

RÜDIGER VEIL

Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
27*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

27



Rüdiger Veil

Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen

Reformen aus rechtsvergleichender und
rechtsdogmatischer Perspektive

Mohr Siebeck

Rüdiger Veil, geboren 1966; Inhaber des Alfred Krupp-Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht sowie geschäftsführender Direktor des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrechts an der Bucerius Law School, Hamburg.

ISBN 978-3-16-154513-9 / eISBN 978-3-16-158827-3 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2016 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Der Markt für Börsengänge liegt in Deutschland seit der Finanzmarktkrise darnieder. Dies ist vor allem für junge Wachstumsunternehmen mit einem großen Finanzierungsbedarf nachteilig. Der Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD vom 14. Dezember 2013 sieht daher vor, die Möglichkeiten für ein neues Börsensegment „Markt 2.0“ zu prüfen. Das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) hat diese Aufgabe geschultert und im Frühjahr 2015, teilweise mit dem Bundesministerium der Finanzen (BMF), mehrere Arbeitsgruppen in Berlin veranstaltet. Eine der Arbeitsgruppen beschäftigte sich mit administrativen und steuerlichen Erleichterungen im Umfeld eines Börsengangs. Ferner beauftragte das BMWi mich mit einem Gutachten, das durch einen Rechtsvergleich mit den USA und bestimmten Mitgliedstaaten der Europäischen Union die Reformmöglichkeiten entfalten sollte.

Die Erkenntnisse aus dem Gutachten konnte ich in die Diskussionen der in Berlin tagenden Arbeitsgruppe einbringen. Deren Verhandlungen mündeten in einen Abschlussbericht, der am 25. September 2015 vom Bundesminister Herrn Sigmar Gabriel, von Frau Susanne Klatten, Herrn Andreas Preuß und Herrn Jürgen Fitschen der Öffentlichkeit vorgestellt wurde. Der Abschlussbericht enthält mehrere Empfehlungen zur regulatorischen Ausgestaltung von Kapitalmärkten für Wachstumsunternehmen in Deutschland, die die Erfahrungen in den USA und anderen europäischen Ländern, insbesondere im Vereinigten Königreich und in Schweden, reflektieren. Der Rechtsvergleich hat darüber hinaus noch zu weiteren Erkenntnissen geführt, die für die Betreiber von Wachstumsmärkten in Deutschland wertvoll sein können. Von besonderem Interesse sind vor allem die vielerorts anzutreffenden alternativen Transparenzkonzepte in Gestalt von „Milestones-Berichten“ und „Current Event Reports“. Ich bin daher sehr dankbar dafür, dass das BMWi einer Veröffentlichung meines Rechtsgutachtens zugestimmt hat. Dies ermöglicht es der Praxis und Rechtswissenschaft, sich mit den ausländischen Regelungsvorbildern näher auseinanderzusetzen. Für die Betreiber alternativer Kapitalmärkte mögen die Erfahrungen in anderen Ländern Anlass für regulatorische Innovationen sein.

Die Arbeitsgruppe über administrative und steuerliche Erleichterungen im Umfeld eines Börsengangs wurde gemeinsam vom BMWi und BMF geleitet. Für die Möglichkeiten einer Teilnahme an den Gesprächen in Berlin und die Diskussionen über mein Rechtsgutachten bin ich Herrn Dr. Johannes Velling,

Leiter des Referats VIIC2 „KfW, Gründungsfinanzierung“ im BMWi, und Herrn Dr. Daniel Etzel, Referent in diesem Referat, sehr dankbar. Beide haben das Projekt mit großer Energie verfolgt und in den Gesprächen mit den Vertretern der Praxis ertragreiche Reformmöglichkeiten herausgearbeitet. Für vielfältige Anregungen in der Arbeitsgruppe danke ich ferner Herrn Udo Franke, Leiter des Referats Börsen- und Wertpapierwesen im Bundesministerium der Finanzen, und Herrn Dr. Nicolas Ostler, Referent in diesem Referat.

