

GoingPublic Magazin

SPECIAL

Kapitalmarktrecht 2015

11. Jahrgang

Best Practice für Emittenten

(Über-)Regulierung

Das Neueste aus
Brüssel und Berlin

Frosta und kein Ende

Das Thema Delisting ist
alles andere als vom Tisch

Frauenquote in Deutschland

Auf dem Weg zum
Kommunikationsdesaster

Lessons Learned

Börsengang in den USA für deutsche Unternehmen

Die Vorbereitung und Durchführung eines Börsengangs ist an sich schon eine große Herausforderung. Zu viel Zeit ist selten, um das berühmte IPO-Fenster zu treffen, und die Herstellung der Kapitalmarktfähigkeit als vorbereitende Maßnahme darf nicht auf die leichte Schulter genommen werden. Die internen Prozesse müssen sowohl für das Going Public als auch für das Being Public aufgrund erheblicher Offenlegungspflichten und fixierter Zeitpläne für die Berichterstattung optimiert bzw. häufig erstmalig geschaffen werden. **Von Ulrich Sommer**

Entscheidet das Unternehmen aus strategischen Gründen, nicht den bekannten Weg an die deutschen bzw. europäischen Börsen zu gehen, sondern ein IPO im weltweit bedeutendsten Kapitalmarkt USA anzustreben, gilt es, zusätzliche Anforderungen zu erfüllen, aber auch Handlungsalternativen zu analysieren.

Lessons Learned aus den Börsenzulassungsregelungen

Die Börsenregelungen in den USA sehen explizit vor, dass ausländische Unternehmen am US-Kapitalmarkt ebenfalls teilnehmen können. Neben einem direkten Börsengang in den USA haben ausländische Unternehmen auf Basis der sog. Rule 144 A der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC, die gewisse Erleichterungsregeln gegenüber einer direkten Notierungsaufnahme beinhaltet, die Möglichkeit, Wertpapiere einem engen Kreis qualifizierter institutioneller Investoren anzubieten. Diese Möglichkeit bietet sich an, wenn das originäre Listing nicht in den USA erfolgen soll. Bei einem direkten Listing in den USA wird der Börsenkandidat als sogenannter Domestic Registrant (DR) oder als Foreign Private Issuer (FPI) bezeichnet. Die Eingliederung in eine der beiden Gruppen ist eine Entscheidung, die bei der Strukturierung des Börsengangs, insbesondere ob das Listing über eine US Inc. oder eine deutsche Muttergesellschaft erfolgen soll, unerlässlich ist.

Im Allgemeinen sind die Anforderungen an einen DR strenger als an einen FPI. Dies gilt z.B. für die angewandten Rechnungslegungsnormen, die bei einem DR zwingend den US GAAP entsprechen müssen. Für ei-

nen FPI sind auch die IFRS oder sogar die lokalen Rechnungslegungsnormen begleitet von einer Überleitungsrechnung zu den US GAAP zugelassen. Auch bezüglich der Berichtserfordernisse und der Fristen zur Veröffentlichung nach einem Stichtag ist der FPI-Status weniger strikt. Eine weitere erfreuliche Erleichterung bietet sich in Form des Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act für Unternehmen unterhalb bestimmter Größenkriterien (Emerging Growth Companies).

Erleichterungen wie durch den FPI-Status und den JOBS Act sind an europäischen Börsen im Prime Segment hingegen nicht vorgesehen und sollten daher in den Entscheidungsprozess über ein Listing in den USA miteinbezogen werden.

Weitere Lessons Learned

Sobald der Beschluss über die Vorgehensweise beim Börsengang steht, muss im Rechnungswesen die Basis für die benötigten Zahlen geschaffen werden. Den Grundstein hierfür liefern in der Regel die nach lokaler Rechnungslegung erstellten und geprüften Jahresabschlüsse, auch wenn eine Überleitungsrechnung von bspw. HGB zu US GAAP zwingend erfolgen muss. Liegen testierte, historische Abschlüsse vor, so sind die Prüfungen zumeist nicht nach den für in den USA börsennotierte Unternehmen strengen Regeln des Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) erfolgt. Wird die Übereinstimmung mit den Ansprüchen des PCAOB durch den Wirtschaftsprüfer frühzeitig herbeigeführt, kann im Hinblick auf die Vorbereitung des Börsengangs viel Zeit gespart werden.

