

## Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten

Theodor Baums

*Peter Raisch* hat sich in seinen wissenschaftlichen Arbeiten immer wieder mit dem Verhältnis von Rechtsordnung und Markt, den Aufgaben des Rechts gegenüber dem Marktgeschehen, befaßt. Die folgenden Bemerkungen beziehen sich auf den Teilbereich des "Marktrechts", der in den letzten Jahren die vielleicht umfassendste Veränderung erfahren hat und für den auch weiterhin eine dynamische Entwicklung zu erwarten steht: das Kapitalmarktrecht. Der Begriff selbst hat sich erst im Verlauf dieser Entwicklung gebildet<sup>1</sup>, ist aber inzwischen fest etabliert<sup>2</sup>. Die Internationalisierung der Kapitalmärkte bringt Fragen des Anwendungsbereichs, der Kollision und der Harmonisierung verschiedener Kapitalmarktrechte mit sich - Themen, die dem Kenner des Kartellrechts, des "Grundgesetzes" unserer Marktordnung, seit langem wohl vertraut sind<sup>3</sup>. Der Verfasser darf daher auf das Interesse des Jubilars hoffen, wenn er im folgenden auf einige in diesem Bereich auftretende Fragen eingeht.

### I. Der Anwendungsbereich des amerikanischen Kapitalmarktrechts

Über die besonderen Anforderungen, die das US-amerikanische Kapitalmarktrecht an nicht-amerikanische Unternehmen stellt, die auf dem amerikanischen Markt Kapital aufnehmen wollen, ist unlängst, im Zusammenhang mit der Einführung der Daimler-Benz Aktie an der New York Stock Exchange, mehrfach berichtet worden<sup>4</sup>.

Aus der Perspektive eines weltweit operierenden Industrieunternehmens ist es nur folgerichtig, dem "global sourcing" im Bereich der Zulieferung auch das "global sourcing" im Bereich der Kapitalaufnahme folgen zu lassen. Im einzelnen lassen sich hierfür marktpolitische Gründe, finanzpolitische Erwägungen und personalpolitische Argumente anführen<sup>5</sup>. So wird der Bekanntheitsgrad des Unternehmens und seiner Produkte gesteigert. Kapital kann in der Währung aufgenommen werden, in der es auch für Investitionszwecke benötigt wird. Eine Börsenpräsenz kann die Aufnahme von Fremdkapital er-

leichtern und eventuell zu günstigeren Finanzierungsmöglichkeiten führen. Das Unternehmen kann sich durch eine ausländische Börseneinführung für den Fall einer späteren Kapitalerhöhung weitere Anlegerkreise erschließen usw. Uns interessiert im folgenden nur die Einführung von Aktien und die Eigenkapitalaufnahme eines deutschen Unternehmens auf dem US-Kapitalmarkt über die Börse. Dieses Unternehmen trifft dabei auf Kapitalmarktregeln, die zwei verschiedenen Regelungsebenen zugehören. Dies sind

- zum einen das staatliche Kapitalmarktrecht; also vor allem der Securities Act von 1933 und der Securities Exchange Act von 1934<sup>6</sup>;
- zum anderen die Zulassungsvoraussetzungen der jeweiligen Börse, also etwa die der New York Stock Exchange.

Beide Regelungssysteme stellen weitreichende Anforderungen, die tiefgreifende Rückwirkungen auf das betreffende Unternehmen, auf das Verhalten seiner Organe, aber z. B. auch für kontrollierende Aktionäre und Emissionsbanken haben. Hierzu nur wenige Beispiele.

Grundsätzlich muß im Fall einer Emission, eines "public offering", ebenso wie im Fall eines bloßen Listing ausländischer Aktien an einer amerikanischen Börse ein Abschluß nach US-amerikanischen Rechnungslegungsgrundsätzen, den "Generally Accepted Accounting Principles" (GAAP) erstellt und vorgelegt werden, bzw. der deutsche Jahresabschluß muß in wesentlichen Punkten übergeleitet und erläutert werden<sup>7</sup>. Dies erfordert nicht nur einen ganz erheblichen Aufwand, sondern zwingt auch dazu, sich einer ganz anderen "Rechnungslegungsphilosophie" anpassen zu müssen. Schlagwortartig läßt sich der Unterschied so kennzeichnen, daß der deutsche Jahresabschluß geprägt ist durch das Gläubigerschutzprinzip und das Maßgeblichkeitsprinzip der Handelsbilanz für die Steuerbilanz. Demgegenüber zielt die Rechnungslegung nach den GAAP vornehmlich darauf ab, den Kapitaleignern periodisch ein zutreffendes detailliertes Bild der Vermögens- und Ertragsverhältnisse ihres Unternehmens zu bieten<sup>8</sup>. Darüber hinaus haben Unternehmen, die ein public offering oder ein listing ihrer Aktien planen, weitere Angaben zu machen, die z. T. von den deutschen Unternehmen als vertraulich eingestuft und entsprechend behandelt werden. Und schließlich stellen die Börsen, insbesondere die New York Stock Exchange, gewisse Anforderungen an die innere

Struktur und Verfassung einer gelisteten Gesellschaft. Dazu zählen beispielsweise die angemessene Gewährung von Stimmrechten an die Aktionäre, eine Kontrolle des Aktienkaufs durch Mitglieder des Managements, die Zusammensetzung des board und des "audit committee", Beschlußerfordernisse, Sonderrechte für einzelne Aktionäre und anderes mehr<sup>9</sup>. Hiervon wird freilich ausländischen Gesellschaften regelmäßig Befreiung bewilligt.