Die Zeit für das rechtsvergleichende Gutachten war knapp bemessen; ich habe es binnen sechs Wochen erstattet. Dies wäre ohne Unterstützung nicht möglich gewesen. Mein herzlicher Dank gilt vor allem Herrn Daniel Klingebrunn, wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht der Bucerius Law School. Herr Klingebrunn hat das Projekt die gesamte Zeit mit großer Sachkunde und Forscherdrang begleitet. Er hat zu ausländischen Regelungsvorbildern recherchiert, sich mit Steuerrechtsfragen auseinandergesetzt, mich zu den Gesprächen der Arbeitsgruppe in Berlin begleitet und war ideenreicher Gesprächspartner über die Reformmöglichkeiten. Schließlich hat er das Manuskript für die Veröffentlichung redaktionell bearbeitet.

Eine wertvolle Unterstützung bei der Analyse der Rechtstatsachen zu den alternativen Märkten in Europa habe ich ferner durch Herrn Niklas Weller, studentischer Mitarbeiter am Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht der Bucerius Law School, erfahren. Ich danke ihm sehr dafür, dass er diese Aufgabe so zuverlässig geschultert hat.

Für die Beurteilung von Reformmöglichkeiten habe ich eine Expertenfrage durchgeführt. Von 46 Teilnehmern erhielt ich Antworten und Meinungen. Dies weiß ich sehr zu schätzen!

Bedanken möchte ich mich schließlich bei Herrn Krystian Czerniecki, Partner bei Sullivan & Cromwell, für die Bereitschaft, mit mir über das US-amerikanische Kapitalmarktrecht zu sprechen. Mein dänischer Kollege Jesper Lau Hansen, Professor an der Universität von Kopenhagen, hat mir wertvolle Auskünfte zu den skandinavischen Rechtsordnungen gegeben. Auch dafür bedanke ich mich sehr.

Für die Zwecke der Veröffentlichungen habe ich das Rechtsgutachten überarbeitet und aktualisiert. Das Werk befindet sich auf dem Stand von November 2015.

Hamburg, im Dezember 2015

Prof. Dr. Rüdiger Veil

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Einführung	1
Kapitel 1: US-amerikanisches Recht	3
<i>A. Grundlagen des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts</i>	3
I. Rechtsgrundlagen.....	3
1. Kapitalmarktgesetze.....	3
2. Reformgesetze	4
II. Aufsichtsinstitutionen und Märkte	5
<i>B. Rechtspolitische Diskussion über die Entwicklung von IPOs in den USA</i>	6
I. “Access to Capital”-Conference 2011 und Bericht der IPO Task Force	6
II. Schapiro-Issa Schreiben.....	7
III. SEC Advisory Committee on Small and Emerging Companies	7
IV. Verabschiedung des JOBS Act	8
<i>C. Einführung der Kategorie der „Emerging Growth Companies“ (EGC) durch den JOBS Act</i>	9
I. Kriterien.....	9
II. Bewertung	10
<i>D. Regulatorische und administrative Erleichterungen des JOBS Act</i>	11
I. Title I (Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies)	11
1. Erleichterungen bei der Vorstandsvergütung (Sec. 102(a) JOBS Act)	11
2. Bilanzrechtliche Erleichterungen bei der Registrierung (Sec.102(b) und (c) JOBS Act).....	12

3. Erleichterungen bei der Prüfung des internen Kontrollsystems (Sec. 103 JOBS Act)	13
4. Ausnahme von zukünftigen Veränderungen bei Rotationspflichten von Buchprüfern (Sec. 104 JOBS Act)	15
5. Möglichkeit der erweiterten Investorenkommunikation (Sec. 105 JOBS Act)	15
a) Möglichkeit der Verbreitung von research reports (Sec. 105(a) JOBS Act)	16
b) Möglichkeit der Vorabkommunikation mit Finanzanalysten (Sec. 105(b) JOBS Act)	17
c) Möglichkeit der Vorabkommunikation mit Investoren (Sec. 105(c) JOBS Act)	18
d) Aufhebung der Quiet/Lockup Periods (Sec. 105(d) JOBS Act)	19
e) Fazit	20
6. Möglichkeit des vertraulichen Vor-Registrierens bei der SEC (Sec. 106(a) JOBS Act)	20
II. Title II (Access to Capital for Job Creators)	21
1. Hintergrund	21
2. Ausnahmen vom generellen Werbeverbot bei private placements durch den JOBS Act	22
3. Umsetzung durch die SEC	22
4. Bewertung	23
III. Title IV (Small Company Capital Formation)	24
1. Hintergrund	24
2. Reform durch den JOBS Act	26
3. Umsetzung durch die SEC	26
a) Grundlagen	26
b) Reform der Primärmarktpublizität	27
c) Regulatorische Anforderungen eines Tier 2-Angebots	27
4. Bewertung	28
IV. Title V (Private Company Flexibility and Growth)	29
<i>E. Kritik am und praktische Bedeutung des JOBS Act</i>	30
I. Grundlinien	30
1. Regelungsansätze	31
2. Ein neuer Sekundärmarkt für EGCs?	31
II. Praxiserfahrungen mit dem JOBS Act und den reformierten Regularien	32
1. Gesamtbild	32
2. Einzelne regulatorische Maßnahmen	33

