



ADRs – Einstieg in den US- Kapitalmarkt

Dr. Mirko Sickinger, LL.M.
Boris Dürr
München, 7. Dezember 2016

ADRs – Einstieg in den US-Kapitalmarkt

Übersicht

- I. Einführung
- II. Übersicht über ADR-Programme
- III. Im Fokus: Level I ADR-Programm
- IV. Investor Relations und Kapitalbeschaffung in den USA

I. Einführung

Was sind ADRs?

- ADR = *American Depositary Receipt*
 - Übertragbare Hinterlegungsscheine
 - Substituieren ausländische Aktien im US-Kapitalmarkt
 - ADR kann eine Aktie, mehrere Aktien oder einen Anteil an einer Aktie repräsentieren

- Merkmale von ADRs
 - US-Wertpapiere
 - US-Dollar als Währung
 - Dividende in US-Dollar

I. Einführung

Welche Bedeutung haben ADRs?

- ADRs haben lange Tradition in den USA und bis heute wichtige Rolle
 - Einführung im Jahr 1927, um US-Investoren Zugang zu interessanten ausländischen Aktien zu verschaffen
 - Vereinfachung durch Einführung eines „Registrierungs“-Formulars im Jahr 1955
 - ADRs zu deutschen Aktien:
 - 115 (Stand Juli 2016), darunter alle DAX30-Unternehmen, die kein Zweitlisting an der NYSE haben
 - Unternehmen wie E.ON, BASF, Bayer und die Allianz haben ihr Zweitlisting zugunsten der kostengünstigeren Ausgabe von ADRs aufgegeben
- Neben ADRs gibt es mittlerweile auch European und Global Depositary Receipts

I. Einführung

Wie funktionieren ADRs?

■ Zentrale Rolle der US-Depotbank

- nimmt zugrunde liegende Aktien in Verwahrung
- stellt ADR-Zertifikat aus
- gibt ADRs an Investoren aus
- übt Stimmrechte aus
- zahlt Dividende

■ Investor

- kann jederzeit Herausgabe der deponierten Aktien verlangen (muss im Gegenzug ADR-Zertifikat zurück geben) oder ADR verkaufen

I. Einführung

Welche Formen von ADRs gibt es?

■ Form der Ausgabe der ADRs

- Sponsored: Initiative geht vom Emittenten aus (Regelfall)
Emittent hat Depotvertrag mit US-Depotbank
- Un-sponsored: Initiative geht von US-Depotbank aus
Ohne Beteiligung des und Kontrolle durch den Emittenten

■ Form des ADR Programms

- Level I: keine Kapitalbeschaffung, keine US-Börsennotierung
- Level II: keine Kapitalbeschaffung, aber US-Börsennotierung
- Level III: Kapitalbeschaffung und US-Börsennotierung

II. Übersicht über ADR-Programme

Level I

- Keine Ausgabe neuer Aktien / keine Kapitalerhöhung
- Handel in den USA über over-the-counter (OTC) Märkte (Freiverkehr in den USA)
- Kein Handel an US-Börsen (NYSE; NASDAQ)
- Keine Registrierungs-, Prüfungs-, Berichts-, Corporate Governance oder Kontrollvorschriften nach US-Recht
- Vorgeschrieben ist nur Veröffentlichung aller nach ausländischem Recht (hier: deutschem und EU-Recht) vorgeschriebenen Informationen in englischer Sprache entweder auf Unternehmens-Webseite oder über ein elektronisches Informationssystem
- Unterliegt den Haftungsvorschriften der *Betrugsbekämpfungsbestimmungen (antifraud provisions)* gemäß SEC Rule 10b-5 Securities Exchange Act