Das amerikanische Kapitalmarktrecht greift also in die Verfassung und Struktur der gelisteten Gesellschaft ein, und es reguliert, jedenfalls in einem gewissen Umfang, das Verhalten der Gesellschaftsorgane im Interesse und zum Schutz der Investoren. Und diesen Anspruch legen sich diese Kapitalmarktregeln jedenfalls im Grundsatz auch gegenüber ausländischen Gesellschaften bei, soweit diese ihre Aktien dem amerikanischen Publikum zum Kauf anbieten. Nur zur Abrundung des Bildes sei bemerkt, daß sich, über das bisher Gesagte hinaus, Verhaltensregeln und -pflichten nicht auf die Gesellschaft als solche beschränken. Sondern Pflichten können sich aus dem amerikanischen Kapitalmarktrecht auch für Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, für kontrollierende Aktionäre und für ausländische Emissionsbanken ergeben:

Hier ist zum einen an die weitreichende Haftung für unrichtige oder unvollständige Angaben bei der Registrierung und im Verkaufsprospekt, und zum anderen an die strenge Insiderhaftung zu erinnern<sup>10</sup>. Die Haftung für unrichtige Angaben z. B. trifft nicht nur die Vorstandsmitglieder und underwriter, sondern u. U. auch sog. "control persons"<sup>11</sup>.

Ferner muß der Erwerber einer qualifizierten Beteiligung an einer in den U.S.A. gelisteten Gesellschaft diesen Erwerb der SEC anzeigen<sup>12</sup>.

Und weil schließlich, ähnlich wie der Insiderhandel, sonstige Preismanipulationen oder Marktstörungen den Kurs eines Papiers in den U.S.A. auch dann stören können, wenn die Manipulation auf einem ausländischen Markt erfolgt, legen sich die gegen solche Marktstörungen entwickelten "trading rules" Wirkung auch für Störungen im Ausland bei. So ist während einer öffentlichen Plazierung in den USA der Handel in dem betreffenden Papier grundsätzlich allen an der Emission beteiligten Personen oder Unternehmen verboten. Dies bedeutet im Prinzip, daß z. B. eine deutsche Konsortialbank ihren normalen Wertpapierhandel in Deutschland nicht aufrechterhalten darf, wenn ihre Tochtergesellschaft am amerikanischen Teil der Emission teilnimmt<sup>13</sup>.

## II. Kollision verschiedener Kapitalmarktrechte und Lösungsansätze

### 1. Allgemeines

Alles in allem haben wir es also mit einem Kapitalmarktrecht zu tun, das sich auch für ausländische Sachverhalte und Transaktionen im Ausland Geltung bemißt, sofern diese Sachverhalte oder Transaktionen sich auf den amerikanischen Kapitalmarkt auswirken können. Für die betroffenen ausländischen Unternehmen, ihre Vorstände, Aufsichtsräte, kontrollierenden Aktionäre und Emissionshelfer bedeutet dies ganz praktisch, daß man sich mit diesen Regeln vertraut machen und sich an sie halten muß, sofern eine Ausnahmemöglichkeit nicht besteht oder eine Befreiung nicht erwirkt werden kann. So muß Daimler-Benz künftig verschiedene Jahresabschlüsse erstellen und vorlegen, nach deutschem Handelsrecht und nach den GAAP. Dies mag für Daimler-Benz, nach Abwägung der Vorteile aus der Notierung in New York mit den Kosten hierfür, hinnehmbar sein. Aufs Ganze gesehen stellt die Durchsetzung jeweils national verschiedener Kapitalmarktrechte dagegen ein Hindernis dar, das den internationalen Kapitalverkehr verteuert und damit letzten Endes zu einer Wohlstandsminderung führt.

Es sind nun verschiedene Lösungen denkbar, wie solche unterschiedlichen, unter Umständen sogar einander widersprechenden Anforderungen verschiedener Kapitalmarktordnungen ausgeglichen, vermieden oder zumindest abgemildert werden können. Eine Diskussion hierüber dürfte auch für die weitere Entwicklung unseres eigenen Kapitalmarktrechts von Bedeutung sein. Im folgenden sollen die bisher praktizierten und alternativen Lösungen zunächst in allgemeinerer Form kurz dargestellt, und danach soll gezeigt werden, daß inzwischen auch die USA sich vom Konzept der einseitigen Durchsetzung ihrer Regeln gelöst haben. Dies läßt sich gerade an der Einführung der Daimler-Benz-Aktie gut belegen. Andererseits, und darauf möchte ich dann zum Abschluß meiner Überlegungen eingehen, sind wir von einer sinnvollen Abstimmung der verschiedenen Kapitalmarktordnungen noch weit entfernt.

