



Keine gute Geschichte

Initiatoren an der Börse

Ein Börsengang bringt den Initiatoren frisches Geld in die Kasse. Doch am Ende könnten Fondsinvestoren und Aktienanleger die Dummen sein.



Von **Alexander Heintze**
Freier Wirtschaftsjournalist,
München

„Geschlossene Fonds anzubieten ist kein Geschäftsmodell für die Börse“. Die Vorstände der privat geführten Initiatoren fällen fast einhellig ein hartes Urteil über die börsennotierte Konkurrenz. Genauso vehement widersprechen natürlich die Vorstände dieser Initiatoren. Die Fronten zwischen den beiden Lagern verhärten sich zunehmend. Die Verfechter des Börsengangs nennen zukünftige Wachstumschancen in verschiedenen Geschäftsfeldern, mehr Transparenz und die drohende Konzentration der Branche als Argumente, sich auf das glatte Börsenparkett zu begeben. Die Gegner sehen dagegen Interessenskonflikte als „Diener zweier Herren“, wenn die Initiatoren einerseits den Fondsanlegern verpflichtet sind, andererseits Banken, Analysten und Aktieninhaber zufrieden stellen müssen.

Die Börsenfans halten dem entgegen, daß eine Notierung mehr Transparenz, mehr Öffentlichkeit und vor allem frisches Eigenkapital für

den Ausbau neuer Geschäftsfelder brächte. Ob diese Argumente die Risiken eines Börsengangs rechtfertigen, ist zweifelhaft.

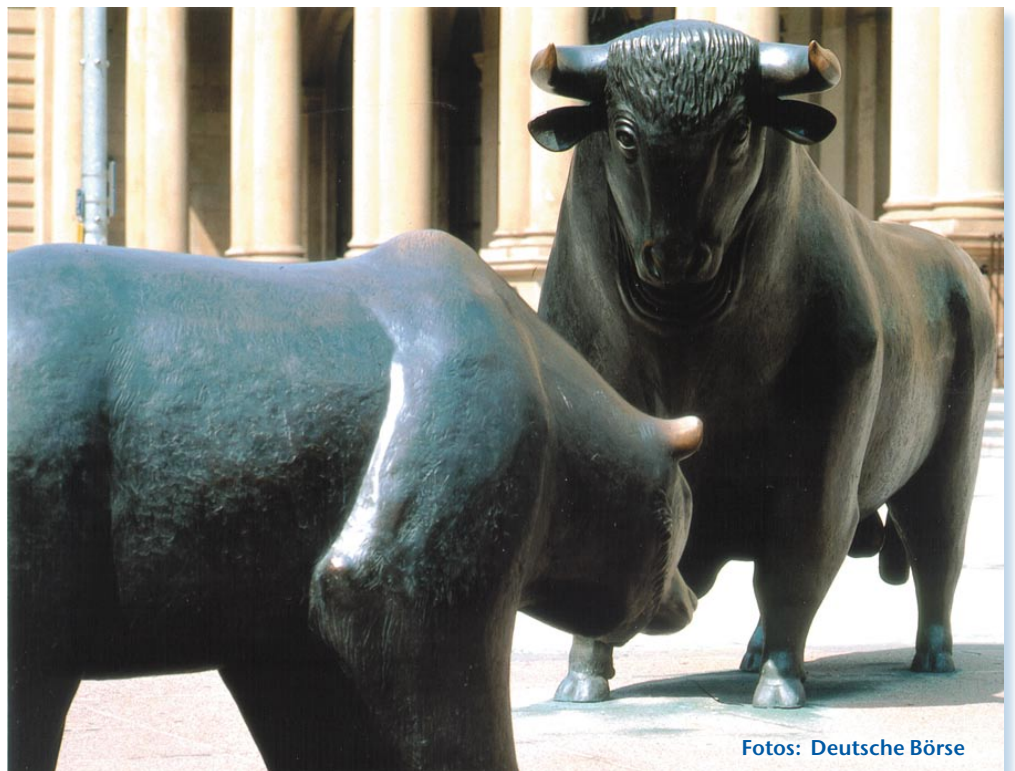
Beispiel vermehrte Aufmerksamkeit: Wer den Börsengang mit einer anderen Form der Öffentlichkeitsarbeit verwechselt, fährt eine teure Werbestrategie. Zumal diese auch nach hinten losgehen kann. Bricht der Aktienkurs ein, schlägt das unweigerlich auf das Image des Anbieters durch. Leistungsbilanz hin oder her: Einem Unternehmen, dessen Aktie drei Vier-

tel des Wertes verliert, vertrauen auch Fondsanleger erstmal kein Geld mehr an.

Beispiel Transparenz: Mit einem Blick in die Bilanz können Fondsinvestoren und Aktienanleger schnell erkennen, wie viel Gewinn das Unternehmen wirklich macht. Das ist ein echter Vorteil der Börsenvorschriften. Die privat geführten Häuser geben sich hier deutlich bedeckter und täten gut daran, freiwillig gleichzuziehen. Auf der anderen Seite haben Fondsinvestoren auch bei nicht-börsennotierten AGs und GmbHs die Möglichkeit, die Geschäftsberichte und Bilanzen einzusehen. Nur machen die wenigsten davon auch Gebrauch.

