

NZZ: Nr. 87; 16. April 1998

## Going Public: Worüber man auch sprechen sollte

von Kaspar Müller\*

Prominente Unternehmen planen auch 1998 den Gang an die Börse. Die günstige Verfassung der Börse lädt ein, hohe Agios können erzielt werden. Das allein rechtfertigt einen derart weitreichenden unternehmerischen Entscheid noch nicht. Andere Gründe kommen dazu: Das Unternehmen könnte sich ohne Gang an die Börse nicht erfolgreich weiterentwickeln. Die Selbstfinanzierung ist nicht mehr gross genug, um die Marktchancen wahrzunehmen. Die Nachfolgeregelung bei Familiengesellschaften verbunden mit grossen Wachstumschancen sind oft ausschlaggebend für den Börsengang. Ein erwünschter Effekt ergibt sich in der Regel auch im Anschluss an ein erfolgtes Going Public (GP) durch einen höheren Bekanntheitsgrad. Die Liste der Gründe liesse sich erweitern und viele erfolgreiche Beispiele können angeführt werden. Erstaunlich ist, dass bei derart vielen positiven Gründen die Erfahrungen verschiedener Unternehmen mit einem Börsengang oft weniger euphorisch sind.

Ziel ist dieses Artikels ist es deshalb, einige Aspekte eines Börsenganges, die in einem euphorischen Börsenklima immer wieder vergessen werden, aus einer kritischen Perspektive zu beleuchten. Es sind dies: Preisgestaltung und ihre möglichen Konsequenzen, der Kulturunterschied zwischen Unternehmern und Investmentbankern, und die im Rahmen eines GP abzugebende soziale Kompetenz und Führerschaft.

Es gibt kein sicheres Verfahren, das Fehler bei der Preisgestaltung mit Sicherheit ausschliessen kann. Falsche Emissionspreise sind deshalb häufige Ursache für

schwerwiegende Probleme in den Jahren nach dem Börsengang. Mit Sicherheit steht fest, dass der Emissionspreis nie aufgrund von geschätzten zukünftigen EPS (Gewinn pro Aktie) und daraus abgeleiteten P/E (Kurs/Gewinn Verhältnis) bemessen werden sollte. EPS und P/E dienen allenfalls der kurzfristigen Beurteilung. Sie führen aber in vielen Fällen unter einer langfristigen Optik zu strategischen Fehlentscheidungen, schlicht und einfach weil sie das Ergebnis von künstlichen Accounting Zahlen sind, die den strategischen Wert eines Unternehmens nicht abbilden können. Starkes Gewicht sollte der sorgfältigen finanziellen Bewertung der Strategie dienen. Sie ist ein zuverlässigerer Indikator.

Zwei Konsequenzen falscher Preisgestaltung sollen besprochen werden: Aufgrund des hohen Mittelzuflusses dank der guten Börsenlage neigen Manager zu Investitionen und/oder Akquisitionen, die unter einer wirtschaftlichen Perspektive nicht empfehlenswert sind. Dieser Neigung wird nur in seltenen Fällen von der beratenden Bank entgegengewirkt, weil die Vermittlung von Akquisitionen ein ertragreiches Folgegeschäft ist. Das durch den dank eines GP erfolgten hohen Mittelzufluss induzierte akquisitorische Wachstum ist oft Ausgangspunkt des späteren Misserfolges. Solche Stimmen gehen jedoch im Vorfeld eines GP angesichts des euphorischen Grundtenors unter. "Financial Engineering", als neuer Antrieb unternehmerischen Handelns wird das dominierende Dogma. Die Frage, ob ein GP für ein Unternehmen und sein Umfeld unter dem unternehmerischen Gesichtspunkt auch langfristig richtig ist, tritt in den Hintergrund.

Zweitens: GP erfolgen regelmässig in Zeiten mit guten Wirtschaftsperspektiven. Die Manager eines GP-Kandidaten können dementsprechend die positiven Kommentare der Presse, Investoren und Emissionsbanken geniessen. In den meisten Fällen sind sich die Manager aber nicht bewusst (und sie werden auch nicht darauf vorbereitet), was es heisst, in einer

rezessiven Wirtschaft dem gleichen Druck der Öffentlichkeit ausgesetzt zu sein. Wenn der Börsenkurs unter den Emissionspreis sinkt und die Kommentare schlagartig die Kompetenz des Management in Frage stellen, wird die Belastung oft unerträglich. Viele Unternehmen empfinden den beim GP erzielten Emissionspreis noch längere Zeit nachher als Belastung, und sie fühlen sich bemüsst, ihr unternehmerisches Handeln auch darauf auszurichten, zumindest wieder den Emissionskurs zu erreichen. Dies ist aber oft nur mit schmerzhaften Eingriffen möglich und versperrt den Blick auf eine langfristige Strategie. Auf diesen Zusammenhang werden die Unternehmen völlig ungenügend vorbereitet.

