

**Börsennotierung deutscher Aktien-
gesellschaften in den USA**

Christian Fraune

Arbeitspapier 9/93

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. US-Kapitalmarktregelungen im Überblick
- III. Notierung
 1. Voraussetzungen und Verfahren
 - a) Registrierung unter dem Exchange Act von 1934
 - b) Börsenzulassung
 2. Konsequenzen
- IV. Public Offering
 1. Voraussetzungen und Verfahren
 - a) Registrierung unter dem Securities Act von 1933
 - b) Registrierung in Einzelstaaten
 2. Haftung
- V. Unregistered Offering
 1. Private Placement
 2. Regulation S
- VI. Multinationale Emission
- VII. Kapitalerhöhung nach US-Börseneinführung
 1. Multinationale Emission
 - a) Anwendbarkeit des Securities Act
 - b) Offenlegungspflichten
 - c) Beschränkung der Vermarktung
 - d) Beschränkung von kursbeeinflussenden Transaktionen
 - e) Zusammenfassung
 2. Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß der US-Aktionäre
 - a) Interesse der Gesellschaft
 - b) Erforderlichkeit und Eignung
 - c) Grundsatz der Verhältnismäßigkeit
 - d) Zusammenfassung
- VIII. Ergebnis

Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA

von

Christian Fraune*

I. Einleitung

Bekanntlich hat der Handel von Anteilen deutscher Gesellschaften an US-amerikanischen Börsen in der Vergangenheit bisher ein Schattendasein geführt. An den beiden US-Börsen mit den meisten Notierungen ausländischer Gesellschaften, der New York Stock Exchange ("**NYSE**") und der American Stock Exchange ("**AMEX**") waren deutsche Aktiengesellschaften nicht **vertreten**¹. Im computer-gestützten Handelssystem National **Association** of Securities Dealers Automated Quotations **system** ("**NASDAQ**") waren gerade einmal die "**ADRs**"² einer einzigen Gesellschaft zum Handel **zugelassen**³. Daneben wurden Ende 1992 noch im Freiverkehr ("**OTC**")⁴ die **ADRs** von 12 weiteren Gesellschaften **gehandelt**⁵.

Die Notierung der Daimler Benz AG an der NYSE seit dem 5. Oktober 1993 sowie die bislang eher verhaltene Reaktion hierauf geben Anlaß, sich mit den Voraussetzungen und daraus erwachsenden Konsequenzen des Ganges an eine US-Börse zu befassen⁷ (II. - VI.). Insbesondere sollen aus dem Bezugsrecht der Aktionäre bei zukünftigen Kapitalerhöhungen entstehende Probleme erörtert werden (VII.).

II. US-Kapitalmarktregelungen im Überblick

Bei Inanspruchnahme des US-Kapitalmarktes sind u. a. das US-Bundeskapitalmarktrecht, die Kapitalmarktgesetze der einzelnen Bundesstaaten ("**blue sky laws**") sowie die Zulassungsbedingungen der jeweiligen Börse zu beachten¹.

Unter den Regelungen des US-Bundeskapitalmarktrechtes haben besondere

Bedeutung der Securities Exchange Act von 1934 ("Exchange Act")⁹ und der Securities Act von 1933 ("Securities Act")¹⁰. Während der Securities Act den Bereich der Emission und des Verkaufs von Wertpapieren in den USA regelt, hat der Exchange Act die Regulierung der entsprechenden Sekundärmärkte zum Gegenstand. Die Durchsetzung dieser Gesetze erfolgt zu einem wesentlichen Teil durch die Securities Exchange Commission ("SEC"). Sie verfügt über weitreichenden Einfluß, da sie in vielen Bereichen befugt ist, Durchführungsbestimmungen ("rules" und "regulations") zu erlassen und hiervon auch eingehend Gebrauch gemacht hat.

Neben diesen gesetzlichen Regelungen erweisen sich die Börsenzulassungsregeln der einzelnen Börse sowie die amerikanischen "Generally Accepted Accounting Rules" ("US GAAP") als praktisch bedeutsam. Bei letzteren handelt es sich um allgemein anerkannte, nicht kodifizierte Grundsätze der Buchhaltung und Rechnungslegung¹¹. Nicht zuletzt die von der SEC geforderte weitgehende Einhaltung der US GAAP trug in der Vergangenheit zu dem Entschluß deutscher Gesellschaften bei, von einer Notierung Abstand zu nehmen.

III. Notierung

1. Voraussetzungen und Verfahren

a) Registrierung unter dem Securities Exchange Act von 1934

Wertpapiere, die an der NYSE oder AMEX notiert werden sollen, müssen gemäß § 12(b) Exchange Act bei der SEC registriert werden. Gleiches gilt für einen beabsichtigten Handel im NASDAQ (§ 12(g) Exchange Act). Der Umfang der Offenlegungspflichten wird näher geregelt durch die von der SEC erlassenen Durchführungsbestimmungen und Formblätter ("forms")¹². Für ausländische Gesellschaften ("foreign private issuer")¹³ sind besonders bedeutsam die sogenannten F-Formblätter.

Wird die Börsennotierung nicht mit einer Emission und einem nachfolgenden öffentlichen Verkauf der jungen Aktien ("public offering") verbunden, müssen ausländische Emittenten bei der SEC Formblatt **20-F einreichen**¹⁴. Die Offenlegungspflichten entsprechen im wesentlichen denen, die bei Durchführung eines public offering an die Registrierung unter dem Securities Act mit Formblatt F-1 gestellt **werden**¹⁵. Bei gleichzeitiger Durchführung eines public offering reicht normalerweise die Einhaltung eines vereinfachten Verfahrens aus durch Einreichung von Formblatt 8-A". Erst wenn die SEC die Registrierung für wirksam erklärt hat, können die Wertpapiere notiert oder gehandelt werden.

b) Börsenzulassung

Neben einer Registrierung bei der SEC bedarf es noch einer Zulassung durch die jeweilige Börse bzw. bei NASDAQ durch die National **Association** of Securities Dealers ("**NASD**").

aa) NYSE und AMEX

Sowohl NYSE als auch AMEX knüpfen die Börsenzulassung an bestimmte Mindestbedingungen quantitativer und qualitativer **Art**¹⁷.

(a) Folgende Größenbedingungen müssen von ausländischen Gesellschaften erfüllt werden¹⁸:

	NYSE	AMEX
<u>Streuung</u>		
Round-Lot" Aktionäre	5.000 weltweit	800 weltweit
Aktien im Streubesitz	2,5 Mio. weltweit	1 Mio. weltweit
<u>Börsenkaoitalisierung</u>		
Aggregierter Marktwert der Aktien im Streubesitz	\$ 100 Mio. weltweit	\$ 3 Mio. weltweit

Größe und Ertrag

Net tangible assets (NTA) ²⁰ oder shareholders equity (SE) ²¹	\$ 100 Mio. NTA weltweit	\$ 4 Mio. SE weltweit
Ertrag vor Steuern	Gesamtertrag von \$ 100 Mio. in den letzten 3 Jahren und \$ 25 Mio. in jedem dieser Jahre	\$ 750.000 im letz- ten Geschäftsjahr oder in zweien der letzten drei Ge- schäftsjahre

b) Neben diesen quantitativen Erfordernissen darf die Gesellschaft in ihrem Heimatland hinsichtlich des US-Dollar keinen Devisenbeschränkungen unterliegen. Darüberhinaus muß die Verfassung der Gesellschaft bestimmten Standards genügen. Dazu zählen beispielsweise die angemessene Gewährung von Stimmrechten, das jährliche Abhalten von Hauptversammlungen, die Erstellung und Veröffentlichung von Geschäftsergebnissen in Einklang mit den US **GAAP**²², eine Kontrolle des Aktienkaufes durch Mitglieder der Verwaltung und die Existenz sogenannter outside directors²³. Die SEC hat sowohl der NYSE als auch der AMEX die Befugnis verliehen, bei ausländischen Gesellschaften die Anforderungen in bestimmten Fällen abzumildern, wenn dies andernfalls mit den gesetzlichen Vorschriften und Gepflogenheiten des Heimatstaates kollidieren würde²⁴.

Das Erfordernis von outside directors bereitet aus deutscher Sicht keine Probleme. Mitgliedern des Aufsichtsrates ist gemäß § 105 Abs. 1 **AktG** eine Tätigkeit im Vorstand oder in sonstigen bestimmten Leitungsfunktionen untersagt. Nach US-Recht nicht zulässige Beschränkungen des **Stimmrechtes**²⁵ werden von der NYSE bei ausländischen Gesellschaften zugelassen, sofern sie nach ausländischem Recht zulässig sind²⁶. Damit stehen die bei einer Reihe von deutschen Großunternehmen existierenden Höchst- und Mehrstimmrechte einer Notierung nicht entgegen. Bezüglich der zu veröffentlichenden Geschäftsergebnisse gestattet die NYSE eine Erstellung im Einklang mit den Regeln des Heimatstaates, solange bestimmte Teile auf die US GAAP abgestimmt werden. Darüberhinaus müssen ausländische Gesellschaften lediglich halbjährlich ihre **Geschäftsergeb-**

nisse bekanntgeben²⁷.

(c) Ausländische Gesellschaften sind dagegen grundsätzlich frei, entweder **ADRs**²⁸ oder nur Aktien oder beides an den Börsen notieren zu lassen. Unter **ADRs** werden auf den Namen lautende, übertragbare Zertifikate verstanden, die Rechte aus Aktien ausländischer Gesellschaften verbrieften. Sie werden üblicherweise von einer US-Depotbank ("depository **bank**") gegen Hinterlegung der Aktien bei einer als Treuhänderin agierenden Bank ("custodian **bank**") ausgestellt*. Die **ADRs** wiederum können von den Inhabern frei gehandelt werden.

Wird die Zulassung von **ADRs** begehrt, setzt dies die Auflage eines sogenannten "sponsored **program**"³⁰ voraus³¹. Sofern die Notierung nicht mit einer öffentlichen Emission verbunden wird, handelt es sich hierbei nach der üblichen Terminologie um ein sponsored Level II **ADR-Programm**³². Die Börsenzulassung von **ADRs** setzt - ähnlich wie bei der Zulassung von Aktien - eine vorherige Registrierung der **ADRs** unter dem Securities Act mit Formblatt F 6 voraus.

Die Existenz eines sponsored **program** bringt Vorteile sowohl für den Investor als auch für die Gesellschaft mit sich. Dem Investor kommen unmittelbar Leistungen der US-Depotbank wie beispielsweise Dividendenzahlungen in US-Dollar, **Übermittlung** von Einladungen zu Hauptversammlungen und Geschäftsberichten in englischer Sprache sowie Übermittlung von Stimmrechtsvollmachten zugute. Die anfallenden Kosten werden zu einem wesentlichen Teil von der Gesellschaft getragen³³. Ein wesentlicher Vorteil aus Sicht der Gesellschaft besteht darin, daß die Auflage eines ADR-Programmes unter Umständen den Gang an eine **US-Börse** erst ermöglicht. Denn aufgrund der namentlichen Registrierung werden **ADRs** auch dann als Namensaktie behandelt, wenn sie Anteile einer in Deutschland üblichen Inhaberaktie verkörpern. Damit werden mögliche Probleme aus der Schaffung zusätzlicher Namensaktien für den US-Markt **vermieden**³⁴. Daneben erleichtert die Auflage eines ADR-Programmes den Marktzutritt. Der Erwerb der Aktien kann nicht nur wegen der geschilderten Vorteile für den Investor generell attraktiver gestaltet werden. In bestimmten Fällen werden zusätzliche **Käufer-**

kreise erst durch eine Verbriefung in **ADRs** erschlossen. Beispielsweise gestatten vielfach einzelstaatliche Gesetze institutionellen Anlegern nur den Erwerb **US-amerikanischer Wertpapiere**³⁵. Darüberhinaus kann durch die Festlegung des Verhältnisses eines ADR zu einer Anzahl an hinterlegten Aktien der Börsenpreis in Einklang mit dem ansonsten üblichen Kursniveau gestaltet **werden**³⁶. Ferner müssen die hinterlegten Aktien nicht physisch in die USA transferiert **werden**³⁷.

Sollen Aktien zugelassen werden, so kann es sich dabei um gewöhnliche Aktien handeln, wie sie auch im Heimatland gehandelt **werden**³⁸, oder um solche, die speziell für den US-Markt emittiert **wurden**³⁹.

(d) Angesichts einer Reihe von abzuklärenden Details und des Verhandlungsspielraumes von NSYE und AMEX empfiehlt es sich generell, ihrem Angebot einer informellen und kostenlosen Vorprüfung der Zulassungschancen nachzukommen. Von der Einreichung des späteren förmlichen Antrages bis zur tatsächlichen Aufnahme des Handels kann ein Zeitraum von vier bis fünf Wochen **vergehen**⁴⁰. Für Gesellschaften, die zum ersten Mal eine Registrierung vornehmen, dürfte allerdings die Erstellung der geforderten Unterlagen einen wesentlich größeren Zeitraum einnehmen. Die Kosten einer Notierung belaufen sich an der NYSE etwa auf drei Millionen **DM**⁴¹.

bb) NASDAQ

Ebenso wie NYSE und AMEX verlangt auch die NASD die Einhaltung bestimmter quantitativer und qualitativer Kriterien. Auf ihre Darstellung im Detail soll an dieser Stelle verzichtet **werden**⁴². Generell sind die Anforderungen für eine Zulassung bei NASDAQ weniger hoch als bei NYSE und AMEX. Innerhalb **NASDAQ's** sind sie noch einmal abgestuft, je nachdem, in welchem Segment die Zulassung begehrt wird. Die Verfassung der Gesellschaft muß ebenfalls bestimmten Anforderungen genügen.

Auch die NASD ist befugt, bei ausländischen Gesellschaften bestimmte **Anforde-**

rungen abzumildern oder ganz von ihnen **abzusehen**⁴³. Im Vergleich zum Zulassungsverfahren bei NYSE und AMEX gestaltet sich das Verfahren bei NASDAQ informell und wesentlich kostengünstiger.

2. Konsequenzen

In diesem Abschnitt soll auf die wichtigsten Verpflichtungen und sonstige Folgen eingegangen werden, die eine Notierung mit sich bringt.

a) Kontinuierliche Berichtspflicht

Ausländische Gesellschaften müssen bei der SEC einen Jahresbericht auf Formblatt **20-F** nicht später als sechs Monate nach Schluß des jeweiligen Geschäftsjahres **einreichen**⁴⁴. Während des Zeitraumes zwischen den Jahresberichten müssen der SEC wesentliche Informationen auf Formblatt 6-K mitgeteilt werden, sofern diese Informationen im Heimatland der Gesellschaft veröffentlicht oder einer Börse außerhalb der USA bekanntgegeben werden müssen oder den Aktionären zur Verfügung **stehen**⁴⁵. Dies bedeutet insbesondere, daß keine vierteljährlichen Zwischenabschlüsse vorzulegen sind, wie dies bei US-amerikanischen Gesellschaften der Fall ist.

