

# US-Börsenvorschriften sind ein Bumerang

Von Jérôme Vial

Die Zahlen sind deutlich: 651 Unternehmen entschieden sich 2006 für eine Börseneinführung in Europa – und lediglich 224 in den Vereinigten Staaten. Dass in Europa wesentlich mehr Neuemissionen stattfanden, lässt sich teilweise mit den unterschiedlichen Börsenvorschriften erklären. Denn die spielen eine immer wichtigere Rolle, wenn es um die Wahl der Börse für die Kotierung geht. Es erstaunt kaum, dass die Marktteilnehmer verstärkt auf die Aufsichtsbehörden einwirken, um mehr Wettbewerb zu erreichen – bei gleichzeitigem Schutz der Anlegerinteressen.

## Dekotierung auch ein Kriterium

Entscheidend für eine Börseneinführung sind zunehmend auch die Vorschriften für eine allfällige Dekotierung: Ein Unternehmen, das eine Börseneinführung plant, sollte eine Dekotierung prüfen, falls beispielsweise die Diversifikation unter den Aktionären abnimmt oder das Handelsvolumen die Kotierung nicht länger rechtfertigt. Die amerikanische Aufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC), die in diesem Fall eine strenge Haltung pflegt, verlangt bei einer Dekotierung von jedem ausländischen Unternehmen den Nachweis, dass es dauerhaft weniger als 300 Aktionäre mit Wohnsitz in den USA zählt.

Die Dekotierungsregelungen in der EU und der Schweiz sind von einer Harmonisierung noch weit entfernt, aber sicherlich flexibler. Die SWX Swiss Exchange schreibt

vor, dass der Emittent einen begründeten Dekotierungsantrag einreicht und die Dekotierung mindestens drei Monate vor dem letzten Handelstag publiziert. Die SWX kann auch verlangen, dass das Unternehmen binnen sechs Monaten nach dem letzten Kotierungstag einen ausserbörslichen Handel organisiert, wenn sich noch mehr als 5% der Aktien in Streubesitz befinden.

Die äusserst unflexible Regelung in den USA wird seit Jahren heftig kritisiert. Die SEC hat am 22. Dezember 2006 mit dem Entwurf einer neuen Dekotierungsregel für ausländische Unternehmen reagiert. Sie dürfte im ersten Quartal 2007 verabschiedet werden, zumal ihre Klarheit und Einfachheit vom Markt wohlwollend aufgenommen werden. Die neue Regelung sieht vor, dass ein ausländisches Unternehmen bei der SEC die Dekotierung beantragen kann, falls das Handelsvolumen seiner Aktien in den USA geringer ist als 5% des Handelsvolumens auf seinem Hauptmarkt. Die SEC schätzt derzeit, dass 28% der 1200 ausländischen Emittenten, die in den USA gehandelt werden, dieses Kriterium erfüllen.

## US-Zweitkotierung überprüfen

Derzeit notieren elf an der SWX kotierte Unternehmen auch an US-Börsen und unterliegen deshalb den Vorschriften der SEC. Es darf davon ausgegangen werden, dass die Mehrheit der an US-Börsen kotierten Schweizer Gesellschaften die neuen Kriterien für eine Dekotierung erfüllt. Zwar lässt sich nur schwer einschät-

zen, wie viele Schweizer Unternehmen von dieser neuen Möglichkeit Gebrauch machen werden, auch wenn global kein massiver Rückzug geplant ist. Vor einer allfälligen Dekotierung dürften die einzelnen Unternehmen in den nächsten Monaten die Vor- und Nachteile einer bestehenden Zweitkotierung auf dem US-Markt kritisch prüfen.

Zu den Vorteilen der Zweitkotierung zählen der leichtere Zugang zu den grossen US-Investoren und die damit verbundene Marktpräsenz, die Stärkung der kommerziellen Reputation auf dem US-Markt sowie die vereinfachte Übernahme von Aktien eines amerikanischen Unternehmens. Als Nachteil erwiesen sich die hohen Kosten zur Erfüllung der Rechnungslegung nach US-GAAP, das erhöhte Risiko eines Rechtsstreits im US-Markt sowie die hohen Aufwendungen durch den Sarbanes-Oxley Act (Sox) im Bereich interne Kontrolle. Die SEC könnte jedoch die einschneidenden Sox-Vorschriften in absehbarer Zeit ändern, um den Wettbewerb an den amerikanischen Kapitalmärkten nicht weiter zu untergraben.

Die EU möchte die Attraktivität ihrer Märkte stärken. Dies zeigt sich auch in ihrer letztjährigen Entscheidung, US-GAAP-Abschlüsse nicht wie ursprünglich geplant bis 2007, sondern noch bis 2009 anzuerkennen. Damit lässt die EU amerikanischen Unternehmen weiterhin die Möglichkeit, in Europa kotiert zu bleiben. Und sie vermeidet dadurch eine massive Abwanderung europäischer Gesellschaften, die derzeit nach US-GAAP bilanzieren. Es wäre wünschenswert, dass die Bemühun-

gen um eine Konvergenz zwischen den beiden Rechnungslegungsnormen IFRS und US-GAAP zur gegenseitigen Anerkennung der Standards führen. Die SWX bleibt von dieser Diskussion unberührt, zumal sie gemäss einem Beschluss von 2002 weiterhin US-GAAP-Abschlüsse akzeptiert, auch wenn bis dato nur achtzehn Emittenten von dieser Möglichkeit Gebrauch machen.

## Umdenken der SEC?

Der Wettbewerb zwischen den verschiedenen Finanzplätzen geht in eine neue Runde. Es überrascht deshalb wenig, dass die New Yorker Börse für eine Fusion mit Euronext votiert hat. Ziel sind dabei nicht nur externes Wachstum und mehr Shareholder Value, sondern auch die Diversifikation des Angebots, das nicht den SEC-Vorschriften unterliegt. Dass die europäischen Euronext-Unternehmen dabei Gefahr laufen, sich den Vorschriften der SEC beugen zu müssen, beeinträchtigte die Verhandlungen. Die US-Unternehmen, die für eine Vereinfachung der US-Regulativen plädieren, dürften von diesen Unstimmigkeiten profitieren.

Mit ihrer geplanten Dekotierungsregelung für ausländische Unternehmen hat die SEC bereits ein entsprechendes Zeichen gesetzt. Man darf gespannt sein, wie viele Gesellschaften auf diese Möglichkeit zurückgreifen werden – und wie weit dadurch die US-Aufsichtsbehörde zu einem Umdenken veranlasst wird.