Ein immenses Konfliktfeld ist der Kulturunterschied zwischen Unternehmern und Investmentbankern. Für die Banken handelt es sich bei GP um ein indifferentes Geschäft, ein Geschäft also, bei dem kein langfristiges Engagement eingegangen wird sondern wo Kommissionserträge und Folgegeschäfte anfallen. Ein GP lässt hingegen keinen Unternehmer indifferent. Für jedes Unternehmen ist eine Börsengang ein einmaliges Ereignis, das die Geschicke und Kultur über Jahrzehnte massgeblich prägen wird. Demnach dürfen nur langfristige Überlegungen relevant sein. Das Argument, dass die Börsenlage günstig ist und der Titel die Liste Börse ideal ergänzt, ist kein langfristiges Argument.

Für den Investmentbanker ist ein GP ein attraktives und lukratives geschäft. Es mehrt unmittelbar sein Prestige, seinen Marktwert und schliesslich tragen die nicht unbeträchtlichen Kommissionen zu einem steigenden Bonus bei. Die Ziele sind demnach kurzfristig. Zudem ist nicht sicher, dass er weitere 10 Jahre auf der Bank arbeiten wird resp. darf. Ganz im Gegensatz zum Unternehmer, der in einem Zeitraum von 10 eher 20 Jahren denken muss und lebenslänglich mit den Geschicken seines Unternehmens und den Auf und Abs des Börsenkurses verbunden bleibt.

Dieser Kulturunterschied darf nicht unterschätzt werden. Unternehmer sollten deshalb nicht a priori davon ausgehen, dass der Ratschlag eines Investmentbankers im langfristigen Interesse des Unternehmens steht. Die Kultur und die Interessen eines Investmentbankers sind meilenweit von denen eines Unternehmers entfernt. Vor einem GP muss deshalb von den Familienunternehmen auch intensiv darüber nachgedacht werden, was von der Bank nicht gesagt wird und welche Interessen die Bank vertritt. Idealerweise sollte eine in diesem geschäft erfahrene Bank als Partner gewählt werden, die über die notwendige Plazierungsvolumen verfügt, die aber von risikotragenden Teilhabern geleitet wird. Diese verstehen die unternehmerischen Aspekte aus eigener Erfahrung.

Von einem Börsengang sind immer verschiedenen Anspruchsgruppen betroffen. Es gibt kein Patentrezept, das es allen gut macht. Verlierer aber

Der Finanzmarkt strebt nach dem Maximum. Damit wird die in Familienunternehmen oft über Jahrzehnte gewachsene soziale Verantwortung auf eine harte Probe gestellt. Wenn aus seiner Sicht eine operative Marge von 20% für die langfristige Entwicklung ausreicht, dann muss er nicht a tout prix die Marge auf 25% hinaufdrücken. Solange soziale und ökologische Kosten externalisiert werden können, solange kann die unternehmerische Verantwortung in privaten Unternehmen besser gelebt werden.

Wenn eine Margenverbesserung drinliegt, so wird dies von einflussreichen Investoren gefordert, soziale oder ökologische Konsequenzen hin oder her. Mittel die Forderung durchzusetzen sind z.B. take-overs. Ein privater Unternehmer kann sich hingegen eine massvolle Politik leisten.

Verschiedene Kategorien von heute einflussreichen Investoren verlangen nach dem Maximum. Wenn, selbst

auf hohem Niveau, eine Margenverbesserung auf Kosten von Arbeitsplätzen möglich ist, so wollen sie das.

Fazit: Erstens: Neue, innovative Mechanismen sind anzuwenden, die die Risiken und Chancen bei einem Börsengang gerechter auf die Schultern der Banken, Unternehmen und Mitarbeiter zu verteilen. Zweitens: Der Börsengang ist kein Ziel, er kann nur Mittel sein, um das langfristige unternehmerische Ziel zu erreichen. Und drittens: Die Frage, ob ein GP ein Erfolg ist oder nicht beantwortet sich frühestens zehn Jahre nach dem GP. Erfolgreich ist ein Going Public nur, wenn verantwortungsvolle Unternehmer zehn Jahre nach dem Börsengang mit voller Überzeugung sagen können: Das GP war im Interesse des Unternehmens, der Familie und der Mitarbeiter.