Kapitel 2: Entwicklungen in Australien/Neuseeland	35
<i>A. Reforminitiativen</i>	35
<i>B. Errichtung eines High Growth Market in Neuseeland</i>	36
I. Anlass	36
II. Konzeption und regulatorische Erleichterungen	36
1. Zulassungsanforderungen	36
2. Regulatorische Anforderungen nach der Notierung	37
a) Grundlagen	37
b) Transparenzregime	37
aa) Überblick	37
bb) Das Konzept der key operating Milestones and targets	38
(1) Festlegung von key operating Milestones und annual targets	38
(2) Information über die Zielerreichung	38
(3) Überprüfung der KOM	39
cc) Fazit	39
III. Praxiserfahrungen	40
<i>C. Fazit</i>	40
Kapitel 3: Alternative Märkte in Europa	41
<i>A. Einführung</i>	41
<i>B. Märkte für Wachstumsunternehmen im Vereinigten Königreich</i>	42
I. Alternative Investment Market (AIM)	42
1. Grundlagen	42
2. Zulassungsverfahren	44
3. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument	45
a) Grundlagen	45
b) Mindestinhalt eines admission document	45
aa) Angaben in Bezug auf den Emittenten	46
bb) Angaben in Bezug auf die Wertpapiere	46
cc) Weitere nach Anhang 2 AIM Rules geforderte Angaben	46
c) Fazit	47
4. Regulatorische Anforderungen auf dem AIM	47
a) Marktmissbrauch	47
b) Informationspflichten	48
aa) Periodische Pflichten	48

bb) Anlassabhängige Pflichten	49
(1) Veröffentlichung kursrelevanter Informationen	49
(2) Veröffentlichung von corporate transactions.....	49
(3) Veröffentlichung diverser sonstiger relevanter Umstände	50
(4) Beteiligungstransparenz und Transparenz von Finanzinstrumenten	50
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	51
d) Bewertung	52
5. Praktische Bedeutung	53
a) Marktkapitalisierung	53
b) Handelsvolumen.....	59
c) Liquidität.....	59
d) Investorenstruktur	62
e) Praxis der Publizitätspflichten	63
II. High Growth Segment (HGS)	71
1. Grundlagen	71
2. Regulatorische Anforderungen.....	72
a) Anforderungen für eine Aufnahme in das HGS	72
b) Regulatorische Erleichterungen auf dem HGS.....	72
3. Praktische Bedeutung.....	73
III. Reformen.....	74
 <i>C. Märkte für Wachstumsunternehmen in den nordischen Staaten.....</i>	 74
I. First North Nordic.....	74
1. Grundlagen	74
2. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument	75
3. Regulatorische Anforderungen auf dem First North.....	76
a) Marktmissbrauch	76
b) Informationspflichten	76
aa) Periodische Pflichten	76
bb) Anlassabhängige Pflichten	77
(1) Pflichten auf dem First North	77
(2) Pflichten auf dem First North Premier Segment (FNPS)	78
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	78
d) Bewertung	79
4. Praktische Bedeutung.....	79
II. Reformen.....	82
 <i>D. Markt für Wachstumsunternehmen in Italien</i>	 83
I. AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale.....	83