Die Berichtspflichten gegenüber der jeweiligen Börse bzw. der NASD stimmen mit den beschriebenen im wesentlichen überein.

b) Beneficial ownership

Jede Person, die "beneficial owner" von mehr als fünf v. H. von gemäß **Section 12** des Exchange Act registrierten Aktien wird, ist verpflichtet, dies innerhalb von zehn Tagen nach der Akquisition der betroffenen Gesellschaft, jeder Börse, an der die Aktie gehandelt wird, sowie der SEC mitzuteilen. Gleichzeitig sind die von Schedule 13 D oder Schedule 13 umfaßten Informationen offenzulegen bzw. förmlich **einzureichen**⁴⁶. Dieses Verfahren soll den Aktionären der **Gesell-**

schaft Informationen über den Erwerber und dessen Absichten verschaffen⁴⁷.

Als beneficial owner wird angesehen, wer (a) über eine Stimmrechtsvollmacht ("voting power") und/oder (b) eine Vollmacht zum Kauf oder Verkauf der Anteile ("investment power") verfügt⁴⁸. Es ist nicht klar, ob dem Begriff der "voting power" die von deutschen Depotbanken ausgeübten Vollmachtstimmrechte unterfallen. Ist dies der Fall, kann dies unter Umständen weitreichende Offenlegungspflichten nachsichziehen. Sofern nicht die Voraussetzungen für die Anwendung des Schedule 13 G vorliegen⁴⁹, verpflichtet Schedule 13 D beispielsweise nicht nur dazu, den Gesamtbetrag der Anteile bekanntzugeben, die der Disposition des beneficial owner unterliegen, sondern eine Aufgliederung nach der Art der Beziehung vorzunehmen⁵⁰. Depotbanken hätten demnach im einzelnen Anteilsbesitz und Vollmachtstimmrechte offenzulegen.

Die Antwort auf diese Frage hängt u. a. davon ab, ob die US-Vorschriften über beneficial ownership überhaupt auf ausländische Aktionäre oder ausländische Stimmrechtsbevollmächtigte wie z. B. deutsche Depotbanken Anwendung finden. Dies ist zumindest dann zweifelhaft, wenn sie keine Aktivitäten auf dem US-amerikanischen Markt entfalten. Werden nach Auffassung von US-Behörden jedoch Interessen von US-Anlegern wesentlich betroffen, kann nicht ausgeschlossen werden, daß diese Vorschriften für anwendbar gehalten werden.

c) Öffentliche Übernahmeangebote

Die Registrierung gemäß Section 12 des Exchange Act hat die Anwendbarkeit der Regeln über öffentliche Übernahmeangebote ("tender offers") zur Folge". Dadurch wird ein Bieter bei beabsichtigtem Beteiligungserwerb unter bestimmten Voraussetzungen verpflichtet, ein detailliertes Verfahren einzuhalten, um den Schutz der Aktionäre sicherzustellen⁵².

Im Falle ausländischer Gesellschaften gilt dies jedoch nicht uneingeschränkt. Sofern der Anteil der US-amerikanischen Aktionäre ("US-residents") an der

ausländischen Gesellschaft nicht wesentlich ist und das Angebot strikt den **US-**amerikanischen Markt und US-amerikanische Aktionäre ausklammert, kann unter Umständen ein Bieter erfolgreich die Anwendung dieser Regeln **ausschließen**⁵³.

Im Juni 1991 hat die SEC einen Verordnungsvorschlag vorgelegt, der unter anderem die Einbeziehung US-amerikanischer Aktionäre in multinationale Übernahmeangebote erleichtern **soll**⁵⁴. Danach bestände trotz Einbeziehung von **US-**Aktionären keine Verpflichtung zur Registrierung unter dem Securities Act, sofern **(a)** der Gesamtwert der den US-Aktionären angebotenen Aktien **US \$ 5** Millionen nicht übersteigt und **(b)** die zu veröffentlichenden Dokumente den **US-**Aktionären in englischer Sprache mit einem Vermerk über die Nichtanwendung des Securities Act geliefert werden.

d) Haftung

Nachfolgend werden einige wesentliche Tatbestände aufgeführt, aus denen in Verbindung mit einer Notierung eine Haftung resultieren **kann**⁵⁵.

(a) Falsche oder irreführende Angaben bei förmlicher Einreichung ("filing") von Unterlagen unter dem Exchange Act führen zu Schadensersatzansprüchen aus Section **18(a)** des Exchange Act⁵⁶, sofern jemand im Vertrauen auf diese Angaben Anteile gekauft oder verkauft hat und der Preis durch die unrichtigen Angaben beeinflusst wurde. Es haften alle Personen, die verpflichtet waren, die Registrierungsunterlagen zu **unterzeichnen**⁵⁷. Die Schadensersatzverpflichtung besteht nicht, sofern die betreffende Person nachweist, daß sie mit der gebotenen Sorgfalt gehandelt **hat**⁵⁸. Bei vorsätzlichem Handeln ist eine strafrechtliche Verfolgung möglich.

(b) Bei allen Wertpapierkäufen - gleichgültig, ob sie registrierte Wertpapiere betreffen oder nicht - finden die allgemeinen Vorschriften der US-Bundeskapitalmarktgesetze gegen Betrug Anwendung. Dazu zählen insbesondere Section **17(a)** des Securities Act und Rule 10b-5 des Exchange Act⁵⁹. Sie finden auch

Anwendung auf Betrugshandlungen außerhalb der USA, sofern diese wesentliche Auswirkungen auf dem US-Markt **haben**⁶⁰. Eine Verletzung von Rule 10b-5 des Exchange Act kann unter anderem zivilrechtliche Klagen zur Folge **haben**⁶¹.

IV. Public Offering

1. Voraussetzungen und Verfahren

a) Registrierung unter dem Securities Act von 1933

Grundsätzlich muß die Ausgabe von Aktien an das Publikum ("public offering") bei der SEC unter dem Securities Act registriert und für wirksam erklärt werden. Erst danach können Verkäufe getätigt werden. Sollen die Wertpapiere gleichzeitig auch an einer Börse notiert oder bei NASDAQ gehandelt werden, so ist zusätzlich eine Registrierung unter dem Exchange Act **erforderlich**⁶². Dies bedeutet jedoch keine allzugroße zusätzliche Belastung, da die Anforderungen im wesentlichen übereinstimmen.

Die SEC hat für die Registrierung unter dem Securities Act ebenfalls eine Reihe von Durchführungsbestimmungen und Formblättern erlassen, die die Anforderungen im einzelnen regeln. Zu den wichtigsten zählen die Regulation **S-X**⁶³, die Form und Inhalt der Angaben zu den Geschäftsabschlüssen betrifft und Regulation **S-K**⁶⁴, die sonstige Informationspflichten regelt. Durch die F-Formblätter werden die Anforderungen für ausländische Emittenten in bestimmten Bereichen abgemildert.

aa) Offenlegungspflichten

Ein ausländischer Emittent, der noch nicht unter dem Exchange Act registriert ist oder nicht berechtigt ist, Formblatt F-2 oder F-3 zu verwenden, muß bei der SEC Formblatt **F-1**⁶⁵ einreichen.

(a) Den größten Aufwand dürfte für einen ausländischen Emittenten, der zum ersten Mal Wertpapiere bei der SEC registriert, die Erstellung der geforderten Geschäftsabschlüsse bedeuten. Dies kann mehrere Monate in Anspruch nehmen und sollte idealerweise in Verbindung mit der Erstellung des Jahresabschlusses geschehen. Zu den wichtigsten Offenlegungspflichten in diesem Bereich gehören“:

- Geprüfte konsolidierte Bilanzen der letzten zwei Jahre
- Geprüfte konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnungen der letzten drei Jahre
- Änderungen der finanziellen Position des Unternehmens während der letzten drei Jahre
- Offenlegung bestimmter Daten der letzten fünf Jahre.

Grundsätzlich muß eine Bilanzierung im Einklang mit der Regulation S-X und den US GAAP erfolgen. Eine Bilanzierung nach den deutschen Vorschriften ist jedoch ausreichend, wenn

die nach deutschen Rechnungslegungsvorschriften erstellten Angaben über den cash flow den Angaben nach den US GAAP im wesentlichen entsprechen und für jeden Gegenstand eine Diskussion der Unterschiede zwischen den maßgeblichen deutschen Rechnungslegungsvorschriften und den US GAAP und eine Bezifferung dieser Unterschiede erfolgt ("reconciliation")⁶⁷.

In jedem Fall erforderlich ist eine Aufschlüsselung der Ergebnisse nach Segmenten. Dies umfaßt die Offenlegung von

- Einkünften und Gewinnen aufgeschlüsselt nach einzelnen Produktgruppen
- Einkünften und Gewinnen aufgeschlüsselt nach geographischen Märkten
- der Identität von bedeutenden Kunden.

Im Fall der Daimler-Benz AG hat die SEC die vorgenannten Offenlegungspflichten in bestimmten Bereichen abgemildert“. Dies beinhaltet unter anderem:

- Die Angaben zu den Gewinn- und Verlustrechnungen aus den vergangenen drei Jahren müssen nicht in allen Bereichen den in Regulation S-X vorgesehenen Informationsgehalt bieten.
- Die Aufschlüsselung der Ergebnisse nach Segmenten kann entsprechend der Untergliederung in die Konzerngesellschaften Mercedes-Benz, AEG, Deutsche Aerospace und debis erfolgen.
- Goodwill wird nach einer vereinfachten Methode in den Ertrag einbezogen.
- Rückstellungen, deren Bildung nach den US GAAP nicht möglich ist, können in einer besonderen Position als Eigenkapital ausgewiesen werden ("appropriate")

ted retained earnings").

Auch bei Zugeständnissen der SEC werden die unterschiedlichen Bilanzierungsvorschriften regelmäßig dazu führen, daß in der Öffentlichkeit unterschiedliche Angaben zu den Geschäftsabschlüssen existieren".

In der Vergangenheit warf die von der SEC geforderte Aktualität der **vorzulegenden** Geschäftsabschlüsse für deutsche Emittenten Probleme auf. Grundsätzlich verlangt Rule 3-19 der Regulation S-X, daß zu dem Zeitpunkt, zu dem die Registrierung durch die SEC für wirksam erklärt worden ist, die vorgelegten Unterlagen nicht älter als sechs Monate sein dürfen. Andernfalls hatten ausländische Emittenten auf die US GAAP abgestimmte Zwischenabschlüsse vorzulegen, die allerdings nicht geprüft sein mußten. Im Hinblick auf den mit der Erstellung von Zwischenabschlüssen verbundenen Zeit- und Kostenaufwand konnte dies dazu führen, daß deutsche Unternehmen während eines erheblichen Teils des Jahres an der Registrierung von Wertpapieren gehindert waren ("**blacked out**")⁷⁰. Eine im November 1993 durch die SEC erlassene Verordnung hat dieses Problem jedoch weitgehend **entschärft**⁷¹. Tritt die Genehmigung der SEC in den ersten sechs Monaten nach Ende des Geschäftsjahres in Kraft, so bedarf es nicht der Vorlage eines geprüften Geschäftsabschlusses für das vergangene Geschäftsjahr. Sofern ein Zwischenbericht vorgelegt wird, der nicht älter als zehn Monate ist und der nicht geprüft sein muß, reicht die Vorlage der geprüften Jahresabschlüsse aus den zwei vor dem letzten Geschäftsjahr zurückliegenden Geschäftsjahre aus. Bei Inkrafttreten der Genehmigung in der zweiten Hälfte des Geschäftsjahres genügt die Vorlage des geprüften Jahresabschlusses des letzten Geschäftsjahres. Die Vorlage eines ungeprüften Zwischenabschlusses ist nur dann erforderlich, sofern das Ende des Geschäftsjahres länger als zehn Monate zurückliegt. Durch diese Regelung wird ausländischen Emittenten eine fortlaufende Inanspruchnahme des US-Marktes ermöglicht. Gleichzeitig wird sichergestellt, daß die den US-Anlegern zur Verfügung stehenden Daten nicht älter als zehn Monate sind.

(b) Zu den sonstigen Offenlegungspflichten zählen unter anderem:

- Beschreibung der **Geschäftstätigkeit**⁷²
- Lagebericht durch das **Management**⁷³
- Beschreibung der zu registrierenden Wertpapiere
- Angaben über den geplanten Absatzes der Wertpapiere
- Beschreibung der Verwendung der Einkünfte

In einigen Detailfragen kann es aus Sicht deutscher Unternehmen zu Problemen kommen, da die Offenlegungspflichten teilweise erheblich über die in Deutschland geübte Publizität hinausgehen. Beispiele sind die Beschreibung der Geschäftstätigkeit und der Lagebericht des Managements. Hier werden gelegentlich Informationen betroffen sein, die von den Unternehmen gewöhnlich als vertraulich eingestuft werden. Hinzukommt, daß der Formblatt F-1 Abschriften einer Reihe von Dokumenten beigefügt sein müssen, die damit grundsätzlich öffentlich zugänglich werden. Zu diesen Dokumenten zählen beispielsweise der Vertrag mit der Emissionsbank, wesentliche Kreditverträge, Unterlagen über Patente oder sonstige Verträge von wesentlicher Bedeutung. Angesichts der Auslegungsbedürftigkeit dieser Anforderungen ist es ratsam und üblich, in einem möglichst frühen Stadium vor Einreichung des förmlichen Antrages mit der SEC mögliche Problempunkte zu diskutieren und ggf. um Vertraulichkeit bestimmter Angaben nachzusuchen.

(c) Ist die Gesellschaft infolge einer Börsennotierung oder des Handels im **NASDAQ** bereits unter dem Exchange Act registriert, kann unter bestimmten Voraussetzungen in einem integrierten Verfahren die Registrierung mit Formblatt F-2 oder F-3 erfolgen. Dies erleichtert das Registrierungsverfahren insofern, als dann lediglich Angaben über die Bedingungen der Emission, über die Wertpapiere, deren Emission geplant ist, und zur beabsichtigten Verwendung der Einkünfte erfolgen müssen. Im übrigen können die Unterlagen verwendet bzw. kann auf die Unterlagen Bezug genommen werden, die bei der Registrierung unter dem Exchange Act einzureichen **waren**⁷⁴.

