

Standpunkt

Lohnt sich ein Zweitlisting?

Von Maximilian Fischer, Geschäftsführer,
max. Equity Marketing GmbH



Maximilian Fischer

In den 80er und 90er Jahren war es für viele europäische Unternehmen „hip“, ihre Aktien auch in New York notieren zu lassen. Seitdem haben sich die Kapitalmärkte geändert. Sie sind heute, nicht zuletzt durch die Einführung elektronischer Handelssysteme, liquider und enger miteinander verbunden. Investoren agieren globaler. Welche Auswirkung hat ein Zweitlisting auf die Liquidität, den Investorenkreis und die Beachtung und Bewertung der Finanzanalysen?

Die Liquidität wird wesentlich durch das Handelsvolumen in der Aktie definiert. Aktuelle Untersuchungen zeigen, dass sich das Handelsvolumen bei einem Zweitlisting nur gering erhöht. Bei US-gelisteten europäischen Unternehmen finden nur ca. 3% des gesamten Handels außerhalb des Heimatmarktes statt.

Für das Erreichen eines größeren Aktionärskreises war das Zweitlisting vorteilhaft. Neben der Zeitzone-bedingten Verlängerung der Handelszeiten machte auch die zwingend vorgeschriebene internationale Rechnungslegung die Vergleichbarkeit mit Wettbewerbern transparenter. Inzwischen gelten auch in der EU die internationalen Rechnungslegungsvorschriften. Zudem hatten viele institutionelle US-Investoren die Restriktion, nur in US-gelistete Unternehmen investieren zu können. Für US-Privatanleger gilt das immer noch. Inzwischen nutzen große institutionelle US-Investoren die Möglichkeiten, Anteile eines Unternehmens über Handelsplattformen global, einfach und kostengünstig zu handeln, und investieren deshalb direkt an den Heimatbörsen der ausländischen Unternehmen.

Vergleicht man die Coverage durch Finanzanalysten zwischen großen Unternehmen, die nur am heimischen Markt notieren, mit denen, die ein internationales Zweitlisting haben, dann zeigen aktuelle Studien, dass sie im Schnitt von nur zwei Analysten mehr beobachtet werden.

Noch vor wenigen Jahren konnten US-gelistete Unternehmen durch die – gegenüber den in Europa geltenden Regelungen – strengeren Corporate Governance-Anforderungen in den USA eine verstärkte Transparenz erzielen. Mittlerweile haben viele europäische Länder eigene Richtlinien (z. B. Deutscher Corporate Governance Kodex) etabliert und an internationale Standards angepasst.

Setzt man die hier genannten Punkte in Relation zu den Kosten (Börsenplatz, zusätzliche Berichterstattung, Compliance) und dem zusätzlichen Zeitaufwand, den ein Unternehmen dafür aufbringen muss, ist es sehr fraglich, ob das Zweitlisting einen erheblichen Mehrwert generiert. Allein zwischen Mai 2007 und Mai 2008 haben 35 große europäische Unternehmen ihre US-Zweitnotierung wieder aufgegeben, darunter bekannte Namen wie z. B. Air France, Bayer, British Airways, Danone und Fiat.

Das hat die SEC scheinbar dazu veranlasst, im Oktober 2008 eine neue Regelung (Rule 12g3-2) zum Securities Exchange Act von 1934 hinzuzufügen. Sie ermöglicht ausländischen Unternehmen ein American Depositary Receipts (ADR)-Programm aufzulegen, ohne die umfangreichen SEC-Auflagen bei einem „echten“ Zweitlisting erfüllen zu müssen. Banken können zudem sog. Unsponsored Level I ADR-Programme auflegen, ohne das börsennotierte Unternehmen um Genehmigung bitten zu müssen. Diese neue Regelung entpuppt sich als „Renner“. Allein in den letzten Monaten wurden mehrere hundert dieser Programme aufgelegt. Als Folge können heute Investoren trotzdem Aktien aller hier genannten Unternehmen, die eine US-Zweitnotierung aufgegeben haben, in Form von ADRs erwerben. Die Aktien dieser Firmen sind über die ADR-Programme bei den Handelssystemen OTC (Over-The-Counter) bzw. OTCQX gelistet.

Ich könnte mir durchaus vorstellen, dass nach dem medienträchtigen Fall „SEC gegen Siemens“ einige europäische Unternehmen ihr US-Listing überdenken und sich aus den Fängen der SEC und des Sarbanes-Oxley Act befreien. Wer die Geschichten von den eiskalten US-Inspektoren gelesen oder gehört hat, sehnt sich nach möglichst großem Abstand. Nicht zuletzt sind es aber oft politische Gründe, am Zweitlisting und den damit verbundenen Auflagen festzuhalten.