II. Übersicht über ADR-Programme

Level II

- Keine Ausgabe neuer Aktien / keine Kapitalerhöhung
- Notierung an einer US-Börse (NYSE, NASDAQ)
- Unterliegt US-amerikanischen Registrierungs-, Prüfungs-, Berichts-, Corporate Governance- und Kontrollvorschriften
- Vorgeschrieben ist daneben Veröffentlichung aller nach ausländischem Recht (hier: deutschem und EU-Recht) vorgeschriebenen Informationen in englischer Sprache entweder auf Unternehmens-Webseite oder über ein elektronisches Informationssystem
- Unterliegt den Haftungsvorschriften der Betrugsbekämpfungsbestimmungen (*antifraud provisions*) gemäß SEC Rule 10b-5 Securities Exchange Act

II. Übersicht über ADR-Programme

Level III

- Ausgabe junger Aktien
- Notierung an einer US-Börse (NYSE, NASDAQ)
- Unterliegt US-amerikanischen Registrierungs-, Prüfungs-, Berichts-, Corporate Governance- und Kontrollvorschriften
- Unterliegt den Haftungsvorschriften der Betrugsbekämpfungsbestimmungen (*antifraud provisions*) gemäß SEC Rule 10b-5 Securities Exchange Act

 Entspricht einem Börsengang

II. Übersicht über ADR-Programme

	Level I	Level II	Level III
Ausgabe neuer Aktien / Kapitalerhöhung	Nein	Nein	Ja
US-Börsennotierung	Nein	Ja	Ja
US-Publizitätspflichten	Nein	Ja	Ja
Antifraud-Haftung	Ja	Ja	Ja

III. Im Fokus: Level I ADR-Programm

Was ist beim Handel über einen OTC-Markt zu beachten?

- US-amerikanischer OTC-Markt ist unterteilt in drei Segmente
 - OTCQX (Qualitätssegment):
 - Unternehmen müssen dem Betreiber Finanzinformationen zur Verfügung stellen
 - Unternehmen benötigen einen Sponsor in Form einer zugelassenen Investment Bank oder Kanzlei (Principal American Liaison)
 - OTCQB (mittleres Segment):
 - Mindestangebotspreis von einem Penny
 - Jährliche Bestätigung der Unternehmensinformationen
 - Pink (unteres Segment): Keine Finanzstandards oder Berichtsvorschriften
- Keine Registrierung bei der Börsenaufsichtsbehörde SEC (SEC-Filing) erforderlich

III. Im Fokus: Level I ADR-Programm

Was sind die Voraussetzungen für die US-Publizitätspflichten-Befreiung?

- Voraussetzung: Status als „Foreign Private Issuer“
 - Keine Notierung an einer US-Börse
 - Kein öffentliches Angebot in den USA
 - Notierung an Nicht-US-Börse (Freiverkehr, z.B. Entry Standard, genügt), über die mindestens 55% der Stammaktien handelbar sind
- Erlöschen des Status als „Foreign Private Issuer“
 - Mehr als 50% der umlaufenden stimmberechtigten Wertpapiere werden direkt oder indirekt von US-Einwohnern gehalten UND
 - Mehrheit der Geschäftsleitungsmitglieder US-Bürger oder US-Einwohner ODER mehr als 50% der Vermögenswerte in den USA ODER Verwaltung des Unternehmens vornehmlich in den USA

III. Im Fokus: Level I ADR-Programm

Welche Haftungsrisiken bestehen für den Emittenten?

- Haftung des Emittenten gemäß Rule 10b-5 Securities Exchange Act
 - Haftung für vorsätzlich oder grob fahrlässig falsche Angaben in Zusammenhang mit Kauf und Verkauf der Wertpapiere
 - Haftung für vorsätzlich oder grob fahrlässig unvollständige Angaben in Zusammenhang mit Kauf und Verkauf der Wertpapiere
- Geltendmachung im Wege eines Gerichtsverfahrens durch
 - Börsenaufsichtsbehörde SEC
 - Investoren
 - Dritte können eine mögliche Verletzung bei der SEC anzeigen

III. Im Fokus: Level I ADR-Programm

Was spricht für den Emittenten für das Level I ADR-Programm?

