

Der 8. Oktober 1997 war ein besonderer Tag im beruflichen Wirken von Ulrich Hartmann. An diesem Tag durfte der damalige Vorstandschef des Düsseldorfer Energieversorgers Veba – heute Eon – Unternehmensgeschichte schreiben. Veba führte seine Aktien an der wichtigsten Börse der Welt ein, der New York Stock Exchange (Nyse).

Mit viel Liebe zum Detail hatte Vorstandschef Hartmann diesen historischen Moment vorbereiten lassen. Veba-blaue Luftballons schwebten über dem Finanzdistrikt rund um die legendäre Wall Street, selbst die ehrwürdige Säulenfassade der Nyse wurde mit den Firmenfarben geschmückt.

Ein Auftritt ganz nach Hartmanns Geschmack. Die Amerikaner „haben die Veba-Story verstanden“, tönte er. Der Anteil der US-Aktionäre werde sich durch die Wall-Street-Notierung wohl annähernd verdoppeln. So viel Siegesgewissheit steckte sogar die amerikanischen Gastgeber an: Der damalige Börsenchef Richard Grasso freute sich mit seinem neuen Kunden über den „historischen Tag für Wall Street“.

Sechs Jahre später ist die deutsch-amerikanische Freundschaft merklich abgekühlt. In Düsseldorf wollen viele nur noch eines: so schnell wie möglich von der Börse in New York verschwinden.

Der Imageeffekt des US-Börsengangs, granteln Eon-Topmanager, sei total überschätzt worden, der Anteil an US-Investoren bestenfalls gleich geblieben. Stattdessen zahle man



Wall-Street-Debüt von Veba, 1997



Allianz, 2000

Italienische

Wall Street: Die Notierung ihrer Aktie in New York Fehlschlag erwiesen. Mancher Firmenlenker würde gern an die größte Börse der Welt gleicht einem heiligen



DaimlerChrysler, 1998



Deutsche Telekom, 1996

jährlich Millionen dafür, einem Behördenapparat ausgeliefert zu sein, der dem Konzern immer neue Pflichten aufbürde.

Hartmann-Nachfolger Wulf Bernotat empfiehlt „allen Unternehmen, die an die New Yorker Börse gehen, eine sehr sorgfältige Kosten-Nutzen-Analyse“ – eine diplomatische, aber unmissverständliche Warnung an die Kollegen, die über einen Gang an die Nyse nachdenken.

Die Eon-Lenker sind nicht die Einzigen, die von der Welthauptstadt des Kapitalismus enttäuscht sind. Rund zehn Jahre, nachdem sich Daimler-Benz als erstes deutsches Unternehmen an die Nyse gewagt hatte, fällt die Bilanz ernüchternd aus:

- Die Aktien der meisten Gäste werden kaum beachtet und kaum gehandelt.
- Trotz Nyse-Listing stagniert der Anteil amerikanischer Anleger bei vielen deutschen Konzernen, teilweise nimmt er sogar ab.
- Die Börsennotierung in den USA verschlingt Millionen; insbesondere der Aufwand für die Berichterstattung nach den amerikanischen Gaap-Regeln ist immens.
- Zu allem Überfluss sind die Vorschriften nach den spektakulären Pleiten von Enron und Worldcom kräftig verschärft worden. Wer sich weigert, seine Geschäftsvorgänge akribisch zu dokumentieren, dem drohen drakonische Strafen.

„Der Vorstand eines in den USA notierten Unternehmens“, sagt der Hamburger Bilanzprofessor Eberhard Scheffler, „läuft heute permanent Gefahr, wegen eines Regel-

FOTOS: JOHN BARRETT/GLOBE PHOTOS, ARIANAS/APR, DPA, ULLSTEIN BILD

Hochzeiten

hat sich für viele deutsche Konzerne als teurer Rückzug antreten, doch keiner traut sich. Der Gang Bündnis – eine Scheidung ist nicht vorgesehen.