Bei erstmaligem Antrag muß von dem Zeitpunkt des Eingangs bei der SEC bis zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Genehmigung ein Zeitraum von mindestens

vier Wochen gerechnet werden. Im Wiederholungsfall kann davon ausgegangen werden, daß er sich **verkürzt**⁷⁵.

bb) Beschränkung der Vermarktung

Vom Zeitpunkt der Entscheidung über die Durchführung einer Emission bis zur Beendigung der Unterbringung am Markt beschränkt das US-Recht die Vermarktung durch oder auf Veranlassung des Emittenten. Nach US-amerikanischem Verständnis soll ein Anleger seine Investitionsentscheidung allein auf einen im Einklang mit den Anforderungen des Securities Act erstellten Prospekt gründen und allen Anlegern gleicher Zugang zu Informationen ermöglicht **werden**⁷⁶. Eine Verletzung dieser Bestimmungen kann - neben zivil- oder strafrechtlichen Sanktionen - auch eine Verzögerung der Durchführung der Emission nachschieben, da die SEC das Inkrafttreten der Genehmigung der Registrierung hinausschieben kann ("cooling **off**").

(a) Während des Zeitraums von der Entscheidung über die Durchführung der Emission bis zur Einreichung des förmlichen Antrages ("pre-filing period") verbietet **Section 5(c)** des Securities Act jegliches Angebot der Wertpapiere an Anleger oder Wertpapierhändler. Der Begriff des Angebotes wird von der SEC weit ausgelegt. Im Ergebnis fällt darunter jedes öffentliches Auftreten des Emittenten, das als Beeinflussung des Wertpapiermarktes oder des öffentlichen Interesses am Emittenten aufgefaßt werden **kann**⁷⁷.

Es existieren jedoch mehrere Ausnahmeregelungen. So sind vorläufige Verhandlungen oder Vereinbarungen sowohl des Emittenten mit einer Emissionsbank als auch innerhalb eines Emissionsbankenkonsortiums **gestattet**⁷⁸. Darüberhinaus erlaubt Rule 135 des Securities **Act**⁷⁹ dem Emittenten eine Veröffentlichung über die Emission in der Presse oder in anderweitiger schriftlicher Form, sofern die Veröffentlichung die Erklärung beinhaltet, daß die Plazierung ausschließlich auf Grundlage eines Prospektes durchgeführt wird und zusätzlich keine weiteren

Angaben enthält außer

dem Namen des Emittenten
 einer Beschreibung des Wertpapiers, dessen Emission beabsichtigt ist, einer Beschreibung des Umfangs und des voraussichtlichen Zeitraums des offering sowie eines kurzen Berichtes über Art und Zweck des offering ohne Nennung der Konsortialbanken

im Fall der Einräumung eines Bezugsrechtes unter anderem der Bezeichnung der bezugsberechtigten Aktionäre, des Bezugsverhältnisses, des voraussichtlichen Emissionsdatums, des voraussichtlichen Bezugszeitraums und des voraussichtlichen Bezugspreises oder der Bezeichnung einzelner Teile hiervon*‘.

In den meisten Fällen ist es daher nicht gestattet, einen voraussichtlichen Bezugspreis zu nennen. Im Ergebnis kann der Emittent weiterhin seine Produkte und Dienstleistungen vermarkten, regelmäßige Berichte an seine Aktionäre herausgeben oder Angaben über geschäftliche Entwicklungen veröffentlichen, solange dies seiner routinemäßig geübten Publizität entspricht. Jegliche veröffentlichte Information sollte sich jedoch auf Tatsachen beschränken und keine Vorhersagen oder Werturteile beinhalten. Dies gilt auch für Veröffentlichungen außerhalb des US-Marktes insbesondere dann, wenn die Plazierung lediglich auf den US-Markt beschränkt **ist**⁸¹.

Weitere Ausnahmeregelungen für bestimmte Veröffentlichungen von **brokern-**dealern enthalten die Rules **137-139**⁸² des Securities Act, die an dieser Stelle jedoch nicht im Detail erörtert werden sollen.

(b) Nach Einreichen des förmlichen Antrages bis zum Inkrafttreten der Genehmigung durch die SEC (“waiting period”) sind grundsätzlich **Angebote**⁸³, jedoch keine Verkäufe des Wertpapiers gestattet⁸⁴. Mündliche Angebote außerhalb von Radio und Fernsehen unterliegen keinen speziellen Beschränkungen, sollten jedoch auf den Inhalt des Prospektes abgestimmt sein. Jedes schriftliche Angebot einschließlich von Angeboten über Radio und Fernsehen wird als Prospekt **angesehen**⁸⁵ und muß grundsätzlich den Anforderungen von **Section 10** des Securities Act **entsprechen**⁸⁶. Da zu diesem Zeitpunkt bestimmte **Informationen**, z. B. über den Bezugspreis, typischerweise noch nicht verfügbar sind, hat

die SEC Vorschriften erlassen, die unter bestimmten Voraussetzungen die Veröffentlichung eines vorläufigen Prospektes ("**red herring**") **gestatten**⁸⁷.

(c) Nach Inkrafttreten der Genehmigung (post-effective period) sind Angebot und Verkauf an die Öffentlichkeit uneingeschränkt möglich, sofern die Prospektvorschriften eingehalten werden. Grundsätzlich muß während eines bestimmten Zeitraums** nach Inkrafttreten der Genehmigung anlässlich jeder Transaktion dem Käufer ein aktuelle?, den Erfordernissen von **Section 10(a)** des Security Act entsprechender Prospekt zugesandt **werden**⁹⁰. Emissionsbanken und Händler sind generell daran interessiert, dieser Verpflichtung unverzüglich nachzukommen, da sie erst nach Übersendung des Prospektes und einer Verkaufsbestätigung sowie nach Ablauf einer mit der Zusendung beginnenden Frist von zumeist fünf Tagen Zahlung verlangen können.

cc) Beschränkung von kursbeeinflussenden Transaktionen

Während der Plazierung verbietet die 1955 eingeführte Rule 1 Ob-6 des Exchange **Act**⁹¹ allen an der Emission beteiligten Personen grundsätzlich jegliche Transaktion in dem Wertpapier, das gerade plaziert wird. Dies dient dazu, die Integrität des Sekundärmarktes in seiner Funktion als unabhängiger Preismechanismus zu schützen und dadurch das Vertrauen der Anleger in den Markt zu **steigern**⁹².

Die Umsetzung dieses einfach erscheinenden Grundsatzes wird jedoch dadurch erschwert, daß eine Reihe von Ausnahmen existieren, die sich z. T. nur schwer voneinander abgrenzen lassen⁹³. Neben den in Rule 1ob-6 selbst festgelegten Ausnahmen werden auch Transaktionen ausgenommen, die nach Rules 1ob-7 und **8**⁹⁴ gestattet sind. Die Grundaussage der Rule 1ob-7 geht dahin, daß Stabilisierungsmaßnahmen erlaubt sind, die in ihrem Transaktionspreis nicht das zu Beginn der Transaktion geltende Kursniveau **überschreiten**⁹⁵. Rule 1 Ob-8 gewährt bestimmte Erleichterungen bei der Durchführung von **Bezugsrechtsverfahren**⁹⁶.

Eine Verletzung dieser Vorschriften gilt als Manipulation im Sinne der Section **10(b)** des Exchange Act mit den entsprechenden **Haftungsfolgen**⁹⁷.

b) Registrierung in Einzelstaaten

Wie im Bundesrecht erfordern auch die Wertpapiergesetze der Einzelstaaten ("**blue sky laws**") in den USA bei der Durchführung einer öffentlichen Emission in dem betreffenden Staat grundsätzlich eine Registrierung. Aufgrund weitreichender Ausnahmeregelungen bedeutet dies im Regelfall jedoch keinen allzugroßen zusätzlichen Aufwand. Die meisten Einzelstaaten gewähren Ausnahmen in den Fällen, in denen Emissionen auch nach dem Securities Act von einer Registrierung befreit sind. Ausnahmen gelten vielfach ebenfalls für Wertpapiere, die bereits an bestimmten Börsen wie NSYE oder AMEX notiert sind oder im **NASDAQ** gehandelt werden⁹⁸.

2. Haftung

Neben den allgemeinen Haftungstatbeständen existieren noch einige Haftungsregelungen, die unmittelbar an die Durchführung eines Registrierungsverfahrens unter dem Securities Act anknüpfen.

(a) Gemäß Section **12(1)** des Securities Act¹⁰⁰ ist zum Schadensersatz verpflichtet, wer Wertpapiere kauft oder verkauft unter Verletzung der Registrierungs- und Prospektvorschriften von Section 5 des Securities Act. Der Geschädigte muß nur den Kauf eines Wertpapiers und die Verletzung dieser Vorschriften darlegen und beweisen. Nicht erforderlich ist der Nachweis der Kausalität zwischen dieser Verletzung und dem Rückgang des Wertpapierpreises. Es ist dann Sache des Emittenten, das Vorliegen einer Ausnahmeregelung **nachzuweisen**¹⁰¹.

(b) Bei Vorliegen wesentlicher Falschangaben oder Weglassungen in Registrierungsunterlagen zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Genehmigung verpflichtet

Section 11 des Securities Act¹⁰² ebenfalls zum Schadensersatz. Jeder Käufer ist berechtigt, die Differenz zwischen Kaufpreis und späterem Verkaufspreis oder, sofern er noch Eigentümer ist, zwischen Kaufpreis und Wert zum Zeitpunkt der Klage zu verlangen.

Der Kreis der haftenden Personen ist außerordentlich weit gezogen. Zunächst haften alle Personen, die die Registrierungsunterlagen zu unterzeichnen **hat-ten**¹⁰³. Dazu gehören (a) die Gesellschaft selbst, (b) diejenigen Personen, die wesentliche Funktionen im Finanzbereich **ausüben**¹⁰⁴, (c) eine Mehrheit des **board**¹⁰⁵ und (d) bei ausländischen Gesellschaften der Repräsentant in den **USA**¹⁰⁶. Daneben kann jede Person verklagt werden, die director ist oder eine ähnliche Funktion **ausübt**¹⁰⁷. Dies gilt unabhängig davon, ob die betreffende Person die Registrierungsunterlagen unterzeichnet **hat**¹⁰⁸. Hier stellt sich die Frage, ob Mitglieder eines deutschen Aufsichtsrates als Personen anzusehen sind, die eine einem director ähnliche Funktion ausüben“. Neben diesen Personen haften auch die Emissionsbanken und die Abschlußprüfer, letztere allerdings nur, soweit ihr **Verantwortungsbereich** betroffen ist¹¹⁰.

Angesichts des bedeutenden Haftungsrisikos stellt die Risikoverteilung zwischen den an der Emission beteiligten Personen eine wichtige Aufgabe dar“.

V. Unregistered Offering

Unter bestimmten Voraussetzungen kann bei Durchführung einer Plazierung eine Registrierung unter dem Securities Act vermieden werden. Zu denjenigen Ausnahmen“, die für ausländische Unternehmen von großer Bedeutung sind, zählen die Möglichkeit einer nichtöffentlichen Plazierung (“private placement”) sowie einer Emission entsprechend Regulation S.

1. Private Placement

(a) Gemäß Section **4(2)** des Securities Act¹¹³ sind von der Registrierungspflicht Transaktionen ausgenommen, die kein public offering beinhalten. Dies setzt voraus, daß die Investoren die Wertpapiere nicht vorrangig für einen Weiterverkauf erwerben und ein Rechtsgutachten vorliegt, welches die fehlende Notwendigkeit einer Registrierung bestätigt im Hinblick auf (a) die Qualität und begrenzte Anzahl der Angebotsempfänger und ihrer Beziehung untereinander sowie zum Emittenten (b) die Größe der zu erwerbenden Anteile an der Emission und (c) die Art und Weise, in der die Emission durchgeführt wird¹¹⁴. Im Ergebnis kann ein private placement nur mit einer begrenzten Anzahl erfahrener und großer Investoren durchgeführt werden.

Weiterverkäufe der erworbenen Anteile sind gewöhnlich für drei Jahre beschränkt auf (1) Verkäufe an Anleger, die gleichartige Beschränkungen akzeptieren, (2) Verkäufe gemäß Rule 144 und 144A des Securities Act¹¹⁵ und (3) Verkäufe außerhalb der USA in Einklang mit Regulation S¹¹⁶.

(b) Aufgrund der im Einzelfall aufgetretenen Schwierigkeiten, den Anwendungsbereich von Section **4(2)** des Securities Act genau zu bestimmen, wurde 1982 die Regulation D erlassen¹¹⁷. Dort werden drei Arten von Emissionen nach der Höhe des Marktwertes der zu plzierenden Wertpapiere unterschieden. Bei unbegrenztem Marktwert beispielsweise erlaubt Regulation D, unter bestimmten Voraussetzungen, über Section **4(2)** hinaus die Plzierung bei einer nicht limitierten Anzahl von großen oder vermögenden Anlegern ("accredited investors"), sofern die Anzahl sonstiger Anleger 35 nicht übersteigt^{*}. Ein Weiterverkauf ist unter den oben in (a) beschriebenen Voraussetzungen ohne Registrierung möglich.

2. Regulation S

Die 1990 erlassene Regulation S des Securities Act¹¹⁹ nimmt unter bestimm-

ten Voraussetzungen außerhalb der USA stattfindende Transaktionen von der Registrierungspflicht der Section 5 des Securities Act aus¹²⁰. Insbesondere aus einer Kombination von Regulation S und Rule 144 A haben sich damit völlig neue Möglichkeiten eröffnet¹²¹. Erfasst werden sowohl Neuemissionen als auch Weiterverkäufe. Allen ausgenommenen Transaktionen ist gemeinsam, daß sie "offshore" sein müssen und keine direkten Verkaufsbemühungen innerhalb der USA beinhalten dürfen¹²². Eine Transaktion wird als offshore angesehen, wenn sie kein Angebot an eine Person mit Wohnsitz innerhalb der USA beinhaltet und zum Zeitpunkt des Kaufs der Käufer sich außerhalb der USA befindet oder der Käufer dies zumindest vernünftigerweise annehmen darf¹²³. Bei Emissionen richten sich die weiteren Voraussetzungen danach, welcher der drei Kategorien der Rule 903 die Emission zuzuordnen ist. Diese Kategorien werden voneinander nach dem Ausmaß der zu erwartenden Auswirkung auf den US-Markt abgegrenzt. Ohne das die Anforderungen im einzelnen an dieser Stelle erörtert werden sollen¹²⁴, dürften deutsche Unternehmen im allgemeinen keine Probleme haben, bei in Deutschland durchgeführten Emissionen die Voraussetzungen der Regulation S zu erfüllen.

