

# Der-Lektüre-Tip.de

**Agnes Pössiger**

## **Börsenpräsenz deutscher Unternehmen in den USA**

Ein Kapitalmarktvergleich unter besonderer Berücksichtigung der Going Private-Problematik deutscher Emittenten

### **Informationen**

ISBN 3-9811263-0-0

978-3-9811263-0-3

Erscheinungsmonat April 2007

202 Seiten

11 Abbildungen

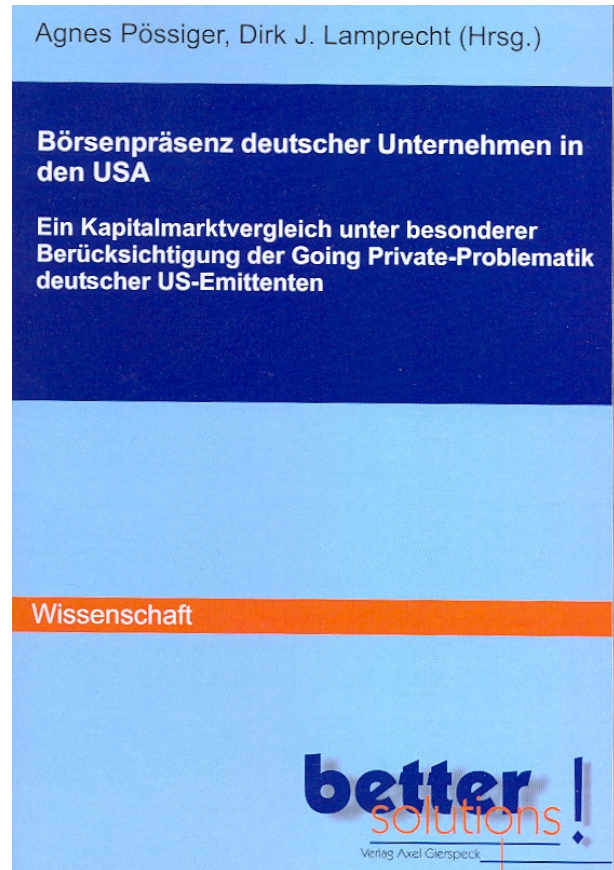
Format DIN A5

266 Gramm

Paperback

Reihe Wissenschaft

**Verkaufspreis incl. MWSt.  
24,90 EUR**



## Werk

Das Werk widmet sich konkret und aktuell den Problemen, die ein Börsenrückzug deutscher US-Emittenten aufwirft, eingebettet in eine vergleichende Darstellung der grundlegenden Kapitalmarktregelungen in Deutschland und in den USA.

Nach dem Ende des Going Public-Booms der 1990er Jahre verlor während der anschließenden Börsenbaisse für zahlreiche Unternehmen die Aufrechterhaltung ihrer Börsenzulassung, insbesondere an den US-Börsen, stark an Attraktivität. Hinzu kamen spektakuläre Zusammenbrüche von Großkonzernen wie World-Com und Enron, die wesentlich zur Einführung des Sarbanes-Oxley-Act durch den US-Kongress im Jahr 2002 beitrugen. Dessen verschärfte Vorschriften im Bereich der Prüfungs-, Dokumentations- und Berichtspflichten für kapitalmarktorientierte Unternehmen haben auch die Situation deutscher US-Emittenten verändert.

Diskutiert wird unter anderem, ob und unter welchen Bedingungen das kosten- und zeitaufwändige Going Private für deutsche US-Emittenten eine sinnvolle Alternative zur ebenfalls ressourcenbindenden bestehenden Notierung eröffnet. Im Vordergrund steht dabei das partielle Delisting deutscher Emittenten in den USA unter Beibehaltung der Börsennotierung in Deutschland.

## Autor/en



**Agnes Pössiger**, geboren 1978, studierte nach ihrem Abitur Jura an der Universität Augsburg und Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Steuern und Revision an der Privaten Fachhochschule Nordhessen. 2005 legte sie dort ihre Prüfung zur Diplom-Betriebswirtin (FH) ab. Im Verlauf ihres Studiums absolvierte die Autorin verschiedene Praktika in Deutschland, den USA und Kanada.

Seit Juli 2005 ist Agnes Pössiger als Prüfungsassistentin im Bereich Wirtschaftsprüfung bei der Ernst & Young GmbH in Stuttgart tätig.



