

RECHT UND KAPITALMARKT

Neustarts an Wall Street nach den Rückzügen

„Jobs Act“ sorgt für Belebung ausländischer Emittenten in New York –
In den USA auch kleinere Börsengänge möglich

Von Marcus C. Funke und David Boles *)

Börsen-Zeitung, 6.9.2014

Als Ende Januar 2014 Siemens ankündigte, seine seit rund 15 Jahren bestehende Notierung an der New York Stock Exchange (Nyse) aufzugeben und die Registrierung der Aktien bei der Aufsicht SEC zu beenden (Deregistration), war dieser Rückzug von Wall Street der vorläufige Schlusspunkt einer längeren Entwicklung.

Nachdem zwischen 1994 und 2001 rund 25 deutsche Unternehmen Zweitnotierungen an Nyse oder der Nasdaq aufgenommen hatten, haben die meisten deutschen Emittenten in den letzten zehn Jahren dies wieder rückgängig gemacht. So werden aus dem Dax mit Deutscher Bank, Fresenius Medial Care und SAP künftig nur noch drei deutsche Emittenten mit US-Börsennotierungen vertreten sein.

Neue Emittenten

Dieser Rückzug von der Wall Street ist aber nur die eine Seite einer Entwicklung. Orion Engineered Carbons, das frühere Rußgeschäft von Evonik, schloss Ende Juli seinen Börsengang mit einem luxemburgischen Vehikel an der Nyse ab, nachdem zuvor bereits Voxeljet, ein Hersteller von 3-D-Druckern, sowie Elster Group, ein Hersteller von Strom-, Gas- und Wasserzählern für Smart-Grid-Anwendungen Börsengänge an der Nyse absolviert hatten. Auch ein weiteres deutsches High-Tech-Unternehmen hatte einen US-Börsengang 2012 weit vorangetrieben, bevor die Investoren schließlich an einen strategischen Käufer veräußerten.

Dabei sticht ein Unterschied zu den früheren Notierungen deutscher Emittenten an Nyse und Nasdaq ins Auge: Während sie in der Vergangenheit immer Zweitlistings neben Notierungen in Deutschland waren, entscheiden sich viele internationale Unternehmen heute ausschließlich für eine US-Notierung. Weshalb sind

US-Börsengänge für ausländische Unternehmen wieder populär geworden, während gleichzeitig andere Emittenten sie beenden? Diese Frage lässt sich insbesondere vor dem Hintergrund des im April 2012 in Kraft getretenen Jumpstart Our Business Start-ups (Jobs) Act beantworten.

Hürden herabgesetzt

Nachdem sich mit Inkrafttreten des Sarbanes-Oxley Act seit 2002 die regulatorischen Anforderungen an Emittenten für den Zugang zum US-Kapitalmarkt enorm erhöhten, hat der Jobs Act die Eintrittshürden für eine Vielzahl von Unternehmen wieder deutlich herabgesetzt. Insbesondere hat der Jobs Act eine neue Kategorie von Emittenten geschaffen, die so genannten Emerging Growth Companies (EGCs). Der Status als EGC definiert sich über den Umsatz des vergangenen Geschäftsjahres: Lag das Volumen unterhalb von 1 Mrd. Dollar, gilt das Unternehmen als EGC.

Es verliert diesen Status erst, wenn die Erlöse in den Folgejahren den Schwellenwert überschreiten, spätestens aber fünf Jahre nach dem IPO. Angesichts dieser Definition fallen auch Emittenten wie der englische Traditionsclub Manchester United, der 2012 ein Debüt an der Nyse hatte und ansonsten auf eine Geschichte von mehr als 125 Jahren zurückblickt, also sicher kein typisches Start-up ist, unter den Begriff des EGC.

Mit dem Status als EGC sind Erleichterungen verbunden: So kann das Registration Statement für Aktien bei der SEC zunächst vertraulich eingereicht werden, die Vorbereitungen des Börsengangs vollziehen sich zumindest bis drei Wochen vor Beginn des Angebots nicht im Licht der Öffentlichkeit. Daneben können EGC-Emittenten sich entscheiden, Abschlüsse nur für die beiden (und nicht die drei) letzten Geschäftsjahre zuvor ins Registration Statement aufzunehmen. Von besonderer Bedeutung ist, dass EGCs in den ersten

Jahren aufwändige Vorschriften des Sarbanes-Oxley-Act zur Prüfung unternehmensinterner Kontrollsysteme zur Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Rechnungslegung nur sukzessive erfüllen müssen und für die erstmalige Anwendung neuer Rechnungslegungsvorschriften zusätzliche Zeit erhalten. Um die Chancen, mit einem Börsengang an frisches Kapital zu kommen, besser auszutesten, bietet der Jobs Act auch Gestaltungsmöglichkeiten für Gespräche und Präsentationen mit institutionellen Investoren (Testing the Waters).