VI. Multinationale Emission

Die SEC hat in den vergangenen Jahren erhebliche Anstrengungen unternommen, um bei der Durchführung multinationaler Emissionen, also von Plazierungen in verschiedenen Staaten, die Einbeziehung des US-Marktes zu fördern. Die weitreichendsten Zugeständnisse sind gegenüber bestimmten kanadischen Gesellschaften gemacht worden. Diese haben seit 1991 die Möglichkeit, eine Registrierung auf Grundlage der kanadischen Rechnungslegungsvorschriften durchzuführen¹²⁵.

Auch für deutsche Emittenten sind verschiedene Erleichterungen von Bedeutung. Im Oktober 1993 hat die SEC deutschen Emittenten unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit eingeräumt, sich im Hinblick auf eigenkapitalbezogene

Wertpapiere teilweise von den Beschränkungen der Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act¹²⁶ zu **befreien**¹²⁷. Die Freistellung bezieht sich auf zwei Bereiche. Bei der Durchführung der Plazierung in Deutschland sind deutsche Emittenten lediglich den Vorschriften des deutschen Rechtes unterworfen. Die US-Vorschriften der Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act gelten nicht. Daneben unterliegen auf sog. bedeutenden Märkten ("**significant markets**")¹²⁸ die Beteiligten zwar grundsätzlich den aus Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act resultierenden Beschränkungen. Sofern jedoch im Stock Exchange Automated Quotation System ("**SEAQ**")¹²⁹ die Differenz zwischen Bezugspreis und aktuellem Marktpreis weniger als 10 v. H. beträgt, werden den in Großbritannien ansässigen Beteiligten in bestimmten Umfang Stabilisierungsmaßnahmen gestattet.

Die Freistellungsmöglichkeit setzt neben einer Anmeldung voraus, daß das zu plazierende Wertpapier von einer deutschen Gesellschaft oder einer Tochtergesellschaft einer deutschen Gesellschaft emittiert wurde. Ferner muß das Wertpapier eine der folgenden Voraussetzungen erfüllen:

- es muß in den DAX einbezogen sein oder
- der durchschnittliche tägliche Börsenumsatz der Aktie muß mindestens 8 Millionen DM erreichen oder
- es muß in ein Wertpapier wandelbar sein, das in eine der beiden erstgenannten Kategorien fällt. Hiervon werden Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen erfaßt.

Bei Inanspruchnahme der Befreiung sind bestimmte Aufzeichnungs- und Berichtspflichten zu erfüllen. Daneben müssen die US-Anleger auf die Freistellung hingewiesen werden.

Darüberhinaus hat die SEC im November 1993 eine Reihe von weiteren Erleichterungen bekanntgegeben. Diese betreffen beispielsweise das Alter der bei der Registrierung vorzulegenden **Geschäftsabschlüsse**¹³⁰ sowie die Freistellung von Transaktionen gemäß Rule 144A des Securities Act von den Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act¹³¹. Diese Zugeständnisse könnten in der Zukunft durchaus noch erweitert **werden**¹³².

Bereits im Jahre 1991 hatte die SEC noch weitergehende Erleichterungen zur Durchführung multinationaler Bezugsrechtsverfahren **vorgeschlagen**¹³³. Bei einer Umsetzung würden ausländische Gesellschaften unter jeweils unterschiedlichen Voraussetzungen sowohl von der Registrierungspflicht gemäß **Section 5** des Securities Act als auch von den Rules **10b-6** bis 8 des Exchange Act¹³⁴ ausgenommen. Ob und ggf. wann diese Vorschläge umgesetzt werden, ist momentan nicht abzusehen. Ferner ist nicht sicher, ob dies dann in unveränderter Form geschähe. Beispielsweise hat die SEC ausdrücklich um Stellungnahmen nachgesucht, ob alternativ diese Ausnahmeregelungen alternativ auf "specified foreign securities markets" im Sinne der vorgeschlagenen Rule **3b-10** des Exchange Act¹³⁵ oder auf Staaten, mit denen ein sogenanntes "memorandum of understanding" ("**MOU**")¹³⁶ existiert, beschränkt werden **sollten**¹³⁷. Deutsche Unternehmen könnten damit aus dem Anwendungsbereich herausfallen, da zur Zeit nicht sicher ist, ob sie als specified foreign market anzusehen **sind**¹³⁸ und zwischen der Bundesrepublik Deutschland und den USA gegenwärtig ein MOU nicht besteht.

VII. Kapitalerhöhung nach US-Börseneinführung

Wird bei einer Gesellschaft mit Sitz in Deutschland nach einer Börseneinführung in den USA eine Kapitalerhöhung durchgeführt, können die US-Aktionäre gegenüber der Gesellschaft Mitgliedschaftsrechte nach deutschem Recht geltend machen. Dies folgt aus der für das deutsche Gesellschaftsstatut maßgeblichen Sitztheorie, die auf das Recht am tatsächlichen Sitz der Hauptverwaltung der juristischen Person **verweist**¹³⁹. Vor allem aus dem Bezugsrecht der Aktionäre aus § 186 Abs. 1 **AktG** ergeben sich dabei besondere **Anforderungen**¹⁴⁰.

1. Multinationale Emission

Soll die Kapitalerhöhung im Wege einer multinationalen Emission, d. h. **gleichzeitig** in mehreren Staaten durchgeführt **werden**¹⁴¹, bedingt dies eine **Koordina-**

tion des gesamten Emissionsablaufes. Resultat ist ein erhöhter Zeit- und Kostenaufwand im Vergleich zur Durchführung einer auf das Gebiet eines Staates beschränkten Emission. Dieser Aufwand wächst entsprechend der Anzahl unterschiedlicher Rechtsordnungen, deren Regelungen zu beachten sind¹⁴². Die folgenden Erörterungen beschäftigen sich mit den spezifischen Problemen, die aus der Einbeziehung des US-Marktes resultieren. Zur Vereinfachung der Darstellung geschieht dies anhand einer Konstellation, in der eine Gesellschaft mit Sitz in Deutschland im Ausland lediglich an einer US-Börse notiert ist.

a) Anwendbarkeit des Securities Act

Aufgrund des Bezugsrechtes aus § 186 Abs. 1 AktG haben die US-Aktionäre einen Anspruch auf Zuteilung der jungen Aktien entsprechend ihrem Anteil am bisherigen Grundkapital. Die Durchführung des entsprechenden Bezugsrechtsverfahrens führt zur Registrierungspflicht gemäß Section 5 des Securities Act. Eine Ausnahmeregelung greift nicht ein. Geht man davon aus, daß die Anteile des Emittenten auf dem US-amerikanischen Markt breit gestreut sind, also nicht lediglich von einigen institutionellen Anlegern gehalten werden, so scheidet eine Unterbringung am Markt als private placement aus. Denn ein private placement im Sinne von Section 4(2) setzt voraus, daß Adressaten des Angebots nur eine begrenzte Anzahl von erfahrenen Großanlegern sind. Regulation D läßt zwar eine unbegrenzte Anzahl von Großanlegern ("accredited investors") zu, jedoch ist bei Neuemissionen mit einem Marktwert von mehr als US \$ 1 Million die Zahl sonstiger Investoren auf 35 begrenzt¹⁴³.

b) Offenlegungspflichten

Ein besonderes Verfahren zur Durchführung multinationaler Emissionen existiert derzeit für deutsche Gesellschaften nicht¹⁴⁴. Grundsätzlich müssen daher bei Durchführung des Bezugsrechtsverfahrens sämtliche Informationen offengelegt werden, wie es auch sonst bei Durchführung eines registered offering der Fall ist¹⁴⁵. Ist die Gesellschaft infolge einer Börsennotierung oder des Handels im

NASDAQ bereits unter dem Exchange Act **registriert**¹⁴⁶, kann unter bestimmten Voraussetzungen in einem integrierten Verfahren die Registrierung mit Formblatt F-2 oder F-3 erfolgen. Dies erleichtert das Registrierungsverfahren insofern, als dann lediglich Angaben über die Neuemission erfolgen müssen. Im übrigen können die Unterlagen verwendet werden bzw. kann auf die Unterlagen Bezug genommen werden, die bei der Registrierung unter dem Exchange Act einzureichen waren.

Diese Erleichterungen dürfen jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, daß die Offenlegungspflichten durch sie materiell nicht abgeschwächt werden. Infolge des zusätzlichen Kostenaufwands für die Erstellung der Registrierungsunterlagen erhöhen sich daher die Eigenkapitalkosten.

c) Beschränkung der Vermarktung

Auch wenn der Teil des Bezugsrechtsverfahrens außerhalb der USA im Einklang mit Regulation S strukturiert **wird**¹⁴⁷, spricht einiges dafür, daß die gesamten Aktivitäten des Emittenten, also auch in Deutschland, während der Registrierung in den USA grundsätzlich den damit verbundenen Beschränkungen in der Vermarktung unterliegen. Werden von deutschen Gesellschaften beispielsweise Werturteile über eine bevorstehende oder stattfindende Emission abgegeben, könnte dies als Beeinflussung US-amerikanischer Anleger aufgefaßt werden. Denn aufgrund der internationalen Verbreitung der führenden Wirtschaftspublikationen erreichen bedeutsame Nachrichten über deutsche, in den USA börsennotierte Unternehmen auch den US-amerikanischen **Markt**¹⁴⁸. Als Konsequenz drohen in einem solchen Fall Schadensersatzklagen aus **Section 12(1)** des

Securities Act, sofern es nach einem Kauf durch US-Anleger zu einem Kursrückgang kommt.

Dies hat zur Folge, daß die Durchführung des Bezugsrechtsverfahrens den Erfordernissen der US-Vorschriften angepaßt werden muß. Während des **Zeit-**

raums vom Beschluß der Hauptversammlung über die Durchführung der Kapitalerhöhung bis zur Einreichung des förmlichen Registrierungsantrages bei der SEC ist jedes öffentliche Auftreten des Emittenten, das als Beeinflussung des Wertpapiermarktes aufgefaßt werden kann, zu vermeiden. Hierunter fallen insbesondere Werturteile über die Qualität der angebotenen Investmentmöglichkeit. Die Gesellschaft kann nach wie vor ihrer routinemäßig geübten Publizität nachkommen. Zusätzliche Veröffentlichungen gestattet Rule 135, die bei Einräumung von Bezugsrechten ausnahmsweise sogar Angaben zur voraussichtlichen Höhe des Bezugspreises **erlaubt**¹⁴⁹.

Aus Sicht des Emittenten ist es wünschenswert, wie in Deutschland üblich, bereits vor Beginn des Bezugszeitraums die verbindliche Übernahme der Emission durch ein US-amerikanisches Konsortium zu **vereinbaren**¹⁵⁰. Dies kollidiert jedoch mit den Regelungen des US-Rechtes, wonach bis zum Inkrafttreten der Genehmigung lediglich vorläufige Verhandlungen mit den Emissionsbanken gestattet **sind**¹⁵¹. Es bleibt abzuwarten, ob diesem Punkt durch Verhandlungen mit der SEC abgeholfen werden kann.

Auch nach Einreichen des förmlichen Antrages sind mündliche Äußerungen auf den Inhalt der schriftlichen Veröffentlichungen abzustimmen. Bis zum Inkrafttreten der Genehmigung durch die **SEC**¹⁵² dürfen keine Verkäufe durchgeführt werden. Sofern daher nicht oder nicht nur **ADRs**, sondern auch ausnahmsweise Aktien an der US-Börse gehandelt **werden**¹⁵³, sollte die Zuteilung der Aktien an die Aktionäre in Deutschland bis zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Genehmigung der SEC aufgeschoben werden. Damit wird vermieden, daß Aktien aus dem deutschen Teil der Emission bis zum Inkrafttreten der Genehmigung auf den US-Markt **gelangen**¹⁵⁴. Hingegen dürfte die Entgegennahme von Zeichnungserklärungen und ein Bezugsrechtshandel in Deutschland auch vor Inkrafttreten der Genehmigung der SEC zulässig sein. Denn in diesem Fall erfolgt eine Beeinflussung des US-Marktes, wenn überhaupt, nur durch eine Preisbildung am Markt, nicht aber durch einen Eingriff des Emittenten.

Die notwendige Anpassung der Bezugsrechtsverfahren kann, wie gesehen, ausnahmsweise zu einer Verzögerung der Durchführung führen. Dies kann mit der Verpflichtung der Hauptversammlung kollidieren, bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen unter Einschaltung eines Kreditinstitutes gemäß § 186 Abs. 5 **AktG** für die unverzügliche Weitergabe der jungen Aktien an die Aktionäre zu **sorgen**¹⁵⁵. Dem wird nicht entsprochen, wenn die Weitergabe beispielsweise erst Monate später erfolgen soll. Ist dies abzusehen, erfordert dies einen Ausschluß des Bezugsrechtes unter Beachtung der §§ 183 Abs. 3 und 4 **AktG**. Eine in der Praxis häufig gewählte Alternative bildet die Schaffung genehmigten Kapitals gemäß § 202 Abs. 2 **AktG**, die den Vorstand in die Lage versetzt, über den Zeitpunkt der Einführung des genehmigten Kapitals zu entscheiden.

d) Beschränkung von kursbeeinflussenden Transaktionen

Die durch die Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act angeordneten Beschränkungen von kursbeeinflussenden **Transaktionen**¹⁵⁶ gelten bei multinationalen Emissionen grundsätzlich sowohl für Aktivitäten auf dem US-amerikanischen als auch auf sonstigen Märkten. Letzteres ist auch dann der Fall, wenn die Emission außerhalb der USA im Einklang mit den Bedingungen von Regulation S durchgeführt wurde. Denn Regulation S gewährt lediglich eine Ausnahme von der Registrierungspflicht gemäß **Section 5** des Securities Act, läßt aber die Anwendbarkeit der anderen Vorschriften des Bundeskapitalmarktrechtes einschließlich der Vorschriften gegen Betrug und Kursmanipulation ausdrücklich **unberührt**¹⁵⁷.

Dem weitgefaßten Wortlaut nach finden diese Vorschriften auch auf Transaktionen Anwendung, die vollständig außerhalb der USA durchgeführt werden und den US-amerikanischen Markt überhaupt nicht berühren. In der Praxis werden sie von US-amerikanischen Gerichten jedoch nur dann auf **Betrugshandlungen** außerhalb der USA angewendet, sofern diese wesentliche Auswirkungen auf den US-Markt **haben**¹⁵⁸.