**Dirk J. Lamprecht** (Herausgeber), Unternehmensberater, Dipl.-Kfm., Inhaber der Wirtschafts- & Unternehmensberatung Dirk. J. Lamprecht, Lehrbeauftragter an der privaten Fachhochschule Nordhessen im Bereich Steuerlehre, Betriebswirtschaftslehre und Buchführung sowie Rechnungslegung nach HGB und IFRS.

Director der business profit consulting Unternehmensberatung in Eupen, Belgien, Beratungsschwerpunkte: Venture Capital & Private Equity, Geschäftsansiedlung in Belgien

## Themen

Börse  
Kapitalmarkt  
Going Public  
Emission  
Börsennotierung  
Going Private  
Delisting  
USA  
Kapitalmarkt  
Going Private

# Inhaltsverzeichnis

## Inhaltsverzeichnis:

**Geleitwort des Herausgebers** ..... 13

**Abkürzungsverzeichnis** ..... 15

**1. Einführung** ..... 23

**2. Going Private - Begriff, Gestaltungsparameter, Motive** 27

2.1. Begriff, Gestaltungsparameter ..... 27

2.1.1. Begriffsbestimmung ..... 27

2.1.1.1. Darstellung unterschiedlicher Literaturansichten .. 27

2.1.1.2. Verwendete Begriffsdefinitionen ..... 28

2.1.2. Erscheinungsformen ..... 29

2.1.2.1. Management-Buy-Out ..... 30

2.1.2.2. Leveraged Buy-Out ..... 31

2.1.2.3. Management-Buy-In ..... 32

2.1.2.4. Third-Party-Buy-Out ..... 33

2.1.2.5. Owner-Buy-Out ..... 33

2.1.2.6. Belegschafts-Buy-Out ..... 34

2.1.3. Charakter ..... 34

2.1.4. Techniken ..... 35

2.1.4.1. Going Private Merger ..... 35

2.1.4.2. Reverse-Stock-Split ..... 36

2.1.4.3. Asset Sale ..... 37

2.1.4.4. Formwechsel durch Umwandlung ..... 37

2.1.4.5. Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge .. 38

2.1.4.6. Squeeze-Out ..... 38

2.2. Wesentliche ökonomische Motive für das Going Private .. 39

2.2.1. Bedeutungslosigkeit der Börsenzulassung ..... 39

2.2.2. Unausgeschöpfte Wertpotentiale ..... 40

2.2.3. Schutzwägungen für das Unternehmen ..... 41

2.2.4. Operative Nachteile des Being Public ..... 42

2.2.4.1. Informativische Nachteile ..... 42

2.2.4.2. Kostennachteile ..... 43

2.3. Ablauf des Going Private ..... 44

5

3.4. Being Public ..... 66

3.4.1. Publikations- und Verhaltenspflichten ..... 67

3.4.2. Laufende Kosten ..... 67

3.5. Going Private und Delisting ..... 68

3.5.1. Widerruf der Zulassung von Amts wegen ..... 69

3.5.2. Delisting auf Antrag des Emittenten

(reguläres Delisting) ..... 70

3.5.2.1. Vollständiges Delisting ..... 71

3.5.2.2. Börsenpräsenzreduktion ..... 71

3.5.2.3. Downgrading ..... 71

3.5.3. Going Private-Techniken (kaltes Delisting) ..... 72

3.5.3.1. Verschmelzung ..... 72

3.5.3.2. Formwechsel ..... 73

3.5.3.3. Eingliederung ..... 74

3.5.3.4. Übertragende Auflösung ..... 76

3.5.3.5. Ausschluss von Minderheitsaktionären ..... 77

3.5.3.6. Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge .... 78

3.5.3.7. Zusammenlegung von Aktien ..... 79

3.5.3.8. Rückkauf eigener Aktien ..... 81

3.5.4. Kosten des Going Private ..... 81

**4. Regelungen am US-Amerikanischen Kapitalmarkt** ..... 83

4.1. Gesellschaftsformen ..... 83

4.1.1. Untergliederung privatrechtlicher

Aktiengesellschaften ..... 84

4.1.1.1. Gemeinnützige Unternehmen ..... 84

4.1.1.2. Gewinnorientierte Unternehmen ..... 84

4.1.1.2.1. Geschlossene Aktiengesellschaften ..... 84

4.1.1.2.2. Offene Aktiengesellschaften ..... 85

4.2. Gesetzliche Regelungen des US-Kapitalmarktes ..... 85

4.2.1. Securities Act of 1933 ..... 86

4.2.2. Securities Exchange Act of 1934 ..... 86

