

## 'Die US-Börse gibt jungen Unternehmen Zeit zum Üben'



### **Nur sieben Unternehmen trauten sich 2020 in Deutschland an die Börse. Viele zog es wie Impfstoffentwickler Curevac in die USA. Investment-Consultant Heiko Frank über die Vorteile der US-Börsen für Mittelständler.**

Deutschland wird weltweit für sein Pandemiemanagement bewundert, die Wirtschaft läuft abseits des Lockdowns gut und der Dax steigt. Trotzdem trauen sich nur wenige deutsche Unternehmen an die Börse. Nach einer Auswertung der Unternehmensberatung PwC nutzten nur sieben Unternehmen die Frankfurter Börse für ihren Börsengang (engl. Initial Public Offering, IPO). Etwa der deutsche Impfstoffentwickler Curevac bevorzugte einen Börsengang in den USA, wo der IPO-Markt boomt. Der Apartment-Vermittler Airbnb sammelte in den USA trotz des schwächelnden Vermietungs-Geschäfts bei einem Börsengang 3,8 Milliarden Dollar ein, die Aktie hat sich am Emissionstag mehr als verdoppelt.

Heiko Frank ist promovierter Betriebswirt und Managing Director bei der M& A-Boutique Kloepfel Corporate Finance in München. Er begleitet seit vielen Jahren Familienunternehmen, Konzerneinheiten und Family Offices beim Kauf und Verkauf von Unternehmen. Er ist Aufsichtsrat bei vier mittelständischen Unternehmen und Handelsrichter am Landgericht Augsburg. Jüngst hat er einen Mittelständler beim Börsengang an die Wall Street begleitet. Wie er die Qualität von Investmentbanken beurteilt, wie Börsengänge trotz Corona-Beschränkungen gelingen und wie er selbst anlegt.

/// WirtschaftsWoche: Herr Frank, Anfang des Jahres gab es noch viele Unternehmen, die einen Börsengang erwogen haben. Jetzt haben ihn in Deutschland aber nur sieben Unternehmen durchgezogen. Warum hängt das Geschäft mit IPO hierzulande durch? //

/// Heiko Frank: //.

Die Aktienkultur ist in Deutschland eine komplett andere als in den USA oder auch Großbritannien. Wir Deutschen vertrauen sehr stark auf die bereits 1889 erstmals eingeführte staatliche Rente und sparen in Lebensversicherungen oder Sparbriefen. Dies ist in den USA ganz anders: dort gibt es keine vergleichbare staatliche Rente, weshalb Amerikaner seit jeher sehr viel umfangreicher in Aktien investieren, um sich ihren Lebensunterhalt im Alter zu sichern. Amerikaner suchen die Chance in Unternehmensbeteiligungen und sind deutlich risikoaffiner als Deutsche. Zudem investieren deutsche Lebensversicherungen oder Pensionsfonds - teils gesetzlich gezwungen - sehr konservativ. Damit fehlt wesentliche Liquidität an der Börse. Dies ist ein Grund warum wir weniger Börsengänge an deutschen Handelsplätzen und in der Regel auch geringere Unternehmensbewertungen an hiesigen Börsen sehen. In diesem Jahr haben viele aber auch ihre Börsenambitionen wegen Covid-19 aufgegeben. Einerseits haben viele Geschäftsmodelle in der Pandemie gelitten, andererseits hat sich die Vorbereitungsphase des Börsengangs, welche mitunter bis zu zwei Jahre dauern kann, durch Lockdowns und Reisebeschränkung erschwert und verlängert.

/// Sie haben das Unternehmen VIA optronics aus Nürnberg begleitet, das seit September an der New Yorker Börse gelistet ist. Wie haben Sie das trotz der Hindernisse geschafft? //.