Transaktionen von Emittenten spielen in Deutschland keine Rolle. Die §§ 71 ff. AktG gestatten der Gesellschaft nur unter engen Voraussetzungen den Erwerb eigener Aktien. Maßnahmen beispielsweise zur Kurspflege fallen regelmäßig nicht darunter¹⁵⁹. Es kann aber nicht von vorneherein ausgeschlossen werden, daß Aktivitäten deutscher Emissionsbanken, die Kurssteigerungen an deutschen Börsen zur Folge haben, sich nicht auch auf die Kursentwicklung in den USA auswirken. Bei Anwendung der Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act wären daher auch in Deutschland sowohl das eigentliche Plazierungsverfahren als auch sonstige Geschäfte der Emissionsbanken erheblichen Beschränkungen unterworfen. Diese Beschränkungen könnten erhebliche Konsequenzen haben. Beispielsweise könnte das Verbot jeglicher Transaktion in dem zu plazierenden Wertpapier zu einem Zusammenbruch des Handels während der Dauer des Bezugsrechtsverfahrens führen. Denn insbesondere bei Emissionen von Großunternehmen sind regelmäßig nahezu sämtliche bedeutenden Geschäftsbanken im Konsortium vertreten und unterlägen damit dem Verbot der Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act¹⁶⁰.

Fallen Unternehmen jedoch in den Anwendungsbereich der Freistellungsverordnung der SEC von Oktober 1993¹⁶¹, werden die an der Emission Beteiligten außerhalb der USA weitgehend von den Restriktionen der Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act ausgenommen. Insbesondere unterliegen dann Transaktionen in Deutschland keinen Beschränkungen.

Aufgrund der weitgefaßten Voraussetzungen dürfte diese Befreiung den Kreis der an einer Notierung in den USA interessierten Unternehmen weitgehend abdecken. Die Gesellschaften, deren Anteile in den DAX einbezogen werden, zählen sowohl aufgrund der Liquidität ihrer Aktien als auch aufgrund der weltweiten Ausrichtung ihrer Unternehmensstrategie zu denjenigen Unternehmen, für die eine Notierung in den USA am ehesten in Betracht kommt. Beispielsweise zählen zu den 30 DAX-Werten 12 der 13 Aktienwerte, die Ende 1992 in den USA im Freiverkehr bzw. im NASDAQ gehandelt wurden¹⁶². Etwa 30 bis 40 weitere Gesellschaften zählen zu dem Kreis derjenigen Unternehmen, die auf-

grund des Umsatzes ihrer Aktien zum Kreis der Begünstigten gehören könnten¹⁶³.

Erfüllen Unternehmen diese Voraussetzungen nicht, bleibt unter Umständen noch die Möglichkeit, sich in einem sog. "no-action letter" von der SEC im Einzelfall von den Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act freistellen zu lassen. Angesichts des breiten Anwendungsbereichs der Freistellungsverordnung vom Oktober 1993 dürfte es sich dabei jedoch um Ausnahmefälle handeln.

e) Zusammenfassung

Die Durchführung eines multinationalen Bezugsrechtsverfahrens unter Einschluß des US-Marktes hat für den Emittenten nach geltendem US-Recht infolge der notwendigen Anpassung des Verfahrens an die Bestimmungen des US-Rechts einen zusätzlichen Kostenaufwand zur Folge.

Dieser zusätzliche Kostenaufwand ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Die Registrierung entsprechend den Vorschriften des Securities Act erfordert die Erstellung der von der SEC geforderten Unterlagen einschließlich einer dafür eventuell erforderlichen Beratung. Der Aufwand hierfür hält sich jedoch in einem überschaubaren Rahmen, sofern die Gesellschaft bereits börsennotiert ist und von dem integrierten Registrierungsverfahren Gebrauch machen kann. Ferner haben die besonderen Vorschriften des US-Rechts über die Beschränkung der Vermarktung erhöhte Sorgfaltsaufwendungen für eine Schulung der Mitarbeiter und die Inanspruchnahme von Beratungsleistungen zur Folge. Aufgrund der Börsennotierung existieren jedoch bereits Erfahrungen mit dem Auftreten auf dem US-amerikanischen Markt, so daß dieser Kostenfaktor nicht zu hoch anzusetzen ist.

Eine Verzögerung der Zuteilung der jungen Aktien in Deutschland mit einer eventuell daraus folgenden Erhöhung der Eigenkapitalkosten ist dagegen im Regelfall nicht zu befürchten. Auch die Verhaltenspflichten aus Rules 10b-6 bis

8 Exchange Act haben für einen deutschen Emittenten keinen zusätzlichen Vermögensnachteil zur Folge. Denn schon nach deutschem Recht ist ein Erwerb von eigenen Aktien für eine Gesellschaft nur unter engen Voraussetzungen möglich, die im Normalfall bei Durchführung eines Bezugsrechtsverfahrens nicht vorliegen. Die Gesellschaft ist lediglich durch die für Emissionsbanken geltenden Beschränkungen dann betroffen, wenn dadurch die in Deutschland anfallenden Kosten der Emission ansteigen. Regelmäßig können jedoch die an einer Emission Beteiligten für die Durchführung der Plazierung in Deutschland eine Freistellung von den Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act in Anspruch nehmen.

2. Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß der US-Aktionäre

Im Hinblick auf die aus einer Registrierung resultierenden Belastungen haben in der Vergangenheit zahlreiche ausländische Unternehmen bei Kapitalerhöhungen das Bezugsrecht der US-Aktionäre **ausgeschlossen**¹⁶⁴.

Nach dem maßgeblichen deutschen **Recht**¹⁶⁵ erfordert dies einen ausdrücklichen Beschluß der Hauptversammlung unter Einhaltung der Erfordernisse der §§ 186 Abs. 3 und 4 **AktG**. Darüberhinaus muß nach der Rechtsprechung als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal der Bezugsrechtsausschluß sachlich gerechtfertigt sein¹⁶⁶. Ein Bezugsrechtsausschluß ist daher nur zulässig, wenn er auch bei gebührender Berücksichtigung der Folgen für die ausgeschlossenen Aktionäre durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt ist. Dies schließt eine Abwägung unter den gegenläufigen Interessen von Gesellschaft und Minderheit und die Verhältnismäßigkeit von Mittel und Zweck ein. Dabei sind an die sachliche Begründung um so strengere Anforderungen zu stellen, je schwerer der Eingriff in die **mitgliedschaftliche** und vermögensrechtliche Stellung der Aktionäre **wiegt**¹⁶⁷.

Soll das Bezugsrecht nur für einen Teil der Aktionäre ausgeschlossen werden, kann dies gegen das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot aus § 53 a **AktG** verstoßen. Das Bezugsrecht stellt jedoch eine spezielle Ausprägung dieses

Grundsatzes dar. Ein Bezugsrechtsausschluß verstößt daher auch nicht gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz, wenn er sachlich gerechtfertigt ist¹⁶⁸.

a) Interesse der Gesellschaft

Die Gesellschaft muß ein spezifisches Interesse an dem Ausschluß des Bezugsrechtes haben. Grundsätzlich kann das jedes Ziel sein, das nach sorgfältiger Abwägung als dem Besten der Gesellschaft dienend **erscheint**¹⁶⁹. Dieses Interesse ergibt sich aus der Notwendigkeit der Durchführung einer Kapitalerhöhung ohne den zusätzlichen Kostenaufwand, den die Einräumung eines Bezugsrechtes an die US-Aktionäre zur Folge hätte¹⁷⁰.

Fraglich ist, ob diesem Interesse die **Schutzwürdigkeit** fehlt, weil mit dem Bezugsrechtsausschluß die Anwendbarkeit der Anlegerschutzvorschriften des US-amerikanischen Rechts wie z. **B.** der weitreichenden Offenlegungspflichten vermieden wird. Das Interesse der Gesellschaft besteht jedoch nicht darin, den US-Anleger schutzlos zu stellen, sondern darin, lediglich den **Anlegerschutzvorschriften** des Heimatstaates, also den Regeln des deutschen Rechtes, unterworfen zu werden. Im Ergebnis soll damit vermieden werden, bei Handlungen, deren Auswirkungen sich im wesentlichen auf das Hoheitsgebiet eines Staates **beschränken**¹⁷¹, **gleichzeitig** den Verpflichtungen aus mehreren Rechtsordnungen ausgesetzt zu **sein**¹⁷².

b) Erforderlichkeit und Eignung

Der Bezugsrechtsausschluß ist trotz Bejahung des Interesses der Gesellschaft dann nicht zulässig, wenn er im Hinblick auf das angestrebte Ziel gar nicht erforderlich ist¹⁷³. Der Ausschluß muß also das einzige oder jedenfalls deutlich bessere Mittel sein, um das angestrebte Ziel der Gesellschaft zu **erreichen**¹⁷⁴. Sind ebenso gute oder sogar bessere, die Aktionäre weniger benachteiligende Alternativlösungen möglich, so ist ein Bezugsrechtsausschluß **unzulässig**¹⁷⁵. Dies umfaßt nicht nur Alternativlösungen, die ohne den in Frage stehenden

Bezugsrechtsausschluß auskommen, sondern auch solche, die ihn zwar nicht vermeiden, wohl aber dessen Nachteile für die durch ihn betroffenen Aktionäre mildern können¹⁷⁶.

Wird das Bezugsrecht der US-Aktionäre ausgeschlossen, ergibt sich für die Gesellschaft eine Verringerung ihrer Kapitalbeschaffungskosten. Eine Registrierung der Emission ist, sofern die Emission außerhalb der USA in Übereinstimmung mit den Vorschriften der Regulation S erfolgt, nicht erforderlich. Demgemäß entfällt der zusätzliche Kostenaufwand für die Erstellung der Registrierungsunterlagen und die Sorgfaltsaufwendungen zur Vermeidung einer **Haftung**¹⁷⁷. Die aus der Anpassung an die US-amerikanischen Vorschriften resultierende Belastung und damit die ersparten Aufwendungen erhöhen sich mit der Anzahl der Staaten, in denen eine öffentliche Emission gleichzeitig durchgeführt wird. Die nahezu weltweite Durchführung von öffentlichen Emissionen unter Einschluß des US-Marktes zeigt jedoch, daß eine Koordination der Emissionsabläufe noch möglich ist¹⁷⁸.

Keine gleichwertige Alternative bildet ein formeller Bezugsrechtsausschluß, bei dem die Minderheitsaktionäre durch ein sog. "Vorab-Bezugsrecht" geschützt werden¹⁷⁹. Eine Registrierungspflicht mit den geschilderten Belastungen kann hierdurch nicht vermieden werden. Zwar könnte die Emission zunächst außerhalb des US-Marktes untergebracht werden. Erfolgen jedoch nach Ablauf des Bezugszeitraums aus eventuell verbleibenden Teilen der Emission Verkäufe an US-Aktionäre, so löst dies dennoch die Registrierungspflicht unter dem **Securities Act** aus. Hingegen ist, soweit möglich, den US-Aktionären der durch den Ausschluß entstehende Vermögensnachteil auszugleichen. Denn üblicherweise erfolgt die Ausgabe der jungen Aktien mit einem erheblichen Abschlag gegenüber dem **Börsenkurs**¹⁸⁰, der einen entsprechenden Verwässerungseffekt zur Folge hat. Ein Ausgleich könnte beispielsweise darin bestehen, daß der den US-Aktionären bei bestehendem Bezugsrecht zustehende Teil der Neuemission verwertet und der Erlös an sie ausgezahlt wird. Die Umsetzung des Ausgleichs kann in der Praxis allerdings zu Problemen führen. Existiert ein ADR-Programm,

kann unter Umständen die US-Depotbank die Auszahlung der Erlöse übernehmen.

Der Bezugsrechtsausschluß ist daher regelmäßig nur dann erforderlich, wenn den ausgeschlossenen Aktionären der entstehende Vermögensnachteil ausgeglichen wird.

c) Grundsatz der Verhältnismäßigkeit

Der Ausschluß ist unzulässig, wenn zwar schlechtere, aber immer noch zumutbare Alternativlösungen zur Verfügung stehen, die einen Ausschluß mit gravierenden Folgen vermeiden würden. Er ist ebenfalls unzulässig, wenn das Interesse der Gesellschaft zu schwach ist, um die den Aktionären drohenden Nachteile zu **rechtfertigen**¹⁸¹.

Auf Seiten der Altaktionäre sind eine potentielle Beeinträchtigung ihrer Vermögensinteressen durch eine Kursverwässerung sowie die stets vorliegende Beeinträchtigung in ihren Herrschafts- und Mitverwaltungsrechten zu **berücksichtigen**¹⁸². Bei der weiteren Erörterung kann das Vermögensinteresse der betroffenen Aktionäre vernachlässigt werden. Denn ein Bezugsrechtsausschluß ohne vermögensrechtlichen Ausgleich für die ausgeschlossenen Aktionäre ist regelmäßig nicht erforderlich und damit sachlich nicht **gerechtfertigt**¹⁸³. Es verbleibt daher eine Beeinträchtigung der Herrschafts- und Mitverwaltungsrechte der ausgeschlossenen Aktionäre. Hier ist zu unterscheiden:

(a) Kommt es zu weiteren Notierungen von deutschen Gesellschaften an US-Börsen, wird in der Praxis am häufigsten die Konstellation vorzufinden sein, daß an US-Börsen lediglich Gesellschaftsanteile in Höhe von einigen Prozent des Grundkapitals gehandelt werden und diese breit unter US-Aktionäre gestreut sind¹⁸⁴. Zwar steht dem Interesse der Gesellschaft an der Durchführung eines Bezugsrechtsausschlusses ohne die erörterten Belastungen nur eine geringfügige Beeinträchtigung der Aktionärsinteressen gegenüber. Beispielsweise ist ein

Splitterbesitz in Höhe eines Anteils von unter einem Prozentpunkt des Grundkapitals in der Regel weder mit Minderheitsrechten noch mit einer faktischen Einflußnahmemöglichkeit verbunden. Die aus dem Bezugsrechtsausschluß resultierende prozentuale Herabsetzung seines Stimmrechtsanteils wird den Aktionär daher kaum in seinen Herrschaftsrechten fühlbar **beeinträchtigen**¹⁸⁵. Dennoch läßt sich auch in dieser Situation ein Bezugsrechtsausschluß *de lege lata* in der Regel nicht rechtfertigen. Der Gesetzgeber hat durch die Schaffung des zwingenden Bezugsrechtes in § 186 Abs. 1 **AktG** bewußt eine grundsätzliche Wertentscheidung zu Lasten des Plazierungsvorteils einer Emission ohne Bezugsrecht und zugunsten des Schutzes der Altaktionäre **getroffen**¹⁸⁶. Es kommt daher darauf an, ob es sich bei dem dargestellten Interessengegensatz zwischen dem Interesse der Gesellschaft an einer kostengünstigen Plazierung auf der einen Seite und dem Interesse der US-Aktionäre an ihrem Bezugsrecht auf der anderen Seite um einen typischen Fall der von § 186 Abs.1 **AktG** erfaßten Interessenkollision handelt. Ist dies zu bejahen, kann ein vorrangiges Interesse der Gesellschaft am Ausschluß nicht begründet **werden**¹⁸⁷. Um eine solche typische Situation handelt es sich aber.