Die Kollision verschiedener Kapitalmarktrechte und denkbare Auflösungskonzepte hierfür sind bisher vor allem für den EG-Bereich erörtert worden<sup>14</sup>. So sehr diese Diskussion auch in unserem Zusammenhang Beachtung verdient, können doch die Unterschiede nicht übersehen werden, die sich daraus ergeben, daß Grundlage und Instrumente hier durch den EG-Vertrag vorgegeben sind, die im Verhältnis zwischen USA und europäischen Staaten fehlen.

Fünf Ansätze lassen sich unterscheiden<sup>15</sup>:

- Erstens, der traditionelle Ansatz der extraterritorialen Anwendung und Durchsetzung der eigenen nationalen Regeln.
- Zweitens, der Verzicht auf Normdurchsetzung gegenüber ausländischen Anbietern oder Nachfragern von Kapital, kurz: das "Laissez faire-Konzept".
- Drittens, die Vereinheitlichung verschiedener Kapitalmarktrechte.
- Viertens, die Überbrückung verschiedener Kapitalmarktrechte durch spezielle Finanzierungsinstrumente.
- Fünftens, die gegenseitige Anerkennung und Mindestharmonisierung.

Im folgenden sollen zunächst kurz die drei erstgenannten Ansätze vorgestellt werden - Unilaterale Rechtsdurchsetzung, Laissez faire-Konzept und Rechtsvereinheitlichung. In gewisser Weise stellen diese Konzepte sämtlich Extrempositionen dar.

## 2. Unilaterale Rechtsdurchsetzung

Das Konzept der unilateralen Rechtsanwendung bedeutet, daß das jeweilige nationale Kapitalmarktrecht auch bei ausländischen Sachverhalten und Transaktionen angewandt und durchgesetzt wird, sofern diese Vorgänge sich im Inland auswirken. Dieser Ansatz entspricht herkömmlich, zumindest im Prinzip, der Politik der amerikanischen Behörden und Gerichte<sup>16</sup>, hier vor allem auch der SEC. Dies ist in der Vergangenheit nicht selten auf praktische Durchsetzungsschwierigkeiten gestoßen, insbesondere wo es um die Überwindung ausländischer Bankgeheimnisse ging<sup>17</sup>, und kann sogar zu Souveränitätskonflikten führen<sup>18</sup>. Für die Marktteilnehmer, zum Beispiel die kapitalnachfragenden Unternehmen, bewirkt dieses Konzept eine u. U. prohibitive Kostenbelastung bei der internationalen Kapitalbeschaffung, da sie die divergierenden oder sogar einander widersprechenden Regeln verschiedener Rechtsordnungen zu erfüllen haben. Dies führt auch für die einheimischen Anleger und Börsen zu Nachteilen: Für die Anleger, weil sie höhere Kosten für den Erwerb ausschließlich auf ausländischen Märkten gehandelter, im Inland

nicht zugelassener Papiere aufwenden müssen, für die Börsen, weil ausländische Börsenplätze u. U. größere Marktanteile für sich erobern könnten. So ist es nicht verwunderlich, daß insbesondere der New York Stock Exchange sehr am Listing von Daimler-Benz gelegen war. Die SEC ist daher zunehmend von ihrer Extremposition abgerückt. Ihre Entscheidung im Daimler-Benz-Fall ist ein weiterer deutlicher Beweis für diese veränderte Politik; darauf ist noch einzugehen.

### 3. "Laissez-faire"

Laissez-faire bedeutet in unserem Zusammenhang, daß ausländische Kapitalmarktpapiere inländischen Investoren ohne weiteres angeboten werden können. Die Beschaffung und Aufbereitung der Informationen für die Bewertung des Papiers wird ausschließlich dem Kapitalmarkt überlassen. In abgeschwächter Form ist dies auch in den USA vorgesehen in speziellen Marktsegmenten, etwa bei "private placements" und bei sogenannten "Rule 144 A Offerings"<sup>19</sup>. In solchen Fällen dürfen die betreffenden Papiere aber nicht dem breiten Publikum angeboten werden. Der Verkauf an das breite Publikum im Rahmen eines public offering oder listing an einer Börse setzt vielmehr voraus, daß das Publikum die für notwendig gehaltenen Informationen in standardisierter Form erhält, ohne daß sich jeder einzelne Anleger hierum bemühen muß. Asymmetrische Information soll vermieden, Transaktionskosten und ausgleichende Risikoprämien sollen eingespart werden. Nach amerikanischer Auffassung erfordert dies insbesondere auch Vergleichbarkeit und damit Standardisierung der Jahresabschlußdaten der kapitalnachfragenden Unternehmen. Und es soll sichergestellt werden, daß Marktstörungen, z. B. durch Kursbeeinflussungen während der Emissionsphase, unterbleiben, und die Anleger auch sonst nicht, etwa durch Insiderhandel, geschädigt werden. Wo dies alles nicht mittels durchsetzbarer Regeln sichergestellt ist, kommen Wertpapiertransaktionen nicht oder nur zu hohen Transaktionskosten und ausgleichenden Risikoprämien zustande<sup>20</sup>. Das Laissez-faire Konzept ist deshalb nur in engen Grenzen hinnehmbar und wird denn auch in den USA nur in den dafür reservierten Marktsegmenten verwirklicht.