- kann US-Markt „testen“, da nur mit geringem Aufwand verbunden
- kann Bekanntheitsgrad des Unternehmens bei US-Händlern und Investoren steigern
- kann seinen Aktionärskreis erweitern und diversifizieren
- kann Mitarbeitern von Tochtergesellschaften das Investment in das Mutterunternehmen erleichtern
- kann unter bestimmten Voraussetzungen immer noch eine US-Privatplatzierung vornehmen
- Steigerung von Aktienwert und Liquidität
 - Nach einer Studie von Oxford Metrica/BNY Mellon aus dem Jahr 2010 auf Basis der Entwicklung von 1.889 Level 1 ADRs zwischen den Jahren 1980 und 2010 lag die durchschnittliche Wertsteigerung beim Aktienpreis bei mehr als 10% in den ersten 250 Handelstagen und die Liquidität der Stammaktien konnte um 25% verbessert werden

III. Im Fokus: Level I ADR-Programm

Aktive Investoren

	Wert der DRs (US-Dollar, MM)	Wert der Equity Assets (US-Dollar, MM)
Fisher Investments	3,611	58,485
Parametric Portfolio Associates, LLC	3,098	70,429
WCM Investment Management	2,014	10,524
Schafer Cullen Capital Management, Inc.	1,435	8,243
Gardner Russo & Gardner, LLC	1,239	11,460

Quelle: BNY Mellon / Ipreo, Stand; 30. Juni 2016

III. Im Fokus: Level I ADR-Programm

Was sind die erforderlichen Formalien für ein Level I ADR-Programm?

■ Formalien

- Hinterlegungsvertrag zwischen Emittent und Depotbank
- SEC-“Registrierung“ unter Verwendung des Formulars F-6, das von Depotbank und Emittent unterschrieben werden muss
 - Befreiung von vollständigen SEC-Registrierungs- und Berichtspflichten erfolgt ohne Zutun des Emittenten. Voraussetzung für die Befreiung ist, dass er eine Erstnotierung außerhalb der USA beibehält und die Informationspflichten nach dem Recht seines Heimatlandes in englischer Sprache verfügbar macht.

III. Im Fokus: Level I ADR-Programm

Indikativer Zeitplan

Woche 1

- Auswahl von US-Depotbank
- Entwurf des Hinterlegungsvertrags und der Registrierung (Formular F-6)
- Überprüfung der Voraussetzungen für die Befreiung

Woche 1 - 3

- Vorbereitung des Vertrages und der Registrierung für die Unterzeichnung

Woche 4

- Unterzeichnung des Vertrages und der Registrierung und Übermittlung an SEC
- Vorbereitung des ADR-Zertifikats, Erhalt der CUSIP-Nummer (Wertpapierkennnummer), Beantragung der Berechtigung bei der DTC (Clearingstelle)

Woche 5

- Beantragung Börsenkürzel
- Versendung der Form 211 an Market Maker, die dieser für die erstmalige Berechnung des Kurses des ADR ausfüllen und an die Genehmigungsbehörde FINRA übermitteln muss
- Information der Finanzmedien

III. Im Fokus: Level I ADR-Programm

Welche Kosten fallen für ein Level I ADR-Programm an?

- Anwaltliche Beratung Emittent
- Anwaltliche Beratung Depotbank
- Jährliche Gebühr

IV. Investor Relations und Kapitalbeschaffung in den USA

Was ist bei Investor Relations in den USA zu beachten?