Schweres Erbe: Eon-Lenker Bernotat (Foto links, l.) und Allianz-Chef Diekmann (Foto rechts, r.) hadern mit den Wall-Street-Abenteuern ihrer Vorgänger*

verstoßes vor Gericht gestellt zu werden.“

Hoher Aufwand, enorme Risiken, kaum Vorteile – war der Marsch der Deutschen an die US-Börse eine Fehlentscheidung, getrieben von Globalisierungswahn und Börsenboom?

Selten zuvor haben deutsche Firmenchefs ein Ereignis so zelebriert wie den Börsengang in den USA. Einige haben Legionen von PR-Profis engagiert, um der Erstnotierung die gebührende Strahlkraft zu verleihen.

Veba-Chef Hartmann lud die New Yorker Finanzwelt zum Empfang in das traditionsreiche Whitney-Museum. Telekom-Primus Ron Sommer bat zum privaten Liza-Minnelli-Konzert ins Guggenheim. Und Infineon-Lenker Ulrich Schumacher bestand

darauf, gemeinsam mit der amerikanischen Rennfahrerlegende Mario Andretti im silbernen Porsche an der Wall Street vorzufahren.

Der Börsengang im „Big Apple“ geriet für so manchen Vorstandsvorsitzenden zu einer Art Krönungsmesse. Ein Listing an der Nyse kam einer persönlichen Eintrittskarte für den exklusiven Klub der Global Player gleich.

Gegenüber den Anlegern wurden für den Ausflug über den Atlantik natürlich andere Gründe angeführt: Der Zugang zum größten Kapitalmarkt der Welt werde durch einen Börsengang vor Ort sehr viel einfacher, hieß es. Die meisten Unternehmen rechneten mit deutlich mehr amerikanischen Investoren in ihrem Aktionärskreis.

Diese Hoffnungen haben sich zerfallen. Gemessen an ihren Erwartungen, sind die Vorstände nahezu aller an einer US-Börse notierten deutschen Unternehmen bitter enttäuscht worden. „Ein Listing an der Wall Street wird heute wesentlich nüchterner gesehen“, sagt Klaus Pohle, Ex-Finanzvorstand des Pharmaherstellers Schering, der sich 2000 an die Nyse wagte.

Beim Schering-Konkurrenten Bayer etwa stieg der Anteil der US-Anleger nach dem Börsengang zunächst um 5 Prozentpunkte, schmolz dann aber wieder ab. Einen solchen Rückfluss – „Flowback“ genannt – erleben viele.

Eon-Manager beklagen, per saldo habe sich an ihrer Aktionärsstruktur nichts geändert. Das Gleiche gilt für die Deutsche Bank. Bei Siemens, das 2001 in New York startete, ist der Anteil amerikanischer Investoren gar rückläufig.

Das mangelnde Interesse an den Aktien aus Übersee geht einher mit mageren Börsenumsätzen: Meist werden in New York pro Tag nur wenige zehntausend Aktien deutscher Unternehmen umgeschlagen. In Frankfurt sind es meist mehrere Millionen am Tag.

Selbst US-Investoren kaufen paradoxerweise lieber in der fernen Main-Metropole als zu Hause am Hudson River. „Wir gehen mit unseren Orders an die Heimatbörse, weil dort die Liquidität am besten ist“, sagt Josh Kurzban, Portfoliomanager beim US-Fonds SAC, der weltweit knapp vier Milliarden Dollar verwaltet. „Wo ein Unternehmen sonst noch notiert ist, spielt keine Rolle.“

In dem Bemühen, ihr US-Listing zu rechtfertigen, schieben die Verantwortlichen neuerdings das nebulöse Argument vom „Zielbündel“ vor. „Wir wollten eine Akquisitionswährung für Übernahmen in den USA schaffen“, sagt beispielsweise Allianz-Finanzvorstand Helmut Perlet (siehe Interview Seite 90); eingesetzt hat der Versicherungsriese

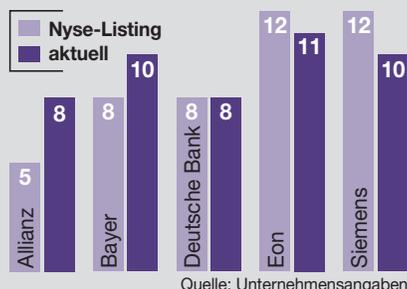
Bittere Bilanz

Teuer bezahlt: Die Börsennotierung in New York kostet die großen deutschen Konzerne jedes Jahr eine zweistellige Millionensumme – Tendenz steigend.