### 4. Rechtsvereinheitlichung

Ein denkbare Lösungskonzept besteht in der umfassenden Vereinheitlichung divergierender Kapitalmarktrechte. Ein solches Konzept ist freilich derzeit allenfalls Zukunftsmusik. Es gibt keinen Anhaltspunkt dafür, wie in der Zwischenzeit zu verfahren ist, und hilft den Marktteilnehmern bis dahin nicht weiter. Aber auch rechtspolitisch gesehen ist ein auf umfassende Rechtsvereinheitlichung abzielendes Konzept durchaus fragwürdig: Es ist, falls praktisch überhaupt zu verwirklichen, außerordentlich langwierig und aufwendig; es läßt für Sonderentwicklungen und Eigenheiten keinen Raum, und es zerstört den Wettbewerb der Regelsysteme<sup>21</sup>.

### III. Zwischenschaltung institutioneller Investoren; Einsatz von "American Depositary Receipts"

Die faszinierendste Vorstellung ist zweifellos, die Differenzen zwischen verschiedenen Kapitalmarktordnungen nicht einzuebnen, sondern durch speziell hierfür von den Marktteilnehmern selbst geschaffene oder einzusetzende Finanzierungsinstrumente zu überbrücken. Dies ist in zwei Formen denkbar: Erstens, durch Einschaltung eines Finanzintermediärs, der das ausländische Wertpapier in ein inländisches Papier "transformiert", (dazu unten 1.), und, zweitens, durch Ausgabe von Anteilscheinen, die die ausländische, von einem Treuhänder verwahrte Aktie repräsentieren (dazu unten 2.).

#### 1. Transformation durch Finanzintermediäre

Eine Überbrückung verschiedener, voneinander abweichender Kapitalmarktregime ist in der Form möglich, daß ein Finanzintermediär eingeschaltet wird, der das ausländische Wertpapier, z.B. die deutsche Aktie, erwirbt und sich durch Emission eines inländischen Wertpapiers refinanziert. Institutionelle Investoren wie investment companies (Kapitalanlagegesellschaften) und Pensionsfonds übernehmen in den USA diese Rolle<sup>22</sup>. Die deutsche Aktie selbst wird in diesem Fall nicht an der Börse eingeführt und gehandelt, sondern nur an institutionelle Investoren ausgegeben. Die strengen Regeln des Kapitalmarktrechts für public offerings und listings finden keine Anwendung; die deutsche Aktie kann von den Ausnahmen für private placements bzw. offerings nach Rule 144 A Gebrauch machen<sup>23</sup>. Für das kapitalsuchende Unternehmen lassen sich auf diesem Wege freilich die u. U. vorrangigen "wirtschaftspolitischen" Ziele, die mit einer Börseneinführung in den USA angestrebt werden, nicht

verwirklichen, also Publizität des Unternehmens und seiner Produkte auf diesem Markt, ein höheres Rating und damit bessere Finanzierungsbedingungen usw.

## 2. American Depositary Receipts (ADR)

a) Eine zweite, verwandte Technik, deren sich auch Daimler-Benz bedient hat, besteht in der Ausgabe von "American Depositary Receipts" (ADR)<sup>24</sup>. Auch in diesem Fall wird nicht die ausländische Aktie unmittelbar gehandelt. Sondern es werden von einer zwischengeschalteten Bank, der "depository bank", auf Dollar lautende Anteilscheine, eben ADR, ausgegeben und gehandelt. Diese Wertpapiere "repräsentieren" das ausländische Wertpapier. Notiert und gehandelt wird das Papier etwa als "Daimler Benz ADR". Diese ADR's sind bereits in den zwanziger Jahren entwickelt worden und entstanden damals vor allem, um die Kosten und Schwierigkeiten des Handels mit effektiven ausländischen Stücken auszuschalten, die Einziehung der Dividenden für die Investoren in US-Dollar zu ermöglichen und Sprach- und Akzeptanzprobleme zu überbrücken<sup>25</sup>. Ferner konnten u. U. die ausländische Börsenumsatzsteuer vermieden, und die ausländische Aktie konnte und kann in ihrer Stückelung amerikanischen Gepflogenheiten angepaßt werden. So ist z. B. auch die für den amerikanischen Markt "zu schwere" Daimler-Benz Aktie in 10 ADR's zerlegt worden<sup>26</sup>. Es kommt hinzu, daß manche institutionelle Investoren in den USA ihre Mittel nicht über einen gewissen Prozentsatz hinaus in ausländischen Papieren anlegen dürfen. Diese Investitionsbeschränkung kann mit Hilfe von ADR überbrückt werden<sup>27</sup>.