In einer aktuellen Studie von Latham & Watkins, für die mehr als 230 IPOs an US-Börsen seit Ende März 2013 ausgewertet wurden, findet sich die Attraktivität der Regelungen des Jobs Acts belegt: Im zweiten Jahr des Act nahm der Anteil neuer Emittenten, die einige oder mehrere der gesetzlichen Erleichterungen in Anspruch nahmen, weiter zu, 85 % aller neuen Emittenten waren EGCs. Der Anteil internationaler (inklusive deutscher) Emittenten stieg innerhalb nur eines Jahres von 10 auf 15 %. Die Möglichkeit der Einreichung des Registration Statement auf vertraulicher Basis wurde von 90 % der neuen EGC Emittenten in Anspruch genommen, während rund zwei Drittel sich dafür entschieden, Abschlüsse nur für zwei Geschäftsjahre aufzunehmen.

Testing the Waters

Ebenso nahm die große Mehrheit der EGC Emittenten den „On-Ramp Status“ in Anspruch, um die aufwändigen Voraussetzungen einer Prüfung der unternehmensinternen Kontrollsysteme nur sukzessive leisten zu müssen. Auch „Testing the Waters“ vor oder während des Registrierungsverfahrens nahm zu, wobei sich Art und Umfang des Kontakts mit ausgewählten institutionellen von Branche unterschieden; insbesondere bei Unternehmen in Life Sciences und Technologie ist „Testing the Waters“ zur Norm geworden, um komplexe

naturwissenschaftliche und technische Fragen vorab mit Experten zu diskutieren.

Auch eine jüngere Studie der Nyse zu Börsengängen europäischer Unternehmen unter anderem aus Frankreich, Norwegen, Großbritannien, Belgien, den Niederlanden, Dänemark und der Schweiz bestätigt die zunehmende Attraktivität des US-Kapitalmarkts. Ausländische Emittenten können mit wenigen Ausnahmen den Corporate-Governance-Anforderungen ihrer Herkunftsstaaten folgen und nach IFRS erstellte Abschlüsse verwenden, während alternativ die Erstellung der Abschlüsse nach US-GAAP oder eine qualitative Überleitungsrechnung zulässig bleibt. Unter den EGC-Emittenten dominierten innerhalb und außerhalb der Vereinigten Staaten insbesondere Life Sciences, Technologie, Energie, Real Estate, Healthcare und Software.

Bessere Abdeckung

Neben den vornehmlich für EGC Emittenten vorgesehenen Erleichterungen des Jobs Act zeichnet sich der US-Kapitalmarkt gegenüber europäischen Märkten durch eine Reihe weiterer Vorteile aus. Insbesondere durch bereits bestehende US-Notierungen von Unternehmen aus derselben Branche werden Unternehmensvergleiche erleichtert. Die Research Coverage durch Analysten insbesondere in Life Sciences und Technologie ist in den Vereinigten Staaten der hiesigen Abdeckung vielfach weit überlegen.

Dies trägt auch zu einem tieferen Verständnis von Investoren für neue Technologien und naturwissenschaftliche Fragestellungen bei. Anders als europäische Märkte, die in der Regel nach dem Börsengang einen Free Float von mindestens 25 % verlangen, ermöglichen Nyse und

Nasdaq zudem durch den Verzicht auf ein solches Erfordernis auch vom Volumen her kleinere Börsengänge für Small- und Mid-Cap-Emittenten. Investoren bewerten eine Herabsetzung der Preisspanne und der Anzahl angebotener Aktien grundsätzlich auch weniger negativ als in Europa.

Angesichts dieser Attraktivität des US-Kapitalmarkts, der durch den Jobs Act herabgesetzten Zugangshürden und erfolgreicher Vorbilder aus jüngerer Zeit steht zu erwarten, dass Unternehmen aus ausgewählten Branchen bei künftigen Börsenplänen zunehmend auch über eine US-Notierung nachdenken werden.

.....
*) Dr. Marcus C. Funke ist Partner im Frankfurter Büro von Latham & Watkins, David Boles Partner in London.