Unternehmen steht es frei, wo sie sich listen lassen, solange die entsprechenden Regularien erfüllt werden. Entsprechend können deutsche Unternehmen ihre Aktien an den Börsen der USA listen lassen, denn dort ist das Interesse der Investoren für Börsenneulinge größer, wodurch höhere Bewertungen möglich sind und mehr Geld eingeworben werden kann. VIA optronics ist ein Technologieunternehmen, das hoch strapazierfähige Displays herstellt. Daher kommen die Displays bei Techriesen wie Dell, HP und Lenovo, aber auch bei führenden Herstellern von Autos oder Landwirtschaftsmaschinen zum Einsatz. Mit solch einem technologiebasierten Businessmodell 'In a world of Displays and Internet of Things' erreicht man die Amerikaner gut, weshalb die Wahl auf ein Listing an der NYSE fiel.

/// Wie haben Sie den Vorstand Investoren präsentiert in der Corona-Zeit? //.

Der Vorstand des Unternehmens muss die Investoren überzeugen. Dies geschieht im Zuge des Börsengangs eigentlich durch persönliche Meetings zwischen potenziellen Investoren und dem Vorstand auf Roadshows in Nordamerika und Europa. Aufgrund von Reisebeschränkungen und nationalen Lockdowns durch Covid-19 musste die Roadshow online durchgeführt werden, welches Vor- und Nachteile bietet. Durch die online Roadshow auf NetRoadshow kann man die Reisezeit signifikant reduzieren, wodurch in kürzerer Zeit deutlich mehr Investorengespräche geführt werden. Nachteilig an den online Roadshows ist allerdings, dass sich die Investoren kein persönliches Bild vom Unternehmen und vom Vorstand machen können, wodurch die Überzeugungsarbeit mit deutlich größerem Aufwand verbunden ist.

/// Wenn deutsche Mittelständler in New York an die Börse wollen, jubeln die Amerikaner nicht unbedingt. Dort gab es eine Fülle von IPOs. //.

Ja, und viele internationale Unternehmen streben dorthin. Die Amerikaner locken sie an ihre Börsen, damit sie auch in den USA mehr Geschäft machen oder sogar vielleicht ihren Firmensitz dorthin verlagern. Also protegieren sie Börsengänge junger Unternehmen. Es gibt Vergünstigungen und Zugangserleichterungen. So müssen sie unter dem sogenannten Jobs Act den Prospekt erst nach und nicht vor Genehmigung durch die SEC veröffentlichen und nach erfolgtem Börsengang die

Sarbanes-Oxley-Vorschriften erst fünf Jahre später umgesetzt haben. Junge Unternehmen haben an der US-Börse Zeit zum 'Üben'. Sie müssen nur zweimal jährlich berichten und weniger veröffentlichen als US-Firmen, sie dürfen aber auch nicht mehr als 50 Prozent des Management als US-Bürger haben. Sobald sie einen Umsatz von mehr als einer Milliarde Dollar erzielen, werden die Regeln schneller angepasst. Und mit ihren weltweit beachteten Indizes haben die Amerikaner ein anderes wichtiges Kriterium

/// . die Milliarden, die in ETF - also börsennotierte Indizes - fließen, sind also auch ein Argument für einen US-Börsengang? //.

Bestimmt. Dass Biontech und auch CureVac in den USA an die Börse gegangen sind, ist sicherlich auch darauf zurückzuführen, dass sie in den Index Nasdaq Biotech aufgenommen werden. Er ist einer der wohl bekanntesten und größten Branchenindizes. Wer aufgenommen werden will, muss an der Nasdaq notiert sein, einen Börsenwert von mindestens 200 Millionen Dollar haben und ein durchschnittliches tägliches Handelsvolumen von mindestens 100.000 Aktien aufweisen. Für Unternehmen ist es vorteilhaft in Indizes zu sein, da sie dann stärker im Fokus von Investoren stehen und die Aktien deutlich mehr gehandelt werden.