Eine weitgehende "Überbrückung" sonstiger Kapitalmarktregeln mittels eines ADR-Programms ist dagegen nur durch ein sogenanntes "unsponsored ADR program" möglich.

b) Die Ausgabe von sog. *unsponsored ADR's* kann ohne Mitwirkung und sogar gegen den Willen des ausländischen Unternehmens erfolgen. Die Initiative zu einem solchen Programm kann z. B. von einem Broker oder einer Investmentbank ausgehen. Die Aktien eines ausländischen Unternehmens werden in dessen Heimatstaat bei einer Bank zugunsten einer amerikanischen Geschäftsbank, der depository bank, hinterlegt. Die Geschäftsbank stellt dann die ADR's aus. Da die ADR's selbständige Wertpapiere sind, muß ihr Handel der SEC angezeigt



werden<sup>28</sup>. Das ausländische Unternehmen dagegen treffen keine weiteren kapitalmarktrechtlichen Pflichten. Allerdings sind unsponsored ADR weder an der New York noch an der American Stock Exchange zum Handel zugelassen<sup>29</sup>.

c) Bei den "*Sponsored ADR Programs*" sind verschiedene Stufen oder Grade zu unterscheiden, die zunehmend die Vorteile der vollen Teilhabe am amerikanischen Aktienmarkt eröffnen, dafür aber auch das ausländische Unternehmen, das sozusagen hinter den ADR steht, auch zunehmend in den Anwendungsbereich der Kapitalmarktregeln einbeziehen.

Sponsored ADR-Programme liegen nur vor, wenn das ausländische Unternehmen die Ausgabe der ADR, durch ein depositary agreement mit der amerikanischen Bank, unterstützt und durch Antragstellung bei der SEC an der Emission mitwirkt.

Die unterste oder erste Stufe stellen die sog. Level I-Programme dar. In diesem Fall ist, wie immer, der Handel mit den ADR bei der SEC anzumelden. Von der Registrierungspflicht der den ADR zugrundeliegenden Aktien kann aber auf Antrag eine Befreiung erteilt werden, sofern sich das ausländische Unternehmen verpflichtet, der SEC fortlaufend diejenigen wesentlichen Informationen und Unterlagen zukommen zu lassen, die es in seinem Heimatland veröffentlicht, seiner Heimatbörse einreicht oder seinen Aktionären zur Verfügung stellt<sup>30</sup>. Die Aktien mehrerer deutscher Unternehmen werden derzeit in Form von ADR's in den USA gehandelt<sup>31</sup>. Allerdings ist bei einem Level I-Programm ein Handel nur im Freiverkehr (OTC-Market) möglich. Die mit einer Börsennotierung verbundene Publizität und Liquidität wird also mit diesem Programm nicht erreicht<sup>32</sup>.

Level II oder Level III-ADR Programme kommen in Betracht, wenn eine Notierung an einer Börse angestrebt wird oder eine Emission beabsichtigt ist<sup>33</sup>. Die Auflage eines solchen Programms ist mit der Erfüllung der vollen Registrierungs- und Berichtspflichten nach dem Securities Act bzw. dem Securities Exchange Act sowie der Notierungsvoraussetzungen der zulassenden Börse verbunden. Eine "Überbrückung" der verschiedenen Kapitalmarktregelungen ist dem kapitalnachfragenden Unternehmen, das ein solches Programm wählt, also nicht mehr möglich. Es treten vielmehr die doppelten Informations- und

Berichtspflichten auf, die eingangs bereits dargestellt wurden. Daimler-Benz ist das erste deutsche Unternehmen, das ein Level II-Programm gewählt hat.

#### IV. Einseitige Teilausnahmen für deutsche Unternehmen

Der bisherige Überblick hat folgendes deutlich werden lassen: Es gibt durchaus Möglichkeiten, mit Hilfe bestimmter Finanzierungsinstrumente und aufgrund von Ausnahmegestimmungen für bestimmte Marktsegmente, ausländische Aktien in den USA zu begeben und zu handeln, ohne dabei den strengen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften unterworfen zu sein, die für öffentlich angebotene und notierte Aktien gelten. Freilich lassen sich mit den beschriebenen Verfahren die von dem betreffenden ausländischen Unternehmen verfolgten Ziele u. U. nicht verwirklichen.

Im Zusammenhang mit der Daimler-Notierung, die im Prinzip in vollem Umfang den Vorschriften des Securities Exchange Act und den zugehörigen Regeln für Wertpapiere ausländischer Emittenten unterfiel, hat die SEC in einer Reihe wesentlicher Punkte Sonderregeln und Ausnahmen bewilligt. Damit ist sie wiederum ein Stück weiter vom Prinzip der einseitigen Rechtsanwendung und -durchsetzung des nationalen Kapitalmarktrechts abgerückt. Man kann dies als "einseitige" Maßnahme bezeichnen, weil sie nicht auf einer Vereinbarung oder einem Abkommen über die gegenseitige Anerkennung der Kapitalmarktregeln des Heimatstaates des betreffenden Unternehmens beruht.