Sofern zu den Anteilseignern einer Gesellschaft auch ausländische Aktionäre zählen, steht diesen das Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 **AktG** in gleichem Maße zu wie den deutschen Aktionären. Insofern ist zunächst bedeutungslos, ob ausländische Aktionäre ihre Anteile an deutschen oder an ausländischen Börsen erworben haben. Entschließt sich eine Gesellschaft zum Gang an eine ausländische Börse, bedingt dies zwangsläufig die zusätzliche Beachtung von Regeln ausländischen Rechts. Daraus resultierende zusätzliche Belastungen lassen sich als typische Folge des Bezugsrechtes dieser Aktionäre einordnen. Ähnlich wie im Fall eines Ausschlusses deutscher Aktionäre von ihrem Recht auf Bezug von jungen **Aktien**¹⁸⁸ gilt auch hier, daß eine höhere Gewichtung der Plazierungserleichterung realistischweise das Ende des Bezugsrechtes der US-Aktionäre zur Folge hätte. Diese Konsequenz ist jedoch nach gegenwärtiger Gesetzeslage nicht **zulässig**¹⁸⁹.

In Einzelfällen kann allerdings das Interesse der Gesellschaft überwiegen. Dies kommt dann in Frage, wenn die Durchführung eines Bezugsrechtsverfahrens in den USA für die Gesellschaft einen außergewöhnlichen, über die normalen Belastungen eines Bezugsrechtsverfahrens hinausgehenden Nachteil zur Folge hätte. Denkbar ist dies z. B. in Sanierungsfällen, sofern jegliche Verzögerung der Kapitalaufnahme einen erheblichen Schaden der Gesellschaft zur Folge hat. Derartige Sachverhalte werden jedoch die Ausnahme bilden. Ihre Zahl könnte sich noch weiter reduzieren, sofern die von der SEC 1991 vorgeschlagenen Änderungen bezüglich der Durchführung von Bezugsrechtsverfahren ausländischer Gesellschaften umgesetzt werden¹⁹⁰.

(b) Ebenfalls einen Ausnahmefall wird eine Situation bilden, in der ein erheblicher Anteil des Gesellschaftskapitals, der über wenige Prozentpunkte hinausgeht, an der US-Börse gehandelt wird und sich auf wenige Aktionäre verteilt. Dem Interesse der Aktionäre kommt in dieser Situation im Verhältnis zum Interesse der Gesellschaft ein noch größeres Gewicht zu. Besonders deutlich wird dies, wenn die ausgeschlossenen US-Aktionäre aufgrund einer Sperrminoritätssituation Minderheitsrechte geltend machen können und ein Bezugsrechtsausschluß einen Verlust dieser Position zur Folge hätte. Entsprechend gewichtiger müssen daher die der Gesellschaft drohenden Nachteile sein, die ausnahmsweise die Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zur Folge haben. In jedem Fall ist eine Abwägung der konkreten Interessen erforderlich.

d) Zusammenfassung

Das Erfordernis der sachlichen Rechtfertigung steht im Regelfall einem Bezugsrechtsausschluß der US-Aktionäre entgegen. Sofern ein Ausschluß ausnahmsweise doch zulässig ist, muß den betroffenen Aktionären ein Vermögensausgleich in Höhe des Wertes des Bezugsrechtes gewährt werden.

Auch wenn lediglich Anteile in Höhe von einigen Prozentpunkten an US-Börsen gehandelt und diese Anteile sich in Streubesitz befinden, steht der **Bezugs-**

rechtsausschluß regelmäßig zu den beeinträchtigten Herrschafts- und Mitwirkungsrechten des Aktionärs außer Verhältnis. Erst recht gilt dies, wenn Minderheitsrechte etwa aufgrund einer Sperrminorität betroffen sind. Lediglich in Ausnahmefällen kann das Interesse der betroffenen Gesellschaft überwiegen. Dazu müssen bei Durchführung des Bezugsrechtsverfahrens außergewöhnliche Nachteile drohen, die über die typischerweise aus der Durchführung eines Bezugsrechtsverfahrens erwachsenden Belastungen hinausgehen. In jedem Fall ist aber eine Abwägung der konkreten Interessen erforderlich. Die Zahl dieser Ausnahmefälle könnte sich noch weiter reduzieren, sofern die von der SEC 1991 vorgeschlagenen Änderungen bezüglich der Durchführung von Bezugsrechtsverfahren ausländischer **Gesellschaften**¹⁹¹ umgesetzt werden.

VIII. Ergebnis

1. Der Gang einer deutschen Gesellschaft an eine US-amerikanische Börse bedarf sorgfältiger Vorbereitung. Den größten Aufwand wird regelmäßig die Erstellung der bei der Registrierung geforderten Geschäftsabschlüsse bedeuten^{**}. Zwar kann dies nach den Regeln der deutschen Rechnungslegungsvorschriften geschehen. In diesem Fall sind die Angaben jedoch auf die **US-GAAP** abzustimmen ("reconciliation"). Für die Erstellung dieser Unterlagen muß bei fehlender Erfahrung ein Zeitraum von einigen Monaten einkalkuliert werden. Es ist üblich und ratsam, Einzelheiten vor Einreichung des förmlichen Antrages mit der SEC abzuklären.

Mit der Registrierung erwachsen der Gesellschaft kontinuierliche Berichtspflichten. Gleichzeitig fällt sie in den Anwendungsbereich verschiedener **US-Normen**. Dazu zählen beispielsweise unter bestimmten Voraussetzungen die Vorschriften über öffentliche Übernahmeangebote sowie verschiedene Haftungsnormen.

2. Soll eine Ausgabe von Aktien an das Publikum erfolgen ("public offering"), erfordert dies ebenfalls grundsätzlich eine Registrierung bei der **SEC**¹⁹³.

Von dem Zeitpunkt der Entscheidung über die Durchführung der Emission bis zum Inkrafttreten der Genehmigung durch die SEC wird der Emittent in der Vermarktung der Emission beschränkt. Zusätzlich wird dem Emittenten und anderen an der Emission beteiligten Personen der Handel in den angebotenen Wertpapieren nur unter engen Voraussetzungen gestattet. Die Einhaltung dieser Vorschriften wird durch die Drohung einer weitreichenden Schadensersatzhaftung sichergestellt.

3. Ein besonderes Problem entsteht für deutsche, an US-Börsen notierte Gesellschaften bei Durchführung einer Kapitalerhöhung aufgrund des Bezugsrechtes der Altaktionäre. Die Durchführung eines multinationalen Bezugsrechtsverfahrens unter Einschluß des US-Marktes hat für den Emittenten infolge der notwendigen Anpassung an die Bestimmungen des US-Rechts einen zusätzlichen Kostenaufwand zur **Folge**¹⁹⁴. Die zusätzliche Belastung wird jedoch dadurch gemindert, daß deutsche Emittenten aufgrund einer Verordnung der SEC von Oktober 1993 sich regelmäßig von den Vorschriften der Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act freistellen lassen können. Dadurch kann insbesondere die Plazierung in Deutschland ohne Einschränkung durchgeführt werden.

Dieser zusätzlichen Belastung kann die Gesellschaft im Regelfall nicht durch einen Bezugsrechtsausschluß der US-Aktionäre **entgehen**¹⁹⁵. Sofern ein Ausschluß ausnahmsweise doch möglich ist, muß den betroffenen Aktionären regelmäßig ein Vermögensausgleich in Höhe des Wertes des Bezugsrechtes gewährt werden.

Anmerkungen

- * Assessor, wissenschaftlicher Mitarbeiter, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück. Für Diskussion danke ich Herrn Prof. Dr. Theodor Baums. Ferner danke ich für hilfreiche Anmerkungen aus der Praxis.
- 1 Zum Vergleich: an der NYSE, der nach Zahl der notierten Gesellschaften und des Handelsvolumens größten Börse auf dem US-Markt, befanden sich unter den Ende 1992 notierten 2.087 Gesellschaften 120 ausländische Unternehmen, Bei der AMEX belief sich die Zahl der ausländischen Gesellschaften zum gleichen Zeitpunkt auf 77 von insgesamt 814 Gesellschaften, vgl. dazu Deutsche Börsen, Jahresbericht 1992, Frankfurt a. M., S. 165
 - 2 "American Depository Receipts"; es handelt sich um frei handelbare Zertifikate, die von US-amerikanischen Banken für eine bestimmte Anzahl von bei ihnen oder anderweitig hinterlegten Aktien herausgegeben werden, vgl. dazu im einzelnen unten III.1 .b)aa)
 - 3 Es handelt sich um die Dresdner Bank, vgl. **Schiereck**, Zur Notierung deutscher Aktiengesellschaften an ausländischen Börsenplätzen, AG 1993, 319, 322, Fn. 5; insgesamt wurden im NASDAQ Ende 1991 4.094, darunter 253 ausländische Unternehmen gehandelt, vgl. Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1991, Frankfurt a. M., S. 150
 - 4 Dieser ist aber aufgrund der gehandelten Produkte und des institutionalisierten Handelsablaufs mit einem Börsenhandel vergleichbar, vgl. **Schiereck**, a.a.O. (N. 4), 322
 - 5 Vgl. Deutsche Börsen, a.a.O., S. 169
 - 6 Vgl. o. V., Hat Amerika wirklich das bessere Konzept zur Bilanzierung?, Blick durch die Wirtschaft v. 19.10.1993, S. 1; o. V., Siemens strebt derzeit keine US-Notierung an, Börsen-Zeitung v. 22.10.1993, S. 3
 - 7 Zu den Beweggründen einer Auslandsnotierung vgl. **Liener**, Erfahrungen mit Aktiennotierungen an ausländischen Börsen, FS für Semler, Berlin 1993, S. 721, 726 ff.; **Schiereck**, a.a.O. (N. 3)
 - 8 Einen Überblick über die für ausländische Emittenten bedeutsamen Regelungen bieten **Thomas Joyce/Michael Gruson/Patricia O. Jungreis**, Offers and Sales of Securities by a Non-US Company in the United States, in United States Securities and Investment Handbbook, Hrsg. von **Peter Farnery/Keith Walmsley**, London u. a. 1991, S. 6 ff.
 - 9 15 U.S.C.A. §§ 78 a ff.
 - 10 15 U.S.C.A. §§ 77 a ff.
 - 11 Zu ihren Grundlagen vgl. **Merkt**, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 1991, Rdnr. 202; eine vergleichende Darstellung enthält **Eisolt**, Der Konzernabschluß in Deutschland und den USA, RIW 1993, 309 ff.

- 12 Bei letzteren handelt es sich nicht lediglich um Formulare, sondern um Anleitungen zur Erstellung der Registrierungsunterlagen, so ausdrücklich die SEC in Formblatt 20-F, 17 C.F.R. § 249.220f (1991), abgedruckt in 4 Federal Securities Law Report (Fed. Sec. L. Rep.) (CCH) ¶¶ 29,701-29,727, 21,745-21,768, General Instructions, Abschnitt C.
- 13 Rule 405 des Securities Act, 17 C.F.R. § 230.405, definiert foreign private issuer als einen Emittenten, der nach den Gesetzen eines fremden Staates errichtet wurde, es sei denn, daß
- (a) mehr als 50 v. H. der im Umlauf befindlichen Aktien direkt oder indirekt von Personen mit US-Wohnsitz gehalten werden und
- (b) entweder (aa) die Mehrheit der "executive officers" oder "directors" entweder US-Bürger sind oder ihren Wohnsitz in den USA haben oder (bb) mehr als 50 v. H. des Vermögens des Emittenten sich in den USA befindet oder (cc) der Emittent seinen Hauptverwaltungssitz in den USA hat.
- 14 Vgl. a.a.O. (N. 12)
- 15 Vgl. dazu unten IV.1 .a)
- 16 17 C.F.R. § 249.208(a), abgedruckt in 4 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶¶ 30,652-30,656, 21,811. Dort wird Bezug genommen auf die bei Durchführung des public offering erforderliche Registrierung.
- 17 Vgl. dazu allgemein New York Stock Exchange, Inc. (Hrsg.), Listed Company Manual (zitiert als NYSE Manual), New York und American Stock Exchange, Inc. (Hrsg.), AMEX Company Guide, New York sowie *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 87 ff.
- 18 Es handelt sich um speziell auf ausländische Gesellschaften zugeschnittene Anforderungen, vgl. NYSE Manual, a.a.O. (N. 17), § 103.01 (zuletzt geändert im Februar 1990) und AMEX Company Guide, a.a.O. (N. 17), § 110 (zuletzt geändert am 14.2.1992); wahlweise können auch die für US-Unternehmen geltenden Standards in Anspruch genommen werden, deren Erfüllung ausländische Unternehmen allerdings im allgemeinen vor größere Probleme stellt.
- 19 Round-Lot ist eine generell akzeptierte Handelseinheit an einer Börse. An der NYSE beträgt sie für Aktien beispielsweise 100 Stück, vgl. NYSE Manual, a.a.O. (N. 17), § 103.01
- 20 Nettosachvermögen, d.h. ohne Berücksichtigung immaterieller Güter und abzüglich aller Verbindlichkeiten, vgl. *John Downes/Jordan Elliot Goodman*, Dictionary of Finance and Investment Terms, 3. Aufl., New York, 1991
- 21 Gesamtvermögen abzüglich aller Verbindlichkeiten, vgl. *Downes/Goodman*, a.a.O.
- 22 NSYE Manual, a.a.O. (N. 17), § 203.01
- 23 Als outside director wird jemand angesehen, der weder als executive officer der Gesellschaft tätig ist noch mehr als einen näher bestimmten Anteil des Kapitals kontrolliert, vgl. *Merkt*, a.a.O. (N. 11), Rn. 58