- Oberste Regel: Vorsicht!
 - Grund: Aktivitäten können als Wertpapierangebot gewertet werden mit der Folge, dass eine Verletzung des US-Wertpapierrechts gegeben ist
- Disclaimer für Vorträge und schriftliche Unterlagen
- Keine mündliche oder schriftliche Bezugnahme auf den Börsenhandel des Emittenten
- Inhaltlich sollten nur Fakten vermittelt werden, keine Prognosen
- Aktivitäten sollten nicht parallel durchgeführt werden zu einem Angebot im Heimatland oder kurz vor einem solchen Angebot
- Dies gilt für alle öffentlichen Veranstaltungen, auch Seminare, die öffentlich beworben wurden

IV. Investor Relations und Kapitalbeschaffung in den USA

Wie ist die US-Kapitalbeschaffung ohne öffentliches Angebot möglich?

- Privatplatzierung, die sich nur an kleine Zahl erfahrener (sophisticated) Anleger richtet, (Section 4(a)(2) Securities Exchange Act)
- Angebot in begrenzter Höhe (US-Dollar 1 Mio. bzw. US-Dollar 5 Mio.) unter Erfüllung weiterer Voraussetzungen (Rule 504 bzw. Rule 505 Regulation D)
- Privatverkauf von Wertpapieren in unbegrenzter Zahl an akkreditierte Investoren und nicht mehr als 35 nicht-akkreditierte Investoren (Rule 506(b) Regulation D)
- Öffentlicher Verkauf von Wertpapieren in unbegrenzter Anzahl an akkreditierte Investoren (Rule 506(c) Regulation D)
- Weiterverkauf von Wertpapieren in unbegrenzter Zahl an qualifizierte institutionelle Käufer (Rule 144A Securities Exchange Act)

IV. Investor Relations und Kapitalbeschaffung in den USA

Wie ist die US-Kapitalbeschaffung ohne öffentliches Angebot möglich?

■ Zusammenfassung

- Angebot darf sich in der Regel nur an bestimmte Investoren richten wie erfahrene, akkreditierte oder qualifizierte institutionelle Investoren
- Investoren müssen sich in der Regel an Haltepflichten und weitere Bedingungen halten
- In der Praxis ist von einem Angebot auch an nicht-akkreditierte Investoren abzuraten, da damit ein erhöhter Aufwand verbunden ist, der ab einer bestimmten Summe dem Aufwand für ein öffentliches Angebot entspricht
- Mehrere Platzierungen können als „integriert“ angesehen werden mit der Folge der Verpflichtung zu einem öffentlichen Angebot
- Angebot darf in der Regel in keiner Weise öffentlich beworben werden

Ansprechpartner



Köln

Magnusstraße 13
50672 Köln

T +49 221 20 52-596
F +49 221 20 52-1

Frankfurt am Main

Goetheplatz 5-7
60313 Frankfurt am Main

T +49 69 97561-304
F +49 69 97561-200

m.sickinger@heuking.de

Dr. Mirko Sickinger, LL.M.

Rechtsanwalt / Partner

Kompetenzen

- Börseneinführungen und Anleiheplatzierungen
- Mergers & Acquisitions
- Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
- Venture Capital und Private Equity
- Umstrukturierung von Unternehmen und Konzernen

Veröffentlichungen

- „Was tun, wenn kein Opt-in? Möglichkeiten der Restrukturierung von Anleihen außerhalb des Schuldverschreibungsgesetzes“, BondGuide, 18/2016 (Sickinger/Pfeufer)
- „Market Sounding - Ausnahme vom Verbot der unbefugten Weitergabe von Insiderinformationen“, GoingPublic - Special „Kapitalmarktrecht 2016“ (Sickinger/Pfeufer)
- „Rückerwerb von Mittelstandsanleihen durch Gesellschafter oder Dritte“, BondGuide, 9/2016 (Sickinger/Radke)
- „Besicherung von Immobilienanleihen durch Abtretung von Miet- oder Pachtforderungen“, BondGuide, 2/2016 (Sickinger/Radke)
- „Anleihen für Immobiliengesellschaften“, FINANCE - Sonderbeilage zur 11. Structured FINANCE, 11/12 2015
- „Aufsichtsräte in Private Equity finanzierten Unternehmen“, BOARD 4/2015
- „Die Aktiendividende“, Aktiengesellschaft, Heft 13-14/2015 (Sickinger/Zipperle)
- „Der Teufel steckt im Detail - Gläubigerversammlungen nach dem SchVG in der Praxis“, HV Magazin, 2/2014 (Sickinger/Pfeufer)
- „Kommentar zum Umwandlungsgesetz“, (Co-Autor) Kallmeyer, 6. Auflage 2017
- „Anwaltshandbuch Aktienrecht“, Co-Autor, 2. Auflage 2009