1. Grundlagen	83
2. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument	84
3. Regulatorische Anforderungen auf dem AIM Italia/Mercato	
Alternativo del Capitale	85
a) Marktmissbrauch	85
b) Informationspflichten	85
aa) Periodische Publizität	85
bb) Anlassabhängige Publizität	85
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	86
d) Bewertung	87
4. Praktische Bedeutung	87
II. Reformen	88

E. Märkte für Wachstumsunternehmen in Belgien, Frankreich, Portugal und den Niederlanden

I. Alternext	89
1. Grundlagen	89
2. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument	90
3. Regulatorische Anforderungen auf Alternext	90
a) Marktmissbrauch	90
b) Informationspflichten	91
aa) Periodische Publizität	91
bb) Anlassabhängige Publizität	91
(1) Veröffentlichung kursrelevanter Informationen	91
(2) Beteiligungstransparenz und Transparenz von	
Finanzinstrumenten	91
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	92
d) Bewertung	92
4. Praktische Bedeutung	93
II. Reformen	94

F. Markt für Wachstumsunternehmen in Spanien

I. Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	94
1. Grundlagen	94
2. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument	95
3. Regulatorische Anforderungen auf dem Mercado	
Alternativo Bursátil	95
a) Marktmissbrauch	95
b) Informationspflichten	96
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	96
d) Bewertung	97
4. Praktische Bedeutung	97

II. Reformen.....	98
<i>G. Regelungskonzepte: Gemeinsamkeiten und Unterschiede</i>	<i>99</i>
Kapitel 4: Reformen im Steuerrecht	102
<i>A. Vereinigtes Königreich.....</i>	<i>102</i>
I. Grundlagen	102
1. Enterprise Investment Scheme (EIS).....	102
2. Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS)	103
II. Reformen.....	104
1. Erweiterung der Individual Savings Accounts (ISA).....	104
2. Reform durch den Finance Bill 2014	104
<i>B. USA.....</i>	<i>105</i>
Kapitel 5: Reformmöglichkeiten.....	109
<i>A. Einführung</i>	<i>109</i>
I. Ordnung der Themen	109
II. Erkenntnisquellen für potentielle regulatorische Maßnahmen	110
<i>B. Primärmarkt</i>	<i>111</i>
I. US-amerikanische Reformperspektiven und europäische Reformdiskussion	111
II. Prospektpflicht.....	112
1. Kleinstemissionen.....	112
2. Prospektpublizität bei der Zulassung/Einbeziehung zum Handel an einem MTF	113
3. Erleichterte Prospektanforderungen für KMU.....	114
III. Marketing-Aktivitäten	115
IV. Ergebnisse.....	117
<i>C. Sekundärmarkt.....</i>	<i>117</i>
I. „On-Ramp“ zum regulierten Markt	117
1. Besondere Anforderungen an börsennotierte Gesellschaften.....	118
a) Begriffe	118
b) Sondervorschriften	119

2. Einfluss regulatorischer Anforderungen auf die Entscheidung über einen IPO.....	120
a) Relevanz der gesellschafts- und bilanzrechtlichen Anforderungen	120
aa) Expertenmeinungen	120
bb) Argumente für die Standpunkte.....	121
b) Relevanz weiterer Anforderungen	122
c) Schlussfolgerungen	123
3. Kompetenzen für die Einführung transitorischer Befreiungen...	124
4. Bewertung	125
5. Ergebnisse	127
II. Ausgestaltung eines „KMU-Wachstumsmarkts“ auf MTF-Basis ..	128
1. Grundlagen	128
2. Begriff des KMU-Wachstumsmarkt nach der MiFID-II	129
a) Begriff des KMU-Wachstumsmarkts und Anforderungen	129
aa) MTF für KMU.....	129
bb) Anforderungen	130
b) Befugnis zum Erlass konkretisierender Bestimmungen	130
c) Fazit	131
3. Recht und Praxis des Entry Standard	131
a) Grundlagen.....	132
aa) Veröffentlichung eines Prospekts	132
bb) Anforderungen an den Emittenten.....	132
cc) Mit Antragsteller und Listing Partner	133
(1) Aufgaben und Pflichten des Mit Antragstellers.....	133
(2) Aufgaben und Pflichten des Deutsche Börse Listing Partner	134
(3) Vergleich der Intermediäre mit dem Nomad	135
b) Transparenz.....	136
aa) Publizitätsvorschriften	136
(1) Anforderungen an eine periodische und anlassabhängige Publizität.....	136
(2) Bewertung und Vergleich	137
bb) Publizitätspraxis.....	138
cc) Fazit	143
4. Ausgestaltung eines KMU-Wachstumsmarkts i.S.d. MiFID-II	144
a) Grundlagen.....	144
aa) Fokus auf die Transparenzregime	144
bb) Staatlich gesetztes versus privat gesetztes Recht	144
b) Ausgestaltung der periodischen Publizität auf einem KMU-Wachstumsmarkt	146
aa) Jahres- und Halbjahresbericht.....	146