Empfindlich gegängelt: Die US-Börsenvorschriften sind nach zahlreichen Skandalen merklich verschärft worden; wer die strengen Regeln nicht einhält, riskiert drakonische Strafen.

Wenig beachtet: Die meisten deutschen Aktien werden an der Wall Street

kaum gehandelt; der Anteil der US-Aktionäre geht bei einigen Firmen seit der Nyse-Notiz sogar zurück (siehe Grafik).



*Mit den Amtsvorgängern Ulrich Hartmann (Foto links, r.) und Henning Schulte-Noelle (Foto rechts, r.).

FOTOS: WOLFGANG VON BRAUCHTITSCH, VOLKMAR SCHULZ/KEYSSTONE



Strenger Kontrolleur: SEC-Chef Donaldson fordert den deutschen Gästen an der Wall Street viel ab

an eine Gruppe amerikanischer Investoren, die sich von Vorstandschef Jürgen Schrempp falsch informiert fühlten. Zugleich streitet sich der Autokonzern seit Anfang Dezember mit dem früheren Chrysler-Großaktionär Kirk Kerkorian vor Gericht um eine Schadensersatzforderung in Milliardenhöhe.

Auch die Deutsche Telekom wurde mit Klagen wütender US-Aktionäre überzogen. Die amerikanischen Investoren fühlten sich nach dem Börsengang des Telefonkonzerns in New York unter anderem wegen der falschen Bewertung des Immobilienvermögens getäuscht.

Für die Ausländer an der Wall Street ist das Risiko nur noch schwer kalkulierbar. Die Prämien für so genannte D&O-Policen (Directors and Officers), mit denen sich Vorstand und Aufsichtsrat gegen die Klageflut versichern, haben sich für Deutsche Bank & Co. in den vergangenen Jahren vervielfacht.

Für Konzerne dieser Größenordnung liegen die Versicherungskosten heute bei schätzungsweise fünf Millionen Euro jährlich. „Was jetzt zum Teil an Prämien gefordert wird“, beschwert sich Deutsche-Bank-Vorstand Börsig, „setzt das Risiko meiner Meinung nach sehr hoch an.“

Zumal dem stattlichen Preis kaum messbare Vorteile gegenüberstehen. Sinnvoll ist der Ausflug in die USA eigentlich nur noch für solche Unternehmen, die wie DaimlerChrysler an der Nyse präsent sein müssen. Chrysler würde sonst schlichtweg nicht mehr als amerikanische Firma wahrgenommen – und von den Kunden nicht mehr akzeptiert. Die Deutsche Bank, die tausende von Mitarbeitern jenseits des Atlantiks beschäftigt und über die New Yorker Börse einen Großteil ihrer US-Geschäfte abwickelt, kommt um ein Listing ebenfalls nicht herum.

„Selbst bei DaimlerChrysler und der Deutschen Bank wird der Aktien-

die Tauschwährung seit dem New Yorker Börsengang indes nicht.

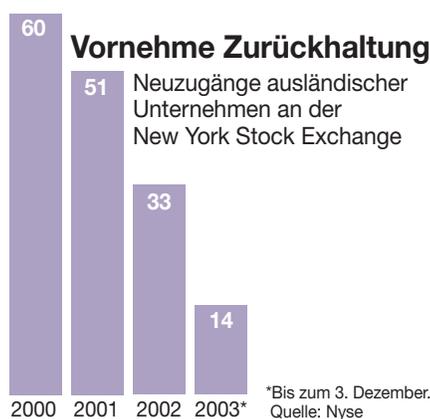
Auch der immer wieder gern vorgebrachte Hinweis, nur wer an der Wall Street notiert sei, könne auch US-Mitarbeiter mit Aktienoptionen locken, verfängt nicht. Neue Bilanzvorschriften und strengere Vergaberegeln haben die Bezugsrechte zum Auslaufmodell werden lassen.