##### 1. Rechnungslegungsvorschriften

Die SEC hat zunächst Abstriche hinsichtlich der vorzulegenden finanziellen Daten vorgenommen. So wurde auf die sonst geforderte Vorlage von finanziellen Kenndaten der letzten fünf Jahre teilweise verzichtet. Für die Vergangenheit brauchten keine Abschlüsse nach GAAP vorgelegt, sondern es mußte nur eine Anpassung ("reconciliation") vorgenommen werden. Verzichtet wurde und wird künftig ferner auf die übliche detaillierte Aufschlüsselung nach Marktsegmenten. Als ausreichend werden insoweit die Berichte über die vier Unternehmensbereiche Mercedes-Benz, AEG, Deutsche Aerospace und debis angesehen, für die bereits bisher jeweils gesondert bilanziert wird<sup>34</sup>. Im November vergangenen Jahres hat die SEC den Erlaß einer generellen Regelung angekündigt, wonach die der Daimler-Benz AG bezüglich ihrer Jahresabschlüsse

aus den vorausgegangenen Jahren eingeräumten Erleichterungen generell auf alle ausländischen Emittenten erstreckt werden soll<sup>35</sup>.

## 2. Trading Rules

Ferner hat die SEC am 6. Oktober 1993 auf Antrag der Deutschen Bank eine generelle auf deutsche Wertpapiere bezogene Ausnahme von der Anwendbarkeit der sog. Trading Rules verfügt. Die Trading Rules 10b-6 bis 10b-8, die den Securities Exchange Act ergänzen, regeln den Wertpapierhandel und das Marktverhalten von Teilnehmern an einer Emission. Damit sollen Marktmanipulationen oder Marktstörungen durch Personen oder Unternehmen, die ein finanzielles Interesse an der Emission haben, während der Emissionsperiode ausgeschlossen werden<sup>36</sup>. Bisher hat die SEC die Auffassung vertreten, daß die Trading Rules auch dann Anwendung finden, wenn Emissionshelfer oder konzernverbundene Unternehmen auf ausländischen Märkten Transaktionen tätigen, die sich auf dem U.S.-Markt auswirken können. Danach könnte eine deutsche Konsortialbank z. B. ihren normalen Wertpapierhandel in Deutschland nicht aufrechterhalten, wenn eine Tochtergesellschaft an amerikanischer Teil einer Emission teilnimmt.

Der Erlaß vom 6. Oktober letzten Jahres gewährt eine weitgehende Ausnahme von der Anwendbarkeit der Trading Rules auf Emissionen von Wertpapieren bestimmter deutscher blue chip Aktiengesellschaften<sup>37</sup>.

## V. Ausblick: Gegenseitige Anerkennung und Mindestharmonisierung

Die vorbezeichneten eng begrenzten Ausnahmen können nicht über folgendes hinwegtäuschen: Die Unterschiede in den Kapitalmarktregelungen und damit, im Fall einer multinationalen Emission oder eines multinationalen Börsenlisting, die doppelte oder mehrfache Erfüllung verschiedenster, aufeinander nicht abgestimmter Berichts-, Informations- und Verhaltenspflichten führt zu erheblichen Kostenbelastungen für das kapitalnachfragende Unternehmen<sup>38</sup>, zu einer Beschränkung des Wettbewerbs um das Anlegerkapital und damit letzten Endes zu Wohlfahrtsverlusten. Da die oben im einzelnen erörterten Regelungskonzepte sämtlich, aus den dargelegten Gründen, entweder nicht annehmbar sind oder nicht genügen, um hier Abhilfe zu schaffen, bleibt als einzig gangbarer Weg das Konzept der gegenseitigen Anerkennung und Mindestharmonisierung. Dazu nur wenige Anmerkungen.

a) Es liegt ein Widerspruch darin, daß nach GAAP aufgestellte Jahresabschlüsse im Rahmen einer Börsenzulassung in Deutschland als ausreichend angesehen werden<sup>39</sup>, obwohl eine Vergleichbarkeit für den deutschen Anleger mit den Abschlüssen deutscher Unternehmen nicht gegeben ist, während diese Vergleichbarkeit für den amerikanischen Investor von der SEC gefordert wird. Als Ausweg bleibt hier nur, entweder beiderseits auf diese Vergleichbarkeit zu verzichten und dies dem Anleger dann auch, z. B. durch eine besondere Kennzeichnung bei der Notierung, deutlich zu machen, oder aber auf eine Angleichung der Rechnungslegungsstandards hinzuarbeiten. Die Bemühungen der internationalen Gremien (International Accounting Standards Committee - IASC; EG-Kommission) gehen in diese Richtung<sup>40</sup>.