Sonstiges

- Lehrbeauftragter an der Hochschule Fresenius
- Empfohlen von führenden Fachveröffentlichungen: JUVE Rechtsmarkt, Wirtschaftswoche Guide M&A und Corporate Finance

Ansprechpartner



München

Prinzregentenstraße 48
80538 München
T +49 89 54031 232
F +49 89 54031 532

b.duerr@heuking.de

Boris Dürr, Rechtsanwalt / Partner

Kompetenzen

- Börseneinführungen und Anleiheplatzierungen
- Mergers & Acquisitions
- Private Equity
- Aktien- und Kapitalmarktrecht

Veröffentlichungen

- Kommentierung der §§ 133 –141 AktG (Stimmrecht, Vorzugsaktien) und §§ 183 – 206 AktG (ordentliche Kapitalerhöhung, bedingte Kapitalerhöhung, genehmigtes Kapital) in Wachter, Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage 2014
- Stimmverbot für Vorstände und Aufsichtsräte auch bei Absicht der Stimmabgabe für Sonderprüfung, EWiR 2011, 69
- Verbot der Einlagenrückgewähr gilt im faktischen Konzern nur eingeschränkt, GWR 2010, 62
- Durchführung einer "Bis-zu-Kapitalerhöhung" nur innerhalb eines begrenzten Zeitraums zulässig, GWR 2009, 375
- Gewährung eines Greenshoe aus genehmigtem Kapital zulässig, GWR 2009, 112

Sonstiges

- Aufsichtsratsvorsitzender bzw. Aufsichtsratsmitglied diverser Aktiengesellschaften
- Referent bei diversen Seminaren zu aktien- und kapitalmarktrechtlichen Themen
- Empfohlen in JUVE 2015/2016 und 2014/2015 für die Bereiche M&A und Private Equity (Zitat: „hohe fachl. Kompetenz, umfangreiche Transaktionserfahrung, sehr pragmatisch, hohe Verfügbarkeit“, Mandant)

Unsere Standorte



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

www.heuking.de

Berlin

Kurfürstendamm 32
10719 Berlin
T +49 30 88 00 97-0
F +49 30 88 00 97-99

Düsseldorf

Georg-Glock-Straße 4
40474 Düsseldorf
T +49 211 600 55-00
F +49 211 600 55-050

Hamburg

Neuer Wall 63
20354 Hamburg
T +49 40 35 52 80-0
F +49 40 35 52 80-80

München

Prinzregentenstraße 48
80538 München
T +49 89 540 31-0
F +49 89 540 31-540

Brüssel

Rue Froissart 95
1040 Brüssel/Belgien
T +32 2 646 20-00
F +32 2 646 20-40

Chemnitz

Weststraße 16
09112 Chemnitz
T +49 371 38 203-0
F +49 371 38 203-100

Frankfurt

Goetheplatz 5-7
60313 Frankfurt am Main
T +49 69 975 61-0
F +49 69 975 61-200

Köln

Magnusstraße 13
50672 Köln
T +49 221 20 52-0
F +49 221 20 52-1

Stuttgart

Augustenstraße 1
70178 Stuttgart
T +49 711 22 04 579-0
F +49 711 22 04 579-44

Zürich

Bahnhofstrasse 3
8001 Zürich/Schweiz
T +41 44 200 71-00
F +41 44 200 71-01