Bleibt als letzte Rechtfertigung der wortreich beschworene „Vertrauenszuwachs“; eine Wertschätzung, die allein genieße, wer sich den strengen US-Börsenregeln unterwerfe.

Doch dieses Wohlwollen der amerikanischen Investoren müssen sich die Ausländer teuer erkaufen. Auf mindestens zehn Millionen Euro taxieren Experten die jährlichen Ausgaben eines großen deutschen Konzerns für das Listing an der Nyse. Tendenz: steigend.

Die Börsenaufsichtsbehörde SEC hat das Regelwerk nach den zahlreichen Skandalen erheblich verschärft. Der Sarbanes-Oxley-Act verpflichtet Vorstandschef und Finanzvorstand eines in den USA notierten Unternehmens seit einem guten Jahr, die Wahrhaftigkeit der Bilanz per Unterschrift zu beeden.

SEC-Chef William Donaldson verlangt zudem von den Managern einen Nachweis, dass ihre firmeninternen Kontrollmechanismen funktionieren. Die ebenfalls in New York notierte Deutsche Bank musste deshalb rund eine Billion Geschäftsvorgänge –



vom Devisenverkauf am Telefon bis hin zur Verbuchung in der Bilanz – checken und dokumentieren. „Die Amerikaner“, räumt Deutsche-Bank-Finanzvorstand Clemens Börsig ein, „haben mit einem sehr umfangreichen Maßnahmenpaket reagiert.“

Wer sich weigert, die Vorgaben zu erfüllen, dem drohen Geldstrafen von bis zu fünf Millionen Dollar – und im schlimmsten Fall 20 Jahre Haft.

Die strengen Regeln der Aufsichtsbehörde steigern zwar die Transparenz für die Aktionäre. Für die Unternehmen wird das Listing an der Nyse jedoch immer unberechenbarer. „Die Möglichkeiten für einen US-Anleger, ein Unternehmen wegen fehlerhafter Angaben zu verklagen, nehmen durch einen Börsengang in den USA beträchtlich zu“, warnt Rechtsanwalt Joseph W. Marx von der Kanzlei White & Case, Feddersen in Frankfurt.

DaimlerChrysler zahlte im vergangenen Sommer 300 Millionen Dollar

„Endlose Papiernachweise“

Interview: Allianz-Vorstand Perlet über die Erfahrungen des deutschen Versicherungskonzerns mit dem US-Börsengang

mm *Der Vorstand der Allianz hat die Vor- und Nachteile des Börsengangs in New York kürzlich kritisch gegeneinander abgewogen. Zu welchem Ergebnis sind Sie gekommen?*

Perlet Wir halten die Notierung an der Wall Street nach wie vor für sinnvoll.



„Nach wie vor sinnvoll“: Allianz-Finanzchef Helmut Perlet stellt die Nyse-Notierung nicht infrage

Schließlich hat sich an unseren Zielen nichts geändert. Wir wollten eine Akquisitionswährung für Übernahmen in den USA schaffen ...

mm ... davon haben Sie bisher keinen Gebrauch gemacht ...

Perlet ... momentan steht anderes auf der Tagesordnung als neue Akquisitionen. Die Möglichkeit bleibt indes erhalten. Zweitens können wir die US-Belegschaft über Mitarbeiteraktien stärker an uns binden. Drittens – und das ist der wichtigste Punkt – hat der Börsengang in den USA innerhalb des Allianz-Konzerns einen enormen Fortschritt in puncto Transparenz bewirkt.

mm *Warum hat Ihr Vorstandskollege Michael Diekmann dann überhaupt die Abwägung veranlasst?*

Perlet Es ist ganz natürlich, dass ein neuer Konzernchef die Vor- und Nachteile eines solchen Projekts hinterfragt – so wie wir das zurzeit mit vielen Dingen tun.

mm *Der Anteil amerikanischer Allianz-Aktionäre hat sich seit dem Wall-Street-Debüt kaum verändert. Haben Sie mehr erwartet?*