b) Mit der gegenseitigen Anerkennung oder Harmonisierung der Jahresabschlüsse ist ein wesentlicher Punkt angesprochen. Weitere Fragen betreffen die gegenseitige Anerkennung von Prospekten<sup>41</sup>, die Behandlung von öffentlichen Bezugsrechtsangeboten ausländischer Unternehmen an ihre amerikanischen Anleger und anderes mehr<sup>42</sup>.

c) Ein deutlicher Nachteil für die deutschen Unternehmen lag sicherlich bisher auch in dem Umstand begründet, daß der SEC, anders als in unseren europäischen Nachbarstaaten, bisher in Deutschland ein Gesprächspartner auf der Ebene der staatlichen Wertpapieraufsicht fehlte. So sind mit Kanada, Japan und den europäischen Nachbarstaaten z. T. eingehende "Memoranda of Understanding" (MOU) zur Rechts- und Amtshilfe in Wertpapierangelegenheiten ausgearbeitet worden<sup>43</sup>, während eine derartige Vereinbarung mit einer deutschen Stelle bisher nicht getroffen ist. § 7 des Regierungsentwurfs des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes sieht ausdrücklich eine internationale Zusammenarbeit des künftigen Bundesaufsichtsamts für Wertpapierhandel vor<sup>44</sup>. Das 2. Finanzmarktförderungsgesetz bringt ferner auch, wie bekannt, eine Angleichung an internationale Standards im Bereich des Insiderhandels und der Offenlegung von Beteiligungsbesitz. Auch dies wird zweifellos die gegenseitige Anerkennung von nationalen Kapitalmarktregelungen erleichtern.

---

<sup>1</sup> Vgl. die umfassende Darstellung bei Assmann/Buck, Europäisches Kapitalmarktrecht, EWS 1990, 110 ff., 190 ff., 220 ff.; grundlegend Hopt, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, ZHR 140 (1976), 201 ff.

<sup>2</sup> Seit Heft 1/1993 erscheint "Die Aktiengesellschaft" mit dem Untertitel: "Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, für deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht".

<sup>3</sup> Vgl. die Kommentierungen zu § 98 Abs. 2 GWB; zum Geltungsbereich des EG-Kartellrechts und seiner Kollision mit fremden Kartellrechten etwa Koch, in: Grabitz, Kommentar zum EWG-Vertrag, Loseblatt-Slg., Rdnr. 11 ff. vor Art. 85.

<sup>4</sup> Aus der Literatur s. insbesondere Fraune, Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA, RIW 1994, 126 ff.; Küting/Hayn, Börseneinführungsmodalitäten in den USA, Die Wirtschaftsprüfung 1993, 401 ff.; Liener, Erfahrungen mit Aktiennotierungen an ausländischen Börsen, in: Festschrift für Semler, 1993, S. 721 ff.; Roquette/Stanger, Das Engagement ausländischer Gesellschaften im US-amerikanischen Kapitalmarkt, WM 1994, 137 ff.; Sullivan & Cromwell, Emission, Eigentum und Handel von Aktien Nichtamerikanischer Gesellschaften im amerikanischen Markt, Selbstverlag, New York 1993. Umfassend dazu aus der amerikanischen Literatur Joyce/Gruson/Jungreis, Offers and Sales of Securities by a Non-US Company in the US, in: Gruson/Markham/Roiter (eds.), United States Securities and Investments Handbook, 1991, S. 6 ff.

<sup>5</sup> Im einzelnen dazu Küting/Hayn (Fn. 4), 401 f.; Liener (Fn. 4), S. 726 f.; Schiereck, Zur Notierung deutscher Aktiengesellschaften an ausländischen Börsenplätzen, Die AG 1993, 319, 322.

<sup>6</sup> Eingehend Joyce/Gruson/Jungreis (Fn. 4).

<sup>7</sup> Einzelheiten dazu bei Fraune (Fn. 1), 130 f. m.Nachw.

<sup>8</sup> Allgemein zu den Unterschieden der Rechnungslegungsprinzipien und -praxis in Deutschland und den U.S.A. etwa Deutsche Bank Research, US-amerikanische versus deutsche Rechnungslegung, Special Equity Report, August 1993; Eisolt, Der Konzernabschluss in Deutschland und den USA, RIW 1993, 309 ff. m.w.Nachw.

<sup>9</sup> Eingehender mit Nachweisen Joyce/Gruson/Jungreis (Fn. 4), S. 87 f.