/// VIA optronics kostet an der Börse jetzt rund 39-mal so viel wie das EBITDA der vergangenen zwölf Monate, welches bei 6,2 Millionen Dollar lag. Das ist auch für amerikanische Verhältnisse sehr ambitioniert. //.

Ja, daran kann man aber erkennen, dass man dem Unternehmen und dem Vorstand ein starkes Wachstum zutraut und die aktuelle Kundenliste ist für viele schon ein echter Qualitätsmaßstab. Eine solche Bewertung ist in Deutschland nur schwer möglich.

/// Große deutsche Unternehmen haben sich vielfach von der US-Börse zurückgezogen, weil sie rechtliche Risiken fürchteten. //.

Viele haben Respekt vor dem Sarbanes-Oxley Act aus dem Jahr 2002, der als Folge von Bilanzskandalen wie Enron und Worldcom eingeführt wurde. Dieses Gesetz definiert strengere Maßstäbe zur Gewährleistung der Verlässlichkeit der Berichterstattung von Unternehmen, zur Corporate Governance und internen Kontrollsystemen der Unternehmen sowie zur Zusammenarbeit mit Wirtschaftsprüfern. Das sind sicherlich wichtige Themen, die aber eine Selbstverständlichkeit für einen guten deutschen Kaufmann sein sollten. Die Vorteile der amerikanischen Börsen überwiegen aber meines Erachtens. Potenzielle hohe Schadenersatzforderungen in den USA beziehen sich meist auf Produkthaftungsklagen, dafür waren nicht die Börsenregeln verantwortlich.

Über alternative Finanzierungswege, die Qualität der Investmentbanken und IPO-Kosten

/// Was hat der Börsengang VIA optronics außer des Geldsegens gebracht? ///

Sie sind für ihre Kunden und auch die breite Öffentlichkeit deutlich sichtbarer geworden. Von rund 100 Kunden sind 70 selbst börsennotiert. Mit denen haben sie jetzt auch gleich eine andere Gesprächsebene. Zudem hat VIA optronics nun mehr Optionen hinsichtlich zukünftiger Kapitalbeschaffungen. Natürlich ist es für VIA optronics vor allem wichtig, dass durch die Platzierung von neuen Aktien knapp 114 Millionen Dollar eingeworben wurden, die nun zur weiteren Entwicklung des Unternehmens zur Verfügung stehen. Und es ging darum, dass der Großaktionär, eine Gesellschaft mit Sitz auf den Philippinen, das weitere Wachstum der Via optronics nicht alleine finanzieren wollte. Die Gesellschaft gehört zur Ayala Group, einem 'Imperium', das Anfang des 19. Jahrhunderts in Manila von Auswanderern der Hamburger Familie Zobel entstand. Sie halten jetzt statt 76,0 Prozent noch 50,3 Prozent. Und da man in Asien und USA viel Geschäft macht, hat man gesagt: Ein US-Börsengang macht mehr Sinn als in Deutschland oder Asien.

/// Der Aktienkurs ist kurz nach dem IPO um ein Drittel eingebrochen, inzwischen liegt er ein Drittel über dem Startkurs. ///

Aktienkurse werden durch viele Faktoren bestimmt, wie das generelle Marktsentiment, Branchegegebenheiten und natürlich auch unternehmensspezifische Ereignisse und Aussichten. Aber in der Tat hatten wir bei der VIA optronics eine sehr merkwürdige Kursentwicklung, die nicht wirklich erklärbar war - auch die Investmentbanken waren verwundert. Wie sich der Kurs in den nächsten Monaten entwickelt, wird man sehen. Das Unternehmen arbeitet hartnäckig an den aktuellen operativen Herausforderungen.