- 24 Exchange Act Release No. 24634, 52 Fed. Reg. 24,230 (1987); vgl. NYSE Manual, § 103.00 und AMEX Company Guide § 110, jeweils a.a.O. (N. 17)
- 25 Vgl. dazu *U. H. Schneider, Stimmrechtsbeschränkungen* im amerikanischen Recht, FS Rittner, München 1991, S. 613 ff.
- 26 Vgl. NYSE Manual, a.a.O. (N. 17), § 313.00(D)
- 27 NSYE Manual, a.a.O. (N. 17), § 103.00
- 28 Allgemein zu ADRs aus jüngerer Zeit *Böckenhoff/Ross, "American Depository Receipts" (ADR)*, WM 1993, 1781 ff. und 1825 ff.; *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 94 ff.; *Zachert*, Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Kapitalmarkt durch American Depository Receipts, ZIP 1993, 1426 ff.
- 29 Die Hinterlegung geschieht normalerweise im Heimatstaat der Gesellschaft. Sofern es sich um Namensaktien handelt, werden entweder die US-Depotbank oder die Treuhänderin im Aktienbuch der Gesellschaft als Eigentümerinnen eingetragen. Bei Übertragung des ADRs ist eine Änderung nicht erforderlich, vgl. hierzu *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 94
- 30 In einem sponsored program geschieht die Ausstellung der ADRs aufgrund einer Vereinbarung zwischen der Gesellschaft und einer US-Bank. Davon zu unterscheiden ist ein unsponsored program, das durch interessierte broker oder Banken mitunter sogar gegen den Willen der Gesellschaft ins Leben gerufen wird. Dies ist allerdings nur möglich, solange kein sponsored program existiert. Nach Schätzungen existierten Ende 1991 etwa 900 ADR-Programme, von denen 433 sponsored programs waren, vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 95; zu den Problemen bei Auflage eines sponsored program, wenn bereits unsponsored programs existieren vgl. *Böckenhoff/Ross*, a.a.O. (N. 28), 1786
- 31 Vgl. NYSE Manual, a.a.O. (N. 17), § 103.04
- 32 Es werden drei Arten von sponsored ADR-Programmen unterschieden. Im Unterschied zu einem Level II ADR-Programm werden die ADRs bei einem Level I ADR-Programm nicht an einer Börse notiert. Ein Level III ADR-Programm beinhaltet zusätzlich zur Börseneinführung noch die Durchführung einer öffentlichen Emission, vgl. dazu *Zachert*, a.a.O. (N. 28), 1428 f.
- 33 Vgl. *Böckenhoff/Ross*, a.a.O. (N. 28), 1786
- 34 Vgl. *Zachert*, a.a.O. (N. 28), 1427
- 35 Vgl. *Zachert*, a.a.O. (N. 28), 1430
- 36 Es kann sowohl ein Vielfaches als auch ein Bruchteil festgelegt werden. Letzteres hat für deutsche Unternehmen Bedeutung, da das Kursniveau in Deutschland wesentlich höher ist. Beispielsweise hat hiervon die Daimler-Benz AG (Daimler Benz) durch Festlegung eines Verhältnisses von 1 : 10 Gebrauch gemacht. Vgl. dazu Daimler-Benz (Hrsg.), Daimler-Benz als erstes deutsches Unternehmen an die New York Stock Exchange, Pressemitteilung vom 17.9.1993

- 37 Diese Vorteile bestehen **größtenteils** auch dann, wenn dies nicht mit einer Notierung verbunden wird. Daher werden **ADRs** häufig im Rahmen eines sog. sponsored Level I ADR-Programm für den ersten Einstieg auf dem **US-Markt** verwendet, vgl. dazu **Böckenhoff/Ross, a.a.O. (N. 28), 1786 f.**
- 38 Beispiel ist KLM Royal Dutch Airlines, vgl. **Joyce/Gruson/Jungreis, a.a.O. (N. 8), S. 94** Fn. 315
- 39 Sog. "American shares", hiervon haben beispielsweise Philips N.V. und Unilever N.V. Gebrauch gemacht, **Joyce/Gruson/Jungreis, a.a.O.**
- 40 **Joyce/Gruson/Jungreis, a.a.O., (N. 8), S. 89**
- 41 Vgl. **Liener, a.a.O. (N. 7), S. 736**
- 42 Vgl. dazu Schedule D der NASD By-laws, Parts II und III, NASD Manual (CCH) ¶¶ 1804, 1808-1810 sowie die Darstellung bei **Joyce/Gruson/Jungreis, a.a.O. (N. 8), S. 91 f.**
- 43 NASD Manual (CCH) ¶ 1812, 1574
- 44 **Vgl. Securities Act §13(a) i.V.m. Rule 13a-1, 17 C.F.R. §240.13a-1**
- 45 **Vgl. Böckenhoff/Ross, a.a.O. (N. 28), 1827**
- 46 Securities Exchange Act Rule **13d-1, 17 C.F.R. §240.13d-1**
- 47 Vgl. hierzu sowie allgemein zum Umfang der Mitteilungspflichten **Lüttmann, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften, Baden-Baden 1992, S. 99 f.**
- 48 Securities Exchange Act Rule **13d-3(a), 17 C.F.R. §240.13d-3(a)**
- 49 Schedule 13 G verlangt lediglich die jährliche Offenlegung der Identität des beneficial owner und der Anzahl der Aktien, die ihm zuzuordnen sind. Es ist jedoch zweifelhaft, ob im Hinblick auf Depotbanken die Voraussetzungen für seine Anwendung vorliegen.
- 50 Schedule 13 D Item 5
- 51 Securities Exchange Act § 14 (d)-(e), 15 U.S.C.A. **78n(d)-(f)**
- 52 Dazu eingehend **Lüttmann, a.a.O. (N. 47), S. 83 ff.**
- 53 Zum extraterritorialen Anwendungsbereich der Vorschriften über öffentliche Übernahmeangebote vgl. **Merkt, a.a.O. (N. 11), Rdnr. 163**
- 54 Securities Act Release No. 6897, [Current Binder], Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,803 (5 June 1991)
- 55 **Zu weiteren Haftungsgründen vgl. Joyce/Gruson/Jungreis, a.a.O. (N. 8), S. 29**
- 56 15 U.S.C.A. **§77r(a)**
- 57 Dies waren beim Registrierungsantrag von Daimler-Benz der Vorsitzende des Vorstands sowie der Leiter des Finanzressorts, vgl. Daimler Benz (Hrsg.), Form **20-F, Listing on the New York Stock Exchange 1993, am Ende**

- 58 "...acted in good faith and had no knowledge that such Statement was false or misleading.. ."
- 59 15 U.S.C.A. § 77q(a); 17 C.F.R. § 240.10b-5
- 60 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 29 f.
- 61 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a. a. O .
- 62 Vgl. dazu oben III.1 .a)
- 63 17 C.F.R. §§ 229.10 bis .802
- 64 17 C.F.R. §§ 210.1-01 bis .12-30
- 65 Abgedruckt in 2 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶¶ 6951-6956, 6101
- 66 Zu den folgenden und weiteren Pflichten vgl. die Darstellung bei *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N.8), S. 34 ff.
- 67 Vgl. dazu Formblatt F-I, Item 11 (b) i.V.m. Formblatt 20-F, Item 18 und Rule 3-05 und Article 11 der Regulation S-X, 17 C.F.R. §§ 210.3-05, 210.11-01 bis .1 I-03; generell zu den Unterschieden zwischen deutscher und US-amerikanischer Rechnungslegung vgl. Deutsche Bank Research GmbH (Hrsg.), US-amerikanische versus deutsche Rechnungslegung, Frankfurt, hrsg. am 2.8.1993 sowie die Darstellung von *Eisolt*, a.a.O. (N. 11); vgl. auch Daimler Benz (Hrsg.), Form 20-F, Listing on the New York Stock Exchange, S. F- 1 ff.
- 68 Daimler-Benz (Hrsg.), Pressemitteilung des Leiters des Finanzressorts *Liener* v. 30.3.1993; im November 1993 hat die SEC vorgeschlagen, die der Daimler-Benz AG bezüglich ihrer Gewinn- und Verlustrechnungen aus den vorausgegangenen Jahren eingeräumten Erleichterungen generell auf alle ausländischen Emittenten zu erstrecken, vgl. Securities Act Release No. 7029 (3 November 1993), File No. S7-30-93
- 69 Dies wurde anschaulich im Bericht von Daimler-Benz für das erste Halbjahr 1993 illustriert. Entsprechend den deutschen Bilanzierungsvorschriften wurde ein Überschuß von 168 Mio. DM, unter Berücksichtigung der US GAAP hingegen ein Verlust von 949 Mio. DM ausgewiesen, vgl. dazu Daimler-Benz (Hrsg.), Form 20-F, Listing on the New York Stock Exchange 1993, S. F-46
- 70 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 37
- 71 Vgl. Securities Act Release No. 7026 (3 November 1993), File No. S7-16-91 ; hierdurch wurden die Vorschläge der Securities Act Release No. 6895, [Current Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,801 (5 June 1991), weitgehend umgesetzt.
- 72 Erwartet werden beispielsweise Angaben über wesentliche Produkte einschließlich der Bedeutung und Dauer von Patenten, Warenzeichen und Lizenzen oder die Benennung von bedeutenden Kunden.
- 73 Item 303 der Regulation S-K verlangt unter anderem eine umfassende Diskussion des Management über (a) die Liquidität der Gesellschaft, bekannte Trends, Ereignisse oder Ungewißheiten, (b) die Finanzierungsquellen

unter Beschreibung aller wesentlichen Trends, (c) die Geschäftsergebnisse der Gesellschaft einschließlich einer Beschreibung von ungewöhnlichen Ereignissen, bekannten Trends oder Unsicherheiten und der Auswirkung von Inflation und Preisänderungen. Zu den strengen Anforderungen der SEC vgl. Securities Act Release No. 6835, 6 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 72,436 (18 May 1989).

- 74 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 40 f.
- 75 Einen Anhaltspunkt bietet die Regelung der Section 8(a) des Securities Act (15 U.S.C.A. § 77h(a)). Hiernach wird die Registrierung, sofern die SEC keine anderweitigen Maßnahmen trifft, wirksam am zwanzigsten Tag nach Einreichen des förmlichen Antrages.
- 76 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 30
- 77 Vgl. Securities Act Release No. 5180, 1 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 3056 (16 Aug. 1971); Securities Act Release No. 5009, 1 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 1465 (7 Oct. 1969); Securities Act Release No. 3844, 1 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 3250 (8 Oct. 1957)
- 78 Securities Act § 2(3), 15 U.S.C.A. § 77b(3)
- 79 17 C.F.R. § 230.135
- 80 Section 2(4) bis (6) des Securities Act regeln weitere Sonderfälle wie z.B. den Umtausch von Wertpapieren und die Einräumung von Bezugsrechten für Arbeitnehmer.
- 81 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 31
- 82 17 C.F.R. §§ 230.137 bis .139
- 83 Beispielsweise finden während der waiting period gewöhnlich die sogenannten "road shows" statt, bei denen Vertreter des Emittenten mit potentiellen Anlegern zusammentreffen, um Anhaltspunkte über das Interesse des Marktes zu gewinnen.
- 84 Securities Act § 5(a), 15 U.S.C.A. § 77e(a)
- 85 Securities Act § 2(10), 15 U.S.C.A. § 77b(10)
- 86 Securities Act § 5(b)(l), 10, 15 U.S.C.A. §§ 77e(b)(1), 77j(a)
- 87 Exchange Act Rule 15c2-8, 17 C.F.R. § 240.15c2-8; zum Inhalt des Prospektes vgl. Securities Act Rule 430, 17 C.F.R. § 230.430
- 88 Normalerweise 40 Tage, vgl. hierzu Securities Act § 4(3), 15 U.S.C.A., § 77d(3)
- 89 Haben sich während des Registrierungsverfahrens wesentliche Änderungen von Daten ergeben, sind diese im Abschlußprospekt zu berücksichtigen, vgl. Securities Act Rule 424(b), 17 C.F.R. § 230.424(b).
- 90 Securities Act § 5(b)(2), 15 U.S.C.A. § 77e(b)(2); dies gilt unter bestimmten Voraussetzungen nicht nur für den Erstkauf, sondern auch für einen Rückkauf durch Händler, vgl. Securities Act § 4(3), 15 U.S.C.A., § 77d(3).

- 91 17 C.F.R. § 240.10b-6
- 92 Vgl. *Louis Loss*, *Fundamentals of Securities Regulation*, 2. Aufl., Boston, Toronto 1988, Kapitel 9D6, S. 863
- 93 Beispielsweise hat Rule 10b-6 in (4) nicht weniger als 13 unmittelbar als Ausnahme formulierte Regelungen mit z. T. mehrfachen Unterausnahmen.
- 94 Exchange Act 17 C.F.R. § 240.10b-7 und 8
- 95 Erlaubt ist also lediglich eine Stabilisierung durch Beeinflussung über die Menge, nicht aber über den Preis.
- 96 Zur Bedeutung der Rules 10b-6 bis 8 bei der Durchführung eines multinationalen Bezugsrechtsverfahrens vgl. unten VI. und VII.1 .d)
- 97 Vgl. dazu oben III.2.d)
- 98 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 45 f.
- 99 Vgl. dazu oben III.2.d)
- 100 15 U.S.C.A. § 77l(1)
- 101 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 20 f.
- 102 15 U.S.C.A. § 77m
- 103 Securities Act § 11 (1), a.a.O.
- 104 "...principal executive, financial and accounting officers...", vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 22
- 105 Darunter fällt bei einer deutschen Gesellschaft in jedem Fall der Vorstand. Unklar ist, ob hierzu auch der Aufsichtsrat zählt.
- 106 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 22
- 107 Securities Act § 11(2), a.a.O. (N. 102)
- 108 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a . a . O .
- 109 Eine Beantwortung dieser Frage kann wohl nur für den Einzelfall erfolgen. Das Ergebnis dürfte u. a. davon abhängen, inwieweit dem Aufsichtsrat in der Satzung ein Mitspracherecht bei Geschäftsführungsmaßnahmen gemäß § 111 Abs. 4 S. 2 AktG eingeräumt wurde.
- 110 Securities Act § 11(2)(4) und (5), a.a.O. (N. 102)
- 111 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 21 f.
- 112 Diese lassen allerdings die Anwendbarkeit der allgemeinen Vorschriften gegen Betrug und Manipulation unberührt.
- 113 15 U.S.C.A. § 77d(2)
- 114 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 51
- 115 Securities Act Rule 144A, 17 C.F.R. § 230.144 und § 230.144A; besonders Rule 144A hat seit ihrer Einführung im April 1990 große praktische Bedeutung gewonnen, die sie in Kombination mit einem private placement die Durchführung einer Emission mit sofortigen Weiterverkauf an bestimm-

te institutionelle Anleger ("qualified institutional buyers") erlaubt. Zusätzlich finden seit November 1993 auf Transaktionen gemäß Rule 144A des Securities Act die Rules 10b-6 bis 8 des Exchange Act keine Anwendung mehr, vgl. Securities Act Release No. 7028 (3 November 1993), File No. S7-19-93. Damit wird ein besonderer Sekundärmarkt für institutionelle Anleger anerkannt, vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 65.

116 Vgl. dazu unten V.2

117 17 C.F.R. §§ 230.501 bis .506

118 Vgl. Securities Act Rule 506

119 17 C.F.R. §§ 230.901-904

120 Vgl. die eingehenden Erörterungen bei *Harold S. Bloomenthal*, Securities Law Handbook, New York u. a. 1991, § 31.06 [2] S. 1146 ff. und *Baum/Breidenbach*, Die wachsende internationale Verflechtung der Wertpapiermärkte und die Regelungspolitik der U.S. Securities and Exchange Commission: Neue Entwicklungen in der internationalen Anwendung des amerikanischen Kapitalmarktrechtes, WM Sonderbeilage Nr. 6/1990, S. 24 ff.