- 
- <sup>10</sup> S. dazu etwa Roquette/Stanger (Fn. 4), 140; Fraune (Fn. 4), 130; je m.Nachw.
- <sup>11</sup> Vgl. Roquette/Stanger (Fn. 4), 141.
- <sup>12</sup> Roquette/Stanger (Fn. 4), 141 f.
- <sup>13</sup> S. Roquette/Stanger (Fn. 4), 142 f.; zur sog. "Deutschland-Ausnahme" der SEC vom 6. Okt. 1993 s. noch unten IV.2.
- <sup>14</sup> S. insbesondere mit Nachweisen Buxbaum/Hopt, Legal Harmonization and the Business Enterprise, 1988, S. 226 ff.; Assmann/Buck (Fn. 1).
- <sup>15</sup> Ähnlich bereits 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 Kapitalmarktrechts, WM 1990, Sonderbeilage Nr. 6, S. 7 ff.
- <sup>16</sup> Vgl. insoweit zur Haltung US-amerikanischer Stellen bei der Durchsetzung des Kartellrechts E. Rehbinder, in: Immenga/Mestmäcker, GWB, 2. Aufl. 1992, § 98 Abs. 2 Rdnr. 20 m.Nachw.
- <sup>17</sup> Eingehend dazu Baum/Breidenbach (Fn. 15), 7 - 10.
- <sup>18</sup> Zu den völkerrechtlichen Schranken des Auswirkungsprinzips (im Kartellrecht) etwa E. Rehbinder (Fn. 16), Rdnr. 16 ff. m.w.Nachw.
- <sup>19</sup> Zu private placements und Rule 144A-offerings etwa Joyce/Gruson/Jungreis (Fn. 4), S. 49 ff.
- <sup>20</sup> Diese Auffassung wird an außeramerikanischen Börsenplätzen nicht durchweg geteilt (z. B. wird weitgehend auf die Vorlage eines den jeweiligen nationalen Standards genügender Jahresabschlüsse verzichtet), und sie ist in der ökonomischen Literatur nicht unbestritten, vgl. zu letzterem die Nachweise in der Studie von R. Romano, The Genius of American Corporate Law, AEI Press, Washington 1993, S. 93 ff.
- <sup>21</sup> Eingehend dazu m.w.Nachw. Romano a.a.O S. 96 ff.
- <sup>22</sup> Zu den institutionellen Investoren in den USA und ihrer Regulierung s. die Beiträge in dem Sammelband Baums/Buxbaum/Hopt (Hrsg.), Institutional Investors and Corporate Governance (1994).
- <sup>23</sup> Vgl. bereits zu Fn. 19.
- <sup>24</sup> Aus der deutschen Literatur hierzu Assmann, American Depositary Receipts (ADR's), RIW 1982, 69 ff.; Böckenhoff/Ross, "American Depositary Receipts" (ADR), WM 1993, 1781 ff., 1825 ff.; Kuske, Finanzierung multinationaler Unternehmungen, Frankfurt/M. 1973, S.193 ff.; Zachert,

---

Erschließung des US-amerikanischen Eigenkapitalmarkts durch das American Depositary Receipt, DB 1993, 1985 ff.; ders., Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Kapitalmarkt durch American Depositary Receipts, ZIP 1993, 1426 ff.; vgl. auch Fraune (Fn. 4), 128 f.; Roquette/Stanger (Fn. 4), 138 f.

<sup>25</sup> Zur Entstehungsgeschichte Assmann (Fn. 24), 69.

<sup>26</sup> Roquette/Stanger (Fn. 4), 144.

<sup>27</sup> Joyce/Gruson/Jungreis (Fn. 4), S. 94 f.

<sup>28</sup> Vgl. Joyce/Gruson/Jungreis (Fn. 4), S. 95.

<sup>29</sup> Böckenhoff/Ross (Fn. 24), 1785.

<sup>30</sup> Im einzelnen dazu Böckenhoff/Ross (Fn. 24), 1826.

<sup>31</sup> Vgl. Roquette/Stanger (Fn. 2), Fn. 2.

<sup>32</sup> Liener (Fn. 4), S. 725.

<sup>33</sup> Einzelheiten etwa Böckenhoff/Ross (Fn. 24), 1826 ff.

<sup>34</sup> Roquette/Stanger (Fn. 4), 146.

<sup>35</sup> Securities Release No. 7029 (3. November 1993), File No. S7-30-93.

<sup>36</sup> Eingehend dazu etwa Roquette/Stanger (Fn. 4), 142 f.

<sup>37</sup> Einzelheiten bei Roquette/Stanger (Fn. 4), 142 f.; Fraune (Fn. 4), 134 f.

<sup>38</sup> Vgl. dazu die aufschlußreichen Angaben bei Liener (Fn. 1), S. 736.

<sup>39</sup> Vgl. § 22 Abs. 4 Börsenzulassungs-Verordnung (BGBI. I, 1987, S. 1234).

<sup>40</sup> Vgl. die Schilderung bei Küting, Europäisches Bilanzrecht und Internationalisierung der Rechnungslegung, BB 1993, 30 ff.; s. dazu auch Liener (Fn. 4f), S. 737 ff.; kritisch dazu freilich Romano (Fn. 20), S. 99 - 101.

<sup>41</sup> Für den EG-Bereich s. § 40 a Börsengesetz.

<sup>42</sup> Vgl. zu den Vorschlägen der SEC in bezug auf kanadische und britische Emittenten Baum/Breidenbach (Fn. 15), S. 27 ff.

<sup>43</sup> Überblick bei Baum/Breidenbach (Fn. 15), 15 ff.

<sup>44</sup> Entwurf eines Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz), BT-Drucks. 12/6679.