/// Wieso hat man das Geld nicht einfach von Banken als Kredit genommen? ///

Vorstand und Aufsichtsrat der VIA optronics sind von der Attraktivität des Geschäftsmodells der VIA optronics absolut überzeugt und ihnen war an einer Stärkung der Eigenkapitalbasis gelegen. Und: Deutsche Banken wurden bei der Kreditausreichung schon nervös, wenn es um die Produktion in China ging. Dazu kommen dann noch zwei Produktionsstandorte in Japan für Touch-Sensoren, deren Geschäfte dann für manche Banken schwer zu finanzieren ist, weil viele Banken zu Japan keine Geschäftsbanken-Kontakte haben. Zudem geht es bei einem Teil der Geschäfte um Produkte für die militärische Nutzung aufgrund der Stabilität und Funktionalität der Displays. Nicht jede Bank darf bei solchen Themenstellungen Kredite ausreichen.

/// militärische Nutzung ist auch für viele Anleger mitunter ein Problem. ///

Dies ist eher ein Phänomen bei einem Teil der europäischen Anleger. In Nordamerika oder Asien werden Geschäfte für den militärischen Einsatz positiv angesehen, da solche Technologien häufig 'latest state of technology' darstellen.

/// Es gab schon mal einen IPO-Versuch von VIA optronics, damals hatte der Börsengang nicht geklappt. ///

Im Sommer 2019 haben wir den Gang auf das Börsenparkett mit einer großen US-Investmentbank versucht, doch der gewählte Zeitpunkt und die Gesamtkonstellation war nicht gut. Daher haben wir uns intern Anfang 2020 entschlossen mit einer anderen Investmentbank, der Berenberg Bank als eine deutsche Investmentbank mit Präsenz in den USA zu setzen. Für die US-Investmentbanken sind viele mittelständische Unternehmen aus Deutschland einfach nicht prestigeträchtig und groß genug, weshalb einem dort weniger Aufmerksamkeit geschenkt wird. Zudem kann man nicht zwingend darauf bauen, dass man das A-Team zur Seite gestellt bekommt. Berenberg hingegen war sehr motiviert und stand uns immer zur Seite, da dies Berenbergs erster Börsengang in den USA als federführender Bookrunner war. Bei dem Team hatten wir die volle Aufmerksamkeit der Ansprechpartner in den USA und Deutschland.

/// Woran erkennt man Qualitätsunterschiede bei Investmentbanken? ///

Es gibt A- und B-Teams bei den Investmentbanken. Die Investmentbanker sind dafür zuständig, die richtigen Investoren anzusprechen und einen passenden Investoren-Mix zusammen zu stellen. Wichtig ist dabei eine ausgewogene Mischung von Investoren mit einem kurzfristigen Anlagehorizont wie Hedgefonds, welche durch den Verkauf der Aktien für Liquidität sorgen und Investoren mit langfristigen Anlagehorizont wie institutionelle Asset Manager, welche die Aktie lange halten und entsprechend stabilisieren. Neben den Equity Capital Market Bankern stellen die Investmentbanken auch Equity-Research-Analysten, welche das Unternehmen über den Börsengang hinaus genauestens beobachten, Analysten-Reports über wesentliche Ereignisse des Unternehmens verfassen und Börsenkurserwartungen veröffentlichen. Während man in der Regel mit dem ECM-Banker nur Kontakt während des Börsenganges hat, steht der Equity-Research-Analyst dem Unternehmen insbesondere nach dem Börsengang zur Seite. In den USA gibt es dafür einen aus meiner Sicht richtigen Spruch: 'You date the ECM guys, but you marry the research analyst'. Dieser Punkt ist sehr wahr. Ein Unternehmen sollte seine Investmentbank für den Börsengang nicht nach den ECM Personen auswählen, sondern nach der Qualität der Research Analysten.