bb) Quartalsbericht.....	147
cc) Schlussfolgerungen	148
c) Ausgestaltung der anlassabhängigen Publizität auf einem KMU-Wachstumsmarkt	148
aa) Ad-hoc-Publizitätspflichten	148
bb) Veröffentlichung anderer relevanter Informationen.....	149
(1) Veröffentlichung von Transaktionen zwischen related parties	150
(2) Beteiligungstransparenz.....	151
(3) Einführung einer Milestones-Publizität.....	152
(4) Schlussfolgerungen.....	155
d) Sonstige Aspekte.....	156
e) Spezialgesetzliche zivilrechtliche Haftung	157
5. Ergebnisse	158
Kapitel 6: Schluss	161
A. Ergebnisse	161
B. Empfehlungen der Arbeitsgruppen „Mehr Börsengänge in Deutschland“	165
Auswertung der Expertenumfrage.....	167
A. Vorbemerkung zur Auswertung	167
B. Teilnehmer der Umfrage	167
C. Regulatorische Hindernisse für KMU beim Zugang zum geregelten Markt	168
D. Erleichterungen beim IPO	170
I. Prospektpflicht.....	170
II. Marketing-Aktivitäten	172
E. Regulatorische Anforderungen an einen KMU-Wachstumsmarkt	172
I. Halbjahresfinanzbericht	172
II. Quartalsfinanzbericht.....	174
III. Milestones-Berichterstattung.....	175
IV. Offenlegung von Stimmrechtsänderungen.....	175
V. Related Party Transactions	176
VI. Lock up-Periods	177
VII. Spezialgesetzliche zivilrechtliche Haftung.....	177

Literaturverzeichnis.....	179
Sachverzeichnis.....	185

Einführung

Die FAZ hat vor einem Jahr ernüchtert konstatiert, dass der deutsche Markt für Börsengänge darnieder liege.¹ Ein Blick auf die Anzahl der Börsengänge bestätigt dies. Während es im Jahr 2006 32 und im Jahr 2007 25 Börsengänge gab, finden seitdem nicht mehr als 12 Börsengänge im Jahr statt.² Im Jahr 2013 erfolgten an der Deutsche Börse lediglich 8 IPOs. Am *Entry Standard* der Deutsche Börse sieht es nicht anders aus; 2013 war dort nur 1 IPO zu verzeichnen.³ Im Jahre 2014 wagten 8 Unternehmen den Gang auf das Börsenparkett – davon eines im *Entry Standard*. Durch das positive Börsenumfeld stieg 2015 die Anzahl der Neuemissionen und Notierungsaufnahmen im deutschen regulierten Markt auf 13 und im *Entry Standard* auf 4.⁴ Von den Hochzeiten der Jahre 1999 (175 Börsengänge) und 2000 (142 Börsengänge) ist die Praxis der IPOs hierzulande aber immer noch weit entfernt.

Die Politik will sich dieses Themas annehmen. Nach dem Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD vom 14. Dezember 2013 soll „die Einführung eines neuen Börsensegments ‚Markt 2.0‘“ geprüft werden, um „Börsengänge für junge, innovative und wachstumsstarke Unternehmen wieder zu beleben.“⁵ Die USA haben bereits 2012 unter dem Titel „*Jumpstart Our Business Startups Act*“ eine Reform unternommen, um den US-amerikanischen IPO-Markt wieder in Gang zu setzen. Auch in Australien und Neuseeland gibt es entsprechende Bemühungen. Mittlerweile ist das Thema auch in Europa in aller Munde. Die Europäische Kommission hat am 18. Februar 2015 ein Grünbuch⁶

¹ FAZ vom 19.4.2014, S. 28.