4.2.3. Sarbanes-Oxley Act of 2002 ..... 87

4.3. Wertpapierformen ..... 88

7

2.3.1. Phase 1: Voranalyse ..... 44

2.3.2. Phase 2: Vorbereitung ..... 46

2.3.2.1. Initiierungsphase ..... 46

2.3.2.2. Feasibility-Prüfung ..... 46

2.3.3. Phase 3: Umsetzung ..... 48

**3. Regelungen am deutschen Kapitalmarkt** ..... 49

3.1. Begriffsdefinitionen ..... 49

3.1.1. Primärmarkt ..... 49

3.1.2. Sekundärmarkt ..... 49

3.1.3. Börse ..... 50

3.1.4. Börsennotierte Gesellschaft ..... 53

3.2. Marktsegmente ..... 54

3.2.1. Amtlicher Markt ..... 54

3.2.1.1. Teilsegment - General Standard ..... 55

3.2.1.2. Teilsegment - Prime Standard ..... 55

3.2.2. Geregelter Markt ..... 56

3.2.3. Freiverkehr ..... 57

3.2.4. Terminmarkt ..... 58

3.3. Going Public ..... 58

3.3.1. Motive für das Going Public ..... 59

3.3.1.1. Kapitalbeschaffung ..... 59

3.3.1.2. Standing und Bekanntheitsgrad ..... 59

3.3.1.3. Personal ..... 60

3.3.1.4. Übernahmemöglichkeiten ..... 60

3.3.2. Durchführung der Emission ..... 61

3.3.2.1. Phase 1: Planung und Konzeption ..... 61

3.3.2.2. Phase 2: Vorbereitung der Emission ..... 62

3.3.2.3. Phase 3: Umsetzung, Durchführung der Emission .. 63

3.3.3. Kosten des Going Public ..... 64

3.3.3.1. Umwandlungskosten ..... 65

3.3.3.2. Beratungskosten und Provisionen ..... 65

3.3.3.3. Emissionskosten ..... 65

3.3.3.4. Sonstige Kosten ..... 66

6

4.3.1. American Depositary Receipt ..... 89

4.3.2. Global Registered Shares ..... 91

4.3.3. New York Shares ..... 92

4.4. Securities and Exchange Commission ..... 92

4.5. Handelsplätze in den USA ..... 93

4.5.1. New York Stock Exchange ..... 93

4.5.2. National Association of Securities Dealers

Automated Quotation ..... 94

4.5.3. American Stock Exchange ..... 94

4.6. Motive deutscher Unternehmen für ein Going Public

in den USA ..... 95

4.6.1. Kapitalbeschaffung ..... 95

4.6.2. Geringere Volatilität, Ausweitung der Handelszeiten .. 96

4.6.3. Sonstige Motive ..... 97

4.7. Listing und Registrierung nicht-amerikanischer Emittenten .. 97

4.7.1. Listing ..... 97

4.7.1.1. American Depositary Receipt-Programme ..... 98

4.7.1.1.1. Level I-ADR-Programm ..... 98

4.7.1.1.2. Level II-ADR-Programm ..... 99

4.7.1.1.3. Level III-ADR-Programm ..... 99

4.7.1.2. Global Registered Share-Programm ..... 100

4.7.1.3. Privatplacierung von Aktien ..... 100

4.7.2. Registrierung ..... 101

4.7.2.1. Securities and Exchange Commission ..... 101

4.7.2.1.1. Registrierungsanforderungen an ein

Börsenlisting ..... 102

4.7.2.1.2. Registrierungsanforderungen an ein

(Initial) Public Offering ..... 104

4.7.2.1.3. Registrierungsanforderungen bei einem

ADR-Programm ..... 106

4.7.2.1.4. Registrierungsprozess ..... 106

4.7.2.2. New York Stock Exchange ..... 107

8

4.7.2.2.1. Listing Standards für einheimische Emittenten.....	108
4.7.2.2.2. Listing Standards für nicht-amerikanische Emittenten.....	109
4.7.2.2.3. Registrierungsprozess.....	109
4.7.2.3. National Association of Securities Dealers Automated Quotation.....	109
4.7.3. Kosten des Börsengangs.....	110
4.8. Motive für die Überprüfung des Listings deutscher US-Emittenten.....	112
4.8.1. Veränderte Berichts- und Verhaltenspflichten.....	112
4.8.2. Geringes Handelsvolumen.....	113
4.8.3. Kosten.....	113
4.9. Going Private, Delisting und Deregistrierung.....	115
4.9.1. Widerruf der Zulassung von Amts wegen.....	115