121 Vgl. *Baum/Breidenbach*, a.a.O., S. 27

122 Rules 903(a) und 903(b)

123 Rule 902(i); für die zweite Voraussetzung gelten noch spezielle Ausnahmen, je nachdem, ob es sich um eine Emission oder einen Weiterverkauf handelt, vgl. Rule 902(i)(1)(ii)(B)

124 Dazu *Bloomenthal* und *Baum/Breidenbach*, a.a.O. (N. 120)

125 Vgl. Securities Act Release No. 6902, [Current Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,812 (21 June 1991); der Kreis der berechtigten kanadischen Gesellschaften wurde im November 1993 noch einmal erweitert, vgl. Securities Act Release No. 7025 (3 November 1993)

126 Vgl. dazu oben IV.1 .a)cc)

127 Securities Act Release No. 7021 (5 October 1993), 58 Fed. Reg. 53,220 (1993); zur Bedeutung der Freistellungsmöglichkeit bei Durchführung eines Bezugsrechtsverfahrens, vgl. unten VII. 1 .d); in Securities Act Release No. 7027 hat die SEC in einem "Statement of policy" ihre Absicht bekanntgegeben, unter ähnlichen Voraussetzungen diese Freistellungsmöglichkeit auch Emittenten aus anderen Staaten einzuräumen, vgl. Securities Act Release No. 7027 (3 November 1993).

128 Als bedeutender Markt gilt jede Börse, an der in dem betreffenden Wertpapier, bezogen auf den konsolidierten Weltumsatz, 10 v. H. oder mehr des Umsatzes erzielt werden.

129 Bei SEAQ handelt es sich um ein 1986 eingeführtes Quotierungssystem, das von Maklern und institutionellen Anlegern weltweit abgefragt werden kann, vgl. Gabler Bank-Lexikon, 10. Aufl., Wiesbaden 1988.

130 Vgl. Securities Act Release No. 7026 (3 November 1993), a.a.O. (N. 71), vgl. dazu oben IV.1 .a)aa)

- 131 Vgl. Securities Act Release No. 7028 (3 November 1993), a.a.O. (N. 115), vgl. dazu oben V.I
- 132 Vgl. die umfangreichen Vorschläge der SEC zur Vereinfachung des Registrierungsverfahrens und zur Erleichterung der Vermarktung nichtöffentlicher Emissionen, Securities Act Release No. 7029, a.a.O. (N. 68), vgl. dazu auch oben IV.1 .a)aa)
- 133 Vgl. Securities Act Release No. 6896, [Current Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,802 (5 June 1991)
- 134 Vgl. dazu oben IV.1 .a)
- 135 Exchange Act Release No. 28,733 (3 January 1991), 56 Fed. Reg. 820 (1991)
- 136 Es handelt sich um bilaterale Abkommen, die regelmäßig Vereinbarungen über die Zusammenarbeit von Verwaltungsbehörden und Gerichten enthalten.
- 137 Vgl. Securities Act Release No. 6986, a.a.O. (N. 133), 81,728
- 138 Die Chancen dafür würden aber mit der Verabschiedung des sich zur Zeit im Gesetzgebungsverfahren befindenden zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes erheblich steigen.
- 139 St. Rechtsprechung, zuletzt BGHZ 97, 269, 271; vgl. auch OLG Celle, WM 1992, 1703 und **Böckenhoff/Ross**, a.a.O. (N. 28), 1785; ebenso die h.M. im Schrifttum, vgl. **Palandt-Heldrich**, 52. Aufl., München 1993, Anh. zu EGBGB 12 (IPR), Rdnr. 2 m.w.N.
- 140 Nicht näher eingegangen wird auf die bei Einführung der Gesellschaft an einer US-Börse im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht auftretenden Fragen; zur Frage der Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses zum Zweck der Einführung an einer ausländischen Börse, vgl. **Lutter**, in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, hrsg. v. **Wolfgang Zöllner**, 2. Aufl., Köln u. a. 1986 ff. (**KölnKomm**), § 186 Rdnr. 72; ferner **Martens**, Bezugsrechtsausschluß anlässlich ausländischen Beteiligungserwerbs, FS Steindorff, Berlin u. a. 1990, S. 151 ff., insbesondere S. 161
- 141 Vgl. oben VI.
- 142 Zu den Problemen der Durchführung einer multinationalen Emission in einer Vielzahl von Staaten, vgl. **Schulte**, Internationaler Aktienemissionsmarkt, Frankfurt a. M. 1991, S. 110 ff.; die praktische Bedeutung dieser Probleme läßt sich beispielsweise daran ablesen, daß die Bayer AG Ende 1992 an 16 Auslandsbörsen in 11 Staaten notiert war (einschl. OTC in den USA), vgl. **Deutsche Börsen**, a.a.O. (N. 1), S. 169
- 143 Vgl. Securities Act Rule 504, 505(b)(ii) und 506(2)(i); bei den großen deutschen Publikumsgesellschaften dürfte der Marktwert von Kapitalerhöhungen auch im Hinblick auf den am amerikanischen unterzubringenden Teil US \$ 1 Million deutlich übersteigen.
- 144 Vgl. oben VI.

- 145 Vgl. dazu oben IV.1.
- 146 Vgl. dazu oben III.1 .a)
- 147 Vgl. dazu oben V.2.
- 148 Ähnlich *Schulte*, a.a.O. (N. 142), S. 119
- 149 Vgl. dazu oben IV.1 .a)bb)
- 150 *Schulte* hält dies sogar für erforderlich, vgl. *Schulte*, a.a.O. (N. 142), S. 115
- 151 Securities Act § 2(3), vgl. oben IV.1 .a)bb)
- 152 Die Registrierung wird, sofern die SEC keine anderweitigen Maßnahmen trifft, wirksam am zwanzigsten Tag nach Einreichung des förmlichen Antrages (Securities Act § 8 (a))
- 153 Dies ist aber nach dem jetzigen Stand bei deutschen Gesellschaften aus verschiedenen Gründen kaum zu erwarten, vgl. dazu i. e. oben III.1 .b)
- 154 Sofern doch ausnahmsweise Aktien und nicht ADRs an einer US-Börse gehandelt werden, kann die mögliche Verzögerung der Zuteilung zu einer Erhöhung der Eigenkapitalkosten führen. Denn aufgrund des möglicherweise verlängerten Durchführungszeitraums wächst gleichzeitig die Gefahr, daß die Emission nicht am Markt untergebracht werden kann. Der Emittent muß daher entweder von vorneherein auf den Bezugskurs einen Sicherheitsabschlag vornehmen oder eine Übernahme dieses Risikos durch die Emissionsbanken gegen eine entsprechende Gebühr vereinbaren, vgl. dazu i. e. *Kübler*, Sind zwingende Bezugsrechte wirtschaftlich sinnvoll?, ZBB 1993, 1, 4
- 155 Vgl. *Lutter*, in KölnKomm, a.a.O. (N. 140), § 186 Rdnr. 106
- 156 Vgl. dazu oben IV.1 .a)cc)
- 157 Securities Act Regulation S, Preliminary Notes 1
- 158 Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, a.a.O. (N. 8), S. 29 f.
- 159 Ein Erwerb gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG ist im Regelfall nicht möglich, da Kursverluste der Aktionäre keinen Schaden der Gesellschaft darstellen, vgl. *Lutter*, in KölnKomm, a.a.O. (N.140), § 71 Rdnr. 22
- 160 Hierzu sowie zu weiteren zu befürchtenden Auswirkungen vgl. die Angaben im Antrag der Deutsche Bank AG, Securities Act Release No. 7021, a.a.O. (N.127), 53,227 f.
- 161 Vgl. a.a.O., S. 53,220 ff.; zu den Einzelheiten oben VI.
- 162 Lediglich die Anteile der AEG werden nicht in den DAX einbezogen, vgl. zum Kreis deutscher Unternehmen, deren Anteile in den USA gehandelt werden, *Deutsche Börsen*, a.a.O. (N. 1), S. 169
- 163 Beispielsweise überstieg an deutschen Börsen am 29.10.1993 der Aktienumsatz in 70 Werten (einschl. der DAX-Werte) den von der SEC geforderten durchschnittlichen täglichen Mindestumsatz von 8 Millionen DM, vgl.

Handelsblatt v. 1.11.1993, S. 31; dieser Umsatz muß allerdings zusätzlich über eine bestimmte Periode hinweg erreicht werden, vgl. dazu Securities Act Release No. 7021, a.a.O. (N. **127**), 53,223 Fn. 1

- 164 Nach Schätzungen amerikanischer Depotbanken für **ADRs** wurden US-Anleger, die Anteile an ausländischen Gesellschaften in Form von **ADRs** hielten, 1990 in mehr als 85 Fällen vom Bezugsrecht ausgeschlossen; in etwa 60 dieser Fälle wurde ihnen der Wert des Bezugsrechtes vergütet; vgl. **Securities Act Release No. 6986**, a.a.O. (N. **133**), 81,717; theoretisch denkbar ist auch, das Bezugsrecht der Aktionäre in Deutschland auszuschließen, vgl. zur Zulässigkeit eines solchen Verfahrens ausführlich **Schulte**, a.a.O. (N. **142**), S. 254 ff.
- 165 Vgl. oben VII. am Anfang
- 166 BGHZ 71, 40 (Kali und Salz); zur Entwicklung dieses im Kern auch im Schrifttum unstreitigen Tatbestandsmerkmals, vgl. **Lutter**, in **KölnKomm**, a.a.O. (N. **140**), § 186 Rdnr. 60
- 167 BGH, a.a.O., S. 45 f.
- 168 Vgl. **Hefermehl/Bungeroth**, in **Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG**, München 1989, § 186 Rdnr. 118 m.w.N.; unzutreffend **Wiedemann**, in **AktG**, Großkommentar, 3. Aufl., Berlin u. a. 1973, § 186 Anm. 12
- 169 Vgl. **Lutter**, in **KölnKomm**, a.a.O. (N. **140**), § 186 Rdnr. 61
- 170 Vgl. dazu oben VII.1 .e)
- 171 Beispielsweise die Durchführung des Bezugsrechtsverfahrens allein für die deutschen Aktionäre
- 172 Eine vorzugswürdige Lösung dieses Problems besteht in der gegenseitigen Anerkennung der Regelungen der jeweiligen anderen Rechtsordnung. Einen Schritt in diese Richtung stellen die Erleichterungen der SEC für die Durchführung multinationaler Emissionen dar, vgl. dazu oben VI.
- 173 Vgl. **Lutter**, in **KölnKomm**, a.a.O. (N. **140**), Rdnr. 62
- 174 BGHZ 83, 319, 321 (Holzmann)
- 175 Vgl. **Hefermehl/Bungeroth**, a.a.O. (N. **168**), § 186 Rdnr. 113
- 176 Vgl. **Schumann**, Optionsanleihen, Köln u. a. 1990, S. 211; dies schließt diejenigen Erwägungen ein, die von **Lutter** unter dem Gesichtspunkt der Angemessenheit berücksichtigt werden, vgl. **Lutter**, in **KölnKomm**, a.a.O. (N. **140**), § 186 Rdnr. 64
- 177 Vgl. zu allem oben VI.1 .e)
- 178 Beispiele derartiger Emissionen sind die Emissionen von British **Telecommunications (1984)**, British Gas (1986) und National Australia Bank (1989), vgl. dazu **Schulte**, a.a.O. (N. **142**), S. 112 f.
- 179 Dazu **Hirte/Frey**, Das Vorab-Bezugsrecht auf Aktien und Optionsanleihen, ZIP 1991, 697 ff; **Schumann**, Optionsanleihen, a.a.O. (N. **176**), S. 206 ff; auf die weitergehende umstrittene Frage, ob ein Ausgleich durch die Ge-

währung des Vorab-Bezugsrechtes einen Bezugsrechtsausschluß rechtfertigen kann, kommt es daher in diesem Zusammenhang nicht an; die sachliche Rechtfertigung wird bejaht von *Hirte/Frey*, a.a.O., 697, 701 ff.; ebenso für Optionsanleihen *Schumann*, a.a.O. (N. 176), S. 211 ff.; vorsichtige Zustimmung von *Lutter*, in *KölnKomm*, a.a.O. (N. 140), § 221 Rdnr. 72; ablehnend *Hüffer*, *AktG*, München 1993, § 186 Rdnr. 33

- 180 Nach Angaben der Deutsche Bank bewegt sich die Höhe des Abschlages in Deutschland üblicherweise zwischen 20 und 30 v. H., vgl. die Angaben im Antrag der Deutsche Bank, *Securities Act Release No. 7021*, a.a.O. (N. 127), 53,225.
- 181 Vgl. *Lutter*, in *KölnKomm*, a.a.O. (N. 140), § 186 Rdnr. 63
- 182 Vgl. *Lutter*, in *KölnKomm*, a.a.O. (N. 140), § 186 Rdnr. 58
- 183 Vgl. dazu oben VII.2.b)
- 184 Bei Daimler-Benz wurde etwa 10 v. H. des Aktienvolumens an die NYSE verlagert, vgl. *Böckenhoff/Ross*, a.a.O. (N. 28), 1785 Fn. 56; eine breite Streuung ist wahrscheinlich, weil dies eine Voraussetzung für eine Notierung an der NYSE oder AMEX darstellt.
- 185 *Kübler* weist anschaulich darauf hin, daß es für den Aktionär keine Rolle spielt, ob ihm seine Aktien ein Stimmrecht von 1/500.000 oder 1/1.000.000 gewähren, *Kübler*, a.a.O. (N. 154), 1, 5
- 186 Vgl. *Lutter*, in *KölnKomm*, a.a.O. (N. 140), § 221 Rdnr. 71
- 187 Vgl. *Lutter*, in *KölnKomm*, a.a.O. (N. 140), § 221 Rdnr. 69
- 188 Vgl. dazu *Lutter*, in *KölnKomm*, a.a.O. (N. 140), § 221 Rdnr. 71
- 189 Vgl. *Lutter*, in *KölnKomm*, a.a.O. (N. 140), § 221 Rdnr. 71
- 190 Vgl. dazu oben VI.; könnten deutsche Gesellschaften diese Erleichterungen in Anspruch nehmen, bedeutete dies eine erhebliche Abmilderung der durch das Bezugsrechtsverfahren in den USA entstehenden Belastungen, da eine Registrierung unter dem *Securities Act* entfielen.
- 191 Vgl. dazu oben VI.
- 192 Vgl. dazu oben IV.1 .a)(a)
- 193 Vgl. dazu oben IV.1
- 194 Vgl. dazu oben VII. 1 .e)
- 195 Vgl. dazu oben VII.2.d)