² Die Zahlen betreffen Börsengänge von Unternehmen in Deutschland am regulierten Markt. Quelle: statista, abrufbar unter <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/152876/umfrage/boersengaenge-in-deutschland-seit-2000>.

³ Zahlen nach PWC, Emissionsmarkt Deutschland. Q4 2013 Jahresrückblick, abrufbar unter http://www.pwc.de/de_DE/de/finanzierung/assets/140106-emissionsmarkt-deutschland-q4-2013.pdf.

⁴ Die Zahlen sind abrufbar unter <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/instrumente-statistiken/statistiken/primaermarktstatistiken>. Stand: 11.11.2015. Dabei handelt es sich um erstmalige Notizen und nicht um Downgradings aus dem regulierten Markt.

⁵ Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD – Deutschlands Zukunft gestalten, 14.12.2013.

⁶ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.2.2015, COM(2015) 63 final.

und am 30. September 2015 einen Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion⁷ veröffentlicht. Es ist ihr erklärtes Ziel, den Zugang von KMU zu Kapitalmärkten zu verbessern und damit deren Abhängigkeit von Bankkrediten zu verringern.⁸ Der Aktionsplan der Kommission schlägt daher vor, die Prospekttrichtlinie zu modernisieren, um eine „wahrhaft“ verhältnismäßige Regelung für KMU zu finden. Zudem sollen in enger Zusammenarbeit mit den neuen KMU-Wachstumsmärkten nach MiFID II regulatorische Hemmnisse für den Zugang kleiner Unternehmen zu öffentlichen Märkten überprüft werden, ob diese ihrem Zweck dienen. Schließlich will die Kommission auch die steuerliche Benachteiligung von Eigenkapital- gegenüber Fremdkapitalinvestitionen angehen. Das Fenster für Reformen steht daher momentan weit offen: Es ist zu untersuchen, welche Maßnahmen auf europäischer und nationaler Ebene in Betracht kommen. Dies soll durch einen Rechtsvergleich mit den USA und bestimmten Mitgliedsstaaten der Europäischen Union geschehen. Außerdem werden die Entwicklungen und Australien und Neuseeland betrachtet.

⁷ Europäische Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, 30.9.2015, COM(2015) 468 final.

⁸ Vgl. hierzu auch European *IPO Task Force*, EU IPO Report Rebuilding IPOs in Europe. Creating jobs and growth in European capital markets, 23.3.2015.

Kapitel 1

US-amerikanisches Recht

A. Grundlagen des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts

Der *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)* hat zu zahlreichen Änderungen der kapitalmarktrechtlichen Gesetze in den USA geführt. Um diese Änderungen einordnen und bewerten zu können, ist es erforderlich, im Ausgangspunkt kurz darzulegen, auf welchem Fundament das Kapitalmarktrecht in den USA – dort durchweg als *Securities Regulation* bezeichnet – steht. Außerdem soll kurz erläutert werden, wer in den USA für die Aufsicht über die Marktteilnehmer zuständig ist.

I. Rechtsgrundlagen

1. Kapitalmarktgesetze

Die wichtigsten bundesstaatlichen Kapitalmarktgesetze wurden bereits Anfang der 1930-er Jahre erlassen.¹ Zu nennen ist zunächst der *Securities Act 1933*, der das Angebot und den Verkauf von Wertpapieren regelt. Das Gesetz will erstens sicherstellen, dass Investoren alle relevanten Informationen über öffentlich angebotene Wertpapiere erhalten. Zweitens verbietet es betrügerisches Verhalten und falsche Darstellungen beim Verkauf von Wertpapieren.

Einer der zentralen Regelungsansätze des *Securities Act 1933* besteht darin, die behördliche Registrierung von Wertpapieren vorzuschreiben, wenn eine Gesellschaft die börsliche Zulassung von Wertpapieren beantragt, ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Wertpapieren abgibt oder wenn sie eine bestimmte Größe hat. Für eine Registrierung muss der Emittent zahlreiche Angaben über seine