4.9.2. Delisting auf Antrag des Emittenten.....	115
4.9.2.1. Allgemeines.....	115
4.9.2.2. Delisting von der NYSE und der NASDAQ.....	116
4.9.2.3. Delisting-Prozess der LION bioscience AG und der Intershop AG.....	117
4.9.3. Going Private-Techniken.....	118
4.9.3.1. Merger.....	118
4.9.3.2. Tender Offer.....	121
4.9.3.3. Reverse-Stock-Split.....	122
4.9.3.4. Asset Sale and Dissolution.....	123
4.9.3.5. Freeze-Out, Squeeze-Out.....	124
4.9.4. Deregistrierung deutscher US-Emittenten.....	125
4.9.4.1. Feststellung der Anlegerzahl.....	125
4.9.4.2. Die 300 US-Anleger Grenze.....	125
4.9.4.3. Die 500 US-Anleger Grenze.....	126
4.9.4.4. Wiederaufleben der Berichtspflichten.....	126
4.9.4.5. Ausnahmen von der Deregistrierung.....	127
4.9.5. Kosten des Börsenrückzuges.....	127

4.9.6. Aktuelle Änderungsvorschläge.....	128
4.9.6.1. Securities and Exchange Commission.....	128
4.9.6.2. „Fair Offer“-Modell (Harvard Law School-Modell).....	129
4.9.6.3. Europäisches Emittentenmodell.....	131
4.9.6.3.1. 5 % -(Börsen-)Umsatzschwelle.....	131
4.9.6.3.2. Vereinfachte Ermittlung der 300 US-Anlegerschwelle.....	132

<b>5. Schlussbetrachtung.....</b>	<b>133</b>
<b>Anhang I: Glossar.....</b>	<b>135</b>
<b>Anhang II:</b> Anzahl der Abgänge von deutschen Börsen von 1990 bis 2004..	141
<b>Anhang III:</b> Finanzierungsmodelle des Leveraged-Management-Buy-Outs...	143
<b>Anhang IV:</b> Phasen des Going Private-Prozesses.....	147
<b>Anhang V:</b> Exkurs: Die Due Diligence-Prüfung.....	149
<b>Anhang VI:</b> Anzahl der Neuemissionen an der FWB von 1997 bis 2004 ...	161
<b>Anhang VII:</b> Phasen des Going Public.....	163
<b>Anhang VIII:</b> Kosten des Going Public (Einmalige Kosten) in Deutschland; Berechnungsbeispiele für mittelständische Unternehmen mit typischen Emissionsvolumina.....	165

<b>Anhang IX:</b> Kosten des Being Public (laufende Kosten) in Deutschland; Berechnungsbeispiele für mittelständische Unternehmen mit typischen Emissionsvolumina.....	167
<b>Anhang X:</b> Abgrenzung der Going Private-Techniken des „regulären Delisting“ und des „kalten Delisting“ in Deutschland.....	169
<b>Anhang XI:</b> Darstellung der rechtlichen Beziehungen beim American Depositary Receipt.....	171
<b>Anhang XII:</b> An der NYSE und der NASDAQ gelistete deutsche Unternehmen.....	173
<b>Anhang XIII:</b> Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen der an der NYSE und der NASDAQ gelisteten deutschen Unternehmen; Vergleich Deutschland und USA.....	175
<b>Anhang XIV:</b> Daten einer Studie des Deutschen Aktien Institutes zu einer erleichterten Deregistrierung europäischer Emittenten von der NYSE und der NASDAQ.....	177
<b>Anhang XV:</b> Präferenzen der deutschen US-Emittenten für die Änderungsvorschläge.....	179
<b>Urteilsverzeichnis.....</b>	<b>181</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>183</b>

# Bestellung

In jeder Buchhandlung

Oder direkt bei uns:

better solutions Verlag

Hospitalstraße 31

37073 Göttingen

Fax: 0551-484829

Email: [bestellung@better-solutions.de](mailto:bestellung@better-solutions.de)

Wir wünschen uns Ihre Bestellung schriftlich per Post, Fax oder Email und bitten um folgende Angaben:

Buchtitel/Autor

ISBN-Nummer

Ihren vollständigen Namen

Ihre Liefer- und Rechnungsadresse

Ihre Emailadresse oder Telefonnummer

Buchhandlungen: bitte ein Bestellzeichen und/oder Ansprechpartner nicht vergessen!

Vielen Dank

## Vielen Dank für Ihre Wahl