Eine weitere Herausforderung an das Projektmanagement stellt vor allem die Koordination der internen Ressourcen, Wirtschaftsprüfer und der notwendigen für das Unternehmen tätigen SEC-Anwälte dar. Im Unterschied zum bekannten Vorgehen in Deutschland bringen sich die SEC-Anwälte nicht nur in die Erstellung der Börsenzulassungsdokumente ein, sondern sind aktiv in die Berichtskritik der Jahresabschlüsse involviert. Um teure und vor allem zeitaufwendige Review-Schleifen zu vermeiden, ist eine enge Abstimmung der beteiligten Parteien z.B. in einem regelmäßigen Jour Fixe notwendig. Andernfalls läuft man Gefahr, Versionskonflikte oder Doppelarbeiten zu produzieren.

Nicht zu unterschätzen ist auch, dass eine ggfs. notwendige oder strategisch gewollte Umstellung der bisherigen „Euro-



ZUM AUTOR

Ulrich Sommer, Dipl.-Kfm., CPA, CVA, ist seit Herbst 2007 Mitglied des Vorstands und COO der **FAS AG**. Er leitet Projekte zur Herstellung der Kapitalmarktfähigkeit, IFRS/US-GAAP-Umstellungsprojekte und Projekte zur Optimierung des Finanz- und Rechnungswesens.



Foto: Thinkstock/istockfr_drewek

Welt“ auf eine US-Dollar-Umgebung die Komplexität der Vorbereitung sämtlicher Zulassungsdokumente als auch die Investor-Relations-Arbeit deutlich erhöht.

Abschließend muss natürlich noch erwähnt werden, dass der entscheidende Vorteil des US-Kapitalmarktes, der Zugang zu einer breiten Investorenbasis, im wahren Sinne des Wortes auch erkaufte werden muss. Die Prüfung nach PCOAB und die fehlende Haftungsbegrenzung für Wirtschaftsprüfer in den USA führen zu deutlich höheren Prüfungskosten. Hinzu kommen noch die signifikant höheren Honorare der US-Anwälte und hier im speziellen für die Kapitalmarktredakteure.

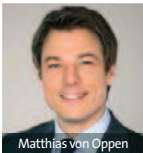
Fazit

Die bloße Entscheidung für ein Going Public stellt bereits höchste Anforderungen an die interne Ablauforganisation des jeweiligen Börsenkandidaten. Die Entscheidung für einen Börsengang außerhalb des eher vertrauten europäischen Börsenumfelds in den USA erhöht die Ansprüche an das Projektmanagement und den Umfang der vorzubereiten-

den Unterlagen erheblich. Vorteilhafte Regelungsunterschiede und die Sichtbarkeit am weltweit bedeutendsten Kapitalmarkt, eine Erhöhung der Reputation und vor allem der Zugang zu einem erweiterten Kreis an branchenspezifischen und finanzstarken Investoren sind ein starkes Argument für ein US-Listing. Dem gegenüber stehen ein erhöhter Aufwand und entsprechende Kosten.

ANZEIGE

Equity Capital Markets Frankfurt



Matthias von Oppen



Reinhard Eyring



Martina Rothe



Dr. Gerrit Clasen



Joanna Wilczynska-Gluch



Dr. Ian M. Maywald



Dominik Richters

Unser Team für Ihre Transaktion

Ashurst berät sowohl Konsortialbanken als auch Emittenten aller Branchen bei

- Börsengängen
- Bezugsrechtsemissionen
- Privatplatzierungen (inkl. Rule 144A)
- Convertibles/Exchangeables
- Öffentlichen Übernahmen
- Compliance

Kontakt:

Ashurst LLP
Matthias von Oppen, Partner
 OpernTurm, Bockenheimer Landstraße 2-4
 60306 Frankfurt am Main
 T. +49 (0)69 97 11 26
 E: matthias.vonoppen@ashurst.com



IMAGE: © TISHMAN SPEYER

“[The Ashurst ECM team] Recognised as a key player, maintaining strong relationships with a number of leading broker and investment banks, and receiving a regular flow of notable instructions. Remains a flexible and balanced practice, acting for corporate clients as well as banks.” **Chambers Global 2014**

AUSTRALIA BELGIUM CHINA FRANCE GERMANY HONG KONG SAR INDONESIA (ASSOCIATED OFFICE)
 ITALY JAPAN PAPUA NEW GUINEA SAUDI ARABIA SINGAPORE SPAIN SWEDEN
 UNITED ARAB EMIRATES UNITED KINGDOM UNITED STATES OF AMERICA

www.ashurst.com

ashurst