Gelder werden im Marketing verbraten

Beispiel Eigenkapital: Hier könnten sich die Börsengänge tatsächlich mittelfristig auszahlen. Wenn die Zinsen weiter steigen, bekommen einige Initiatoren Probleme, ihren Anlegern attraktive Renditen bieten zu können. Der Zinshebel über das Fremdkapital funktioniert dann nicht mehr. Während die Konkurrenz teure Kredite zu Lasten der Rendite aufnehmen muß, können die



Fotos: Deutsche Börse



börsennotierten Initiatoren aus billigen Eigenmitteln das gewünschte Objekt mitfinanzieren. Doch das ist Theorie. Denn ein Großteil des Geldes, das bei den Börsengängen eingenommen wurde, landete entweder in den privaten Taschen der Alteigentümer oder wird im Marketing verbraten.

Auf der anderen Seite werden die Aktionäre, die nicht gleichzeitig in die Fonds des Unternehmens investiert sind, kaum Verständnis dafür haben, daß ihre Firma große Geldreserven hortet. Sie möchten lieber eine gute Dividende. Diese soll möglichst verlässlich gezahlt werden und jedes Jahr steigen. Schon jetzt locken Lloyds und Co die Anleger mit hohen Ausschüttungen. Lloyds bietet aktuell eine Dividendenrendite von sechs Prozent. HCI Capital kann in diesem Jahr sogar mit über sechs Prozent wuchern. Ein gefundenes Fressen für Dividendenjäger und Dividendenfonds, die wohl auch für einen Großteil der positiven Kursentwicklung verantwortlich sind. Hier werden die Häuser in wenigen Jahren Probleme bekommen. Wenn die Gewinne nicht mehr so sprudeln, werden Dividenden kleiner ausfallen oder ganz ausbleiben. Das wirkt sich dann auch auf die Kurse aus. Auch wird es die Aktionäre kaum erfreuen, wenn die Ausschüttungen an die Fondszeichner weiter fließen, sie aber leer ausgehen. Jetzt mag man mit den unterschiedlichen Risiken und Beteiligungsformen argumentieren; psychologisch ist es auf jeden Fall ein Problem.

Viele Häuser wollen das Geld für die Erschließung neuer Geschäftsfelder nutzen. Die bislang oft einseitig ausgerichteten Häuser müssen sich breiter aufstellen und damit unabhängiger von Schwankungen in den einzelnen Segmenten machen. Doch auch das kostet viel Geld. Wer bislang mit Schiffen oder Immobilien erfolgreich war, muß sich das Know-how für andere Geschäftsfelder hinzukaufen. Und auch die Börsennotierung kostet Geld. Die Emissionshäuser haben einen nicht unerheblichen Anteil neuer Mitarbeiter eingestellt, der sich nur um das Thema Investor Relations kümmert. Diese neuen Leute, die Quartalsberichte und die Anforderungen der Börsen bezahlen die Fondsanleger mit.

Fehlende Börsenstory

Größtes Problem ist aber die fehlende Börsenstory. Zwar sind die laufenden Erträge aus den Fonds stetig und gut kalkulierbar, doch das interessiert nicht. An der Börse werden Zukunftserwartungen gehandelt. Gefragt ist eine Wachstumsstory und die kann kein Initiator garantieren. Selbst wenn das Geld zum Aufbau neuer Geschäftszweige genutzt wird, bleiben die Risiken bestehen. Markt- und Gesetzesänderungen lassen sich nur schwer vorhersagen. Noch schwerer ist es, kurzfristig darauf zu reagieren.

Die Anbieter sind gezwungen, die Emission an neuen Produkten und damit den Zufluß an frischem Anlegerkapital von Quartal zu Quartal zu steigern. Das kann auch mit einer breiten Produktpalette nicht immer gelingen. Während es den Fondsanlegern recht leicht zu vermitteln ist, daß man in dem einen oder anderen Markt derzeit nicht aktiv werden will, kann sich kaum ein Initiator über mehr als zwei Quartale dem Druck der

Banken und der Analysten widersetzen, neue Produkte auf den Markt zu bringen. So werden unweigerlich riskantere Konstruktionen und unrentablere Fonds auf den Markt kommen. Die Börse freut es zunächst, denn die schlechten Ergebnisse offenbaren sich frühestens in der Leistungsbilanz des nächsten Jahres.

Analysten lassen sich blenden

Trotzdem bekommen die Firmen von den Bankanalysten durchweg gute Noten und die Anleger hohe Kursziele präsentiert. Die meisten Analysten lassen sich dabei offensichtlich von den guten Platzierungsergebnissen der Vergangenheit blenden. Viele Gewinnsschätzungen beruhen auf den sehr optimistischen Annahmen der Initiatoren. Die Banker haben auch kaum eine andere Chance. Um zu einer realistischen Einschätzung zu kommen, müßten die Bankanalysten die Entwicklungen an den Schiffs- und Immobilienmärkten, die Aussichten der Private-Equity-Branche, der Lebensversicherungen und der Alternativen Energien unter die Lupe nehmen. Die Initiatoren beschäftigen für jeden dieser Bereiche ein Team an Fachleuten, die Analysten sind in der Regel auf sich alleine gestellt. So bleibt in den meisten Analystenberichten nur der unbestimmte Satz: Das Anlagerisiko sei hoch einzuschätzen. Das ist sicherlich die treffendste Einschätzung. ■

