegangen, dass die Profitabilität im Internet insbesondere durch die Skalierbarkeit der Geschäftsmodelle erreicht werden kann. Einmalige Aufwendungen in leistungsstarke Shop-Software verbunden mit geschickten Marketingmaßnahmen sollten zu ständig steigenden Margen bei nachhaltigem Umsatzwachstum führen. Die Erfolge der heutigen Onlineshops zeigen aber, dass eine Skalierbarkeit nur bedingt besteht. Denn wachsende Umsätze sind im transparenten Umfeld des Internets nur durch immer ausgefeiltere Tracking-Methoden erzielbar. Durch diese „Individualisierung der Kundenansprache“ können die Umsätze zwar regelmäßig gesteigert werden, gleichzeitig steigen aber naturgemäß auch die damit verbundenen Kosten.

„Explodierende“ EBIT-Margen sind nur durch nachhaltige Differenzierungen, etwa über Patente oder den Zugang zu limitierten Ressourcen erreichbar. Denn was kopiert werden kann, wird binnen kurzer Zeit kopiert, und dies führt immer wieder zu einer „Normalisierung“ der jeweiligen Ertragskennzahlen. Letztlich werden deshalb nur wenige junge Unternehmen neben einem Umsatzwachstum auch ein überdurchschnittliches Ergebniswachstum erreichen können, das schon in der Frühphase der Unternehmensentwicklung hohe Bewertungen rechtfertigt. Die reine Größe wird als Differenzierung nur für wenige Unternehmen nutzbar sein. Und diese großen Unternehmen benötigen keinen neuen Neuen Markt.

Trotz der neuen Gründerwelle bleibt es zweifelhaft, ob es in Deutschland eine sehr hohe Anzahl von neuen Unternehmen mit überdurchschnittlichem Ertragspotenzial gibt, die die Einrichtung eines Marktsegments rechtfertigen und/oder für die Bündelung der Werte in Fonds in Frage kommen. Die Etablierung eines Neuen Marktes für Wachstumsunternehmen erscheint damit nicht

sehr erfolgsversprechend. Und das gilt trotz des Erfolges der NASDAQ in den letzten Jahren. Denn unsere gegenüber Aktien kritische Gesellschaft und die deutsche Tendenz, Geschäftsmodelle, insbesondere aus den USA, zu kopieren statt völlig eigenständige Ansätze zu entwickeln, scheinen wenig Raum für erfolgreiche Technologie-IPOs in Deutschland zu lassen. Es sollte deshalb dabei bleiben, dass sich potentielle Börsenkandidaten für den Regulierten Markt mit seinen hohen Anforderungen qualifizieren müssen. Dies gilt umso mehr, als das deutsche Kapitalmarktrecht mehr und mehr durch EU-Vorgaben gestaltet wird und damit einer Regulierung durch den deutschen Gesetzgeber sowie die Börsen nur noch begrenzt zugänglich ist.

Dennoch ist eine Initiative der Deutschen Börse und/oder der Politik für eine höhere Anzahl von IPOs in Deutschland innerhalb der bestehenden Rahmenbedingungen erforderlich und sinnvoll. Im Mittelpunkt dieser Initiative sollten aber nicht, wie beim Neuen Markt und auch derzeit immer wieder von verschiedenen Seiten gefordert, Wachstumsunternehmen, v. a. aus dem Technologiebereich, stehen, bei denen sich Prognosen über die langfristige Profitabilitätsentwicklung nur schwer aufstellen lassen. Stattdessen sollte der Fokus einer solchen Initiative auf dem deutschen Mittelstand und damit auf Unternehmen mit einer starken Marktposition und nachhaltig guten Ertragskennziffern liegen, die sich über Jahre bewährt haben. Dass ein IPO für Familienunternehmen durchaus sinnvoll sein kann, haben wir an dieser Stelle ja bereits im November 2013 diskutiert.

Es besteht kein Zweifel daran, dass Investoren an Unternehmen dieser Struktur interessiert sein müssten, wenn das Konzept stimmt. In einer langanhaltenden Niedrigzinsphase wie der aktuellen, in der händeringend nach Anlagemöglichkeiten gesucht wird, wäre beispielsweise ein neuer Index innerhalb des Regulierten Marktes attraktiv, in dem Dividendenwerte auch jenseits der hohen

dreistelligen Bewertung geführt werden. Als *Neuer Dividenden-Markt* könnte er beispielsweise sämtliche Vorzugsaktien, insbesondere solche deutscher Mittelständler, erfassen, sofern

- die Vorzugsdividende satzungsgemäß mindestens der Dividende der Stammaktionäre entspricht,
- auf die Vorzugsaktien für das abgelaufene Geschäftsjahr eine Dividende ausgeschüttet wurde und
- der ausgeschüttete Gesamtdividendenbetrag mindestens 50% des Jahresüberschusses entspricht.

Welche kleineren und mittleren Investoren wären derzeit nicht an einem Portfolio von Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen mit einer soliden Dividendenrendite und einem nachhaltigen Wachstum des Unternehmenswertes interessiert? Über die Aufnahme in einen Index könnten die entsprechenden Werte auch jenseits hoher Marktkapitalisierungen gezielt die Aufmerksamkeit von Investoren erhalten.

Freilich würde die Einführung eines „bloßen“ neuen Indexes nicht unmittelbar zur Erhöhung der Zahl der Börsengänge führen. Neue Aufmerksamkeit würde ein solcher – wohl mit überschaubarem Aufwand einzurichtender – Index aber sehr wohl auf den deutschen Aktienmarkt – und hier insbesondere auf kleinere und mittlere Unternehmen – lenken. Zudem könnten Bestrebungen, Teil des Index zu werden, die Attraktivität von IPO-Kandidaten bei Investoren erhöhen und damit mittelfristig zu einer höheren Zahl von IPOs beitragen.

Dr. Jens Kruse, Corporate Finance
Oktober 2014

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:

www.mmwarburg.com/de/firmenkunden

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance

Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg

jkruse@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798