/// Was kostet ein Börsengang eines Mittelständlers? ///

Bei einem Börsengang kommen auf den Emittenten einmalige Kosten im Zuge des Börsengangs sowie Folgekosten für die Notierung an der Börse zu. Die Einmalkosten betragen etwa neun bis 13 Prozent der Emissionserlöse. Die Platzierungskosten durch die Investmentbanken machen hiervon den größten Teil mit etwa sieben Prozentpunkten aus, weitere große Kostenblöcke sind die Beratung durch Rechtsanwälte und Wirtschaftsprüfer. Die Honorare für Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer sind in der Regel vom Zeitaufwand abhängige Honorargebühren. Die Investmentbanken hingegen erhalten ihr Honorar lediglich bei einem erfolgreichen Börsengang und daher sind als variabel zu betrachten.

/// Aber dabei bleibt es vermutlich nicht. Welche Folgekosten kommen auf die Unternehmen zu? ///

VIA optronics jährliche Notierungsgebühr an der NYSE beträgt knapp 70.000 Dollar. Im Prime Standard der Frankfurter Börse ist die Notierungsgebühr abhängig von der Marktkapitalisierung des Unternehmens, und betrage für VIA optronics auf Basis der aktuellen Marktkapitalisierung rund 35.000 Euro. Weitere laufende Kosten entstehen durch den Aufbau eines Investor Relation Teams zur Betreuung der Aktionäre und zur Erfüllung der Veröffentlichungs- und Berichtspflichten sowie der Durchführung der jährlichen Hauptversammlung und Investor Road Shows.

/// Was genau ist eigentlich Ihre Aufgabe in dem Prozess? ///

Wir sind der Financial Advisor des Emittenten. Wir unterstützen maßgeblich bei der Wahl von und der Zusammenarbeit mit Investmentbankkonsortium, Börsenplatz, Börsensegment, Rechtsanwälte, Steuerberater, Due-Diligence-Experten, Investor-Relations-Firmen und koordinieren den gesamten Prozess. Das sind oft 20 Unternehmen, die parallel an verschiedenen Themen gleichzeitig arbeiten. Das ruhig durchzubringen und dem Unternehmen Luft für das Tagesgeschäft zu erhalten, ist unsere Aufgabe. Wir müssen zudem die Anforderungen an den Aufsichtsrat und die Gremien berücksichtigen.

/// IPO-Berater oder M& A-Berater wie Klopffel Corporate Finance kennt kaum jemand. ///

Das ist gut so, denn als M& A Berater wollen sie nicht so bekannt sein. Wenn einer eine Firma verkaufen will, soll das niemand mitbekommen. Große Bekanntheit ist da kontraproduktiv. Insgesamt beschäftigt die Klopffel Gruppe rund 250 Experten und erwirtschaftet Beratungshonorare von über 50 Millionen Euro jährlich.

/// Wo investiert jemand wie Sie, der so viel mit Börse zu tun hat? ///

Ich kaufe aus Compliance-Gründen keine Aktien, mittlerweile bin ich ja auch AR-Vorsitzender der VIA optronics AG, und investiere üblicherweise über Fonds und ETF in die Bereiche Wasser, Nahrung, Technologie, Gesundheit und werde auch noch Artificial Intelligence hinzunehmen. Das sind für mich die wichtigen Grundlagen-Industrien.

/// Mehr zum Thema: ///

In den USA boomen spezielle Akquisitionsvehikel, über die junge Unternehmen durch die Hintertür an die Börse kommen. Anleger investieren dabei in eine Blackbox, gelockt werden sie vor allem von prominenten Namen. Doch die Geldmaschine läuft jetzt heiß.

*Schwerdtfeger, Heike*

**Quelle:** WirtschaftsWoche online 31.12.2020 um 09:02:32 Uhr

**Dokumentnummer:** WW 26745898

**Dauerhafte Adresse des Dokuments:** [https://archiv.handelsblatt.com/document/WWON\\_\\_WW%2026745898](https://archiv.handelsblatt.com/document/WWON__WW%2026745898)

Alle Rechte vorbehalten: (c) Handelsblatt GmbH - Zum Erwerb weitergehender Rechte:  
[nutzungsrechte@handelsblattgroup.com](mailto:nutzungsrechte@handelsblattgroup.com)

© GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH