

Thomas Toepfer

Börsengang deutscher Unternehmen in den USA

**Betrachtung aus
kapitalmarkttheoretischer und
strategischer Sicht**

**Mit einem Geleitwort
von Prof. Dr. Horst G. Carus**

Deutscher Universitäts-Verlag

Inhaltsverzeichnis

1 Einleitung	1
1.1 Bedeutung der Thematik	1
1.2 Abgrenzung des Untersuchungsobjektes	4
1.3 Zielsetzung und Vorgehensweise	5
2 Hintergrund internationaler Börsengänge	7
2.1 Börsennotierung im Rahmen der Kapitalmarkttheorie	7
2.1.1 Definition und Strukturierung des Kapitalmarktes	7
2.1.2 Börsennotierung als Form der Sekundärmarktorganisation	10
2.1.2.1 Aufgaben des Sekundärmarktes	10
2.1.2.2 Organisationsformen des Sekundärmarktes	12
2.1.3 Zusammenhang zwischen Börsennotierung und Finanzierung	14
2.1.4 Zusammenhang einer Börsennotierung im Ausland mit Börsenumsätzen und Investorenbasis	15
2.2 Entwicklung internationaler Börsengänge	19
2.2.1 Internationale Börsennotierungen deutscher Unternehmen	19
2.2.2 Internationale Börsenplätze	21
2.2.3 Aktienmärkte in den USA	22
2.2.3.1 Die New York Stock Exchange (NYSE)	22
2.2.3.2 Die American Stock Exchange und regionale Börsen	24
2.2.3.3 Der over-the-counter (OTC) Markt	25
2.2.3.4 Der Dritte und Vierte Markt	27

3 Zugang zum amerikanischen Kapitalmarkt für deutsche Unternehmen	28
3.1 Wertpapier- und Kapitalmarktregulierung in den USA	28
3.1.1 Ursprung der Regulierungsbestrebungen	28
3.1.2 Die Securities and Exchange Commission (SEC)	30
3.1.3 Regulierung von öffentlichen Plazierungen	33
3.1.3.1 Registrierungspflicht von öffentlichen Plazierungen	33
3.1.3.2 Ausnahmeregelungen von der Registrierungspflicht	34
3.1.3.3 Haftungsbestimmungen des Securities Act	38
3.1.4 Regulierung der Sekundärmärkte	39
3.1.4.1 Registrierungs- und Publizitätspflichten	39
3.1.4.2 Haftungsbestimmungen des Securities Exchange Act	41
3.2 Öffentliche Platzierung	42
3.2.1 Grundsätzliche aktienrechtliche Probleme	42
3.2.2 American Depositary Receipts	44
3.2.2.1 Definition	44
3.2.2.2 Entwicklung von ADRs auf den Finanzmärkten	45
3.2.2.3 Funktionsweise und Handelsabwicklung	47
3.2.2.4 Aufgaben der Depositary Bank	48
3.2.3 Registrierungsprinzipien für American Depositary Receipts	51
3.2.3.1 Grundsätzliche Struktur	51
3.2.3.2 Registrierung der ADRs nach dem Securities Act	52
3.2.3.3 Registrierung der zugrundeliegenden Wertpapiere	54
3.2.4 Einteilung von ADR Programmen	59
3.2.4.1 Unsponsored Programs	59
3.2.4.2 Level I ADRs	60
3.2.4.3 Level II ADRs	61
3.2.4.4 Level III ADRs	62
3.3 Private Platzierung von Aktien	63
3.3.1 Wertpapierrechtlicher Hintergrund	63
3.3.2 Die SEC Rule 144A	65
3.3.3 Strukturierung von Transaktionen	68

4 Ziele eines Börsengangs in den USA	72
4.1 Spektrum möglicher Ziele	72
4.1.1 Finanzierungspolitische Ziele	72
4.1.2 Marktpolitische Ziele	75
4.1.3 Personalpolitische Ziele	76
4.1.4 Relative Wichtigkeit der unterschiedlichen Ziele	77
4.2 Senkung der Kapitalkosten	82
4.2.1 Konzept der Kapitalkosten	82
4.2.1.1 Definition	82
4.2.1.2 Kapitalkostenmodelle	84
4.2.2 Theorie segmentierter Kapitalmärkte	99
4.2.2.1 Definition von Kapitalmarktsegmentierung	99
4.2.2.2 Gründe für Kapitalmarktsegmentierung	100
4.2.2.3 Modellierung von Kapitalmarktsegmentierung	101
4.2.2.4 Tests auf internationale Kapitalmarktsegmentierung	106
4.2.2.5 Korrelation der internationalen Kapitalmärkte	110
4.2.3 Modellierung einer Kapitalkostensenkung	113
4.2.3.1 Überwindung von Marktsegmentierung durch einen doppelten Börsengang	113
4.2.3.2 Vollständiger Übergang von Segmentierung zu Integration	114
4.2.3.3 Doppelte Börsennotierung einzelner Wertpapiere	121
4.2.3.4 Theoretischer Verlauf von Marktreaktionen	129
4.2.3.5 Bisherige empirische Untersuchungen	132
4.2.4 Eigene empirische Untersuchungen	137
4.2.4.1 Ziel, grundsätzliche Vorgehensweise und Datenmaterial	137
4.2.4.2 Aufbau der Event Study	138
4.2.4.3 Grundsätzliche Aspekte bei der Verwendung täglicher Daten	149
4.2.4.4 Diskussion des Datenmaterials	152
4.2.4.5 Ergebnisse der Untersuchung	160