Perlet Die Quote ist leicht gestiegen, von 5 auf rund 8 Prozent. Zugegeben: Die Umsätze unserer Aktie an der New Yorker Börse sind nicht hoch. Aber da hatten wir uns keine Illusionen gemacht. Die Erfahrungen der anderen in den USA notierten Unternehmen sind ja ähnlich.

mm *Was kostet Sie das US-Listing – Börsengebühren, Berichterstellung, Beratung und Prüfung inklusive?*

Perlet Einen kleineren zweistelligen Millionenbetrag muss man schon ansetzen.

mm *Ist es nicht schade um das viele Geld? Selbst große US-Fonds kaufen Allianz-Aktien nicht in New York, sondern in Frankfurt.*

Perlet Das ist für uns nicht entscheidend. Wir wollten mit dem US-Börsengang unseren Weg zu voller Transparenz fortsetzen, und das haben wir erreicht.

mm *Der amerikanische Gesetzgeber verpflichtet die Firmen seit kurzem, umfangreiche interne Kontrollprozesse zu etablieren. Bei Finanzkonzernen führt das so genannte Sarbanes-Oxley-Gesetz zu erheblicher Mehrarbeit. Sind die Amerikaner über das Ziel hinausgeschossen?*

Perlet Nein, allerdings besteht die Gefahr, dass durch die neuen Vorschriften der Verwaltungsapparat aufgebläht wird, weil man endlos Papiernachweise vorlegen muss. Wir müssen abwarten, wie die Regeln von der amerikanischen Justiz interpretiert und angewendet werden. Dennoch ist Sarbanes-Oxley vom Grundsatz her eine gute Idee. Es geht darum, Kontrollprozesse zu etablieren, um die Risiken besser zu steuern. Das gehört zu einer ordentlichen Unternehmensführung und wird sicher auch in Deutschland bald zur Pflicht werden.

preis aber in Frankfurt gemacht“, weiß Georg Stürzer, Analyst bei der HypoVereinsbank.

Konzerne wie Volkswagen, RWE oder Porsche haben sich daher bewusst gegen ein Engagement an der Wall Street entschieden. „Neben den Familien Piëch und Porsche sind US-Anleger unsere größte Aktionärsgruppe“, heißt es bei dem Stuttgarter Autobauer, „wir haben sie gefragt, ob sie ein Nyse-Listing begrüßen würden – und sie haben uns signalisiert, dass es für sie nicht von Bedeutung ist.“ So sinkt seit Jahren die Zahl ausländischer Neuzugänge an der Nyse (siehe Grafik Seite 88).

Wer einmal dort notiert ist, kommt allerdings kaum wieder heraus. Ausflügler wie Eon und die Allianz haben die Option eines Delistings diskutiert. Die Rückzugspläne wurden schnell wieder ad acta gelegt.

Zum einen, weil der Imageschaden beträchtlich sein dürfte. Zum anderen verlangen die US-Behörden für eine so genannte Deregistrierung den Nachweis, dass der Kreis der US-Aktionäre auf weniger als 300 abgeschmolzen ist – und zwar über einen Zeitraum von anderthalb Jahren. Für Konzerne mit tausenden von Einzelaktionären ein kaum zu bewältigender Kraftakt. „Die Notierung in New York ist wie eine italienische Hochzeit“, bestätigt Eon-Lenker Bernotat, „man kann nicht wieder zurück.“

Einer der wenigen, die sich trotz aller Widrigkeiten aus der Umklammerung befreien konnten, ist der schwedische Lastwagenbauer Scania. Der Softwarehersteller Intershop aus Jena und die Kölner Telekom-Firma QSC – beide an der US-Hightech-Börse Nasdaq gelistet und damit den gleichen strengen Regularien wie Nyse-Firmen unterworfen – wollen diesem Beispiel nun folgen.

Sie sammeln ihre Aktien in den USA ein, lassen die Aktionäre auszahlen – und freuen sich auf die Freiheit. „Ich bin froh“, sagt QSC-Finanzvorstand Markus Metyas, „dass wir das Abenteuer US-Listing endgültig hinter uns haben.“

Patricia Döhle/Ulric Papendick

FOTOS: RAINER UNKEIL