4.3 Verbreiterung der Aktionärsbasis	171
4.3.1 Generelle Gründe für eine Verbreiterung der Aktionärsbasis	171
4.3.2 Private Investoren	173
4.3.2.1 Bedeutung privater Investoren in den USA	173
4.3.2.2 Gewinnung privater Investoren durch einen Börsengang in den USA	175
4.3.3 Institutionelle Investoren	177
4.3.3.1 Bedeutung institutioneller Investoren in den USA	177
4.3.3.2 Kategorien institutioneller Investoren	179
4.3.3.3 Ausländisches Aktienkapital institutioneller Investoren	182
4.3.3.4 Internationale Investitionsbeschränkungen institutioneller Investoren	185
4.3.3.5 Die Bedeutung von Unternehmensinformationen für institutionelle Investoren	188
4.3.3.6 Gewinnung institutioneller Investoren durch einen Börsengang in den USA	191
4.3.4 Zusammenhang zwischen Aktionärsbasis und Kapitalkostensenkung	192
4.3.5 Untersuchung über die Verbreiterung der Aktionärsbasis durch einen Börsengang deutscher Unternehmen in den USA	195
4.3.5.1 Aktuelle Situation der betrachteten Unternehmen	196
4.3.5.2 Folgerungen für deutsche Unternehmen	200
4.3.5.3 Bewertung der Ergebnisse	203

5 Potentielle Kosten und Folgen eines Börsengangs in den USA	205
5.1 Spektrum möglicher Kosten	205
5.1.1 Direkte (monetäre) Kosten eines Börsengangs	205
5.1.2 Indirekte Kosten eines Börsengangs	206
5.2 Kosten durch Rechnungslegungsunterschiede und Offenlegungspflichten	208
5.2.1 Mit einem Börsengang grundsätzlich verbundene Auflagen	208
5.2.1.1 US-amerikanischer kapitalmarktrechtlicher Hintergrund	208
5.2.1.2 Die Inhalte der Formblätter für ausländische Unternehmen	209
5.2.1.3 Rechtliche Entwicklungen in der deutschen Konzernrechnungslegung	213
5.2.2 Veröffentlichung eines Jahresabschlusses nach US-GAAP	214
5.2.2.1 Entstehung der US-GAAP und standardsetzende Institutionen	214
5.2.2.2 Strukturierung der US-GAAP	218
5.2.2.3 Zentrale Grundsätze der Rechnungslegung nach US-GAAP	220
5.2.2.4 Vergleich der US-GAAP mit deutschen Rechnungslegungsnormen	221
5.2.2.5 Wesentliche Bewertungsunterschiede zwischen US-GAAP und deutscher Rechnungslegung	224
5.2.2.6 Nach US-GAAP zusätzlich verlangte Offenlegung	231
5.2.3 Offenlegungspflichten durch SEC-Vorschriften	237
5.2.3.1 Managements Discussion and Analysis (MD&A)	237
5.2.3.2 Vergütung des Vorstands und des Aufsichtsrats	238
5.2.3.3 Ad-hoc-Publizität	238
5.2.3.4 Zwischenberichterstattung (Interim Reporting)	240
5.2.4 Quantifizierung von Rechnungswesenunterschieden anhand der Überleitungsrechnungen deutscher Unternehmen	242
5.2.4.1 Unternehmensvergleich für das Jahr 1995	242
5.2.4.2 Betrachtung der Unternehmen im Zeitverlauf	247
5.2.5 Bewertung der Kosten durch Rechnungswesenunterschiede und Offenlegungspflichten für deutsche Unternehmen	248

5.3 Langfristige Folgen eines Börsengangs in den USA	253
5.3.1 Corporate Governance	253
5.3.1.1 Strukturierung von Corporate Governance Systemen	253
5.3.1.2 Bedeutung institutioneller Investoren für die Corporate Governance von Unternehmen	259
5.3.1.3 Auswirkungen eines Börsengangs in den USA auf die Corporate Governance deutscher Unternehmen	264
5.3.2 Erweiterte Haftung	269
5.3.2.1 Haftungsbestimmungen für Informationsveröffentlichungen durch das Unternehmen	269
5.3.2.2 Auswirkungen eines Börsengangs in den USA auf die Haftung durch deutsche Unternehmen	273
5.3.3 Volatilität des Aktienkurses	275
5.3.3.1 Einfluß institutioneller Investoren auf die Kursvolatilität	275
5.3.3.2 Bewertung der Auswirkungen eines Börsengangs in den USA auf die Aktienkursvolatilität deutscher Unternehmen	279
5.3.4 Interne Steuerungsmechanismen	284
5.3.4.1 Differenzierung von internem und externem Rechnungswesen	284
5.3.4.2 Eignung von Rechnungslegungsdaten nach US-GAAP für die interne Steuerung	287
5.3.4.3 Bewertung der Auswirkungen eines Börsengangs in den USA auf die internen Steuerungsmechanismen deutscher Unternehmen	289
5.3.5 Bewertung der langfristigen Folgen eines Börsengangs in den USA	292
6 Bewertung eines Börsengangs deutscher Unternehmen in den USA	296
Anhang	302
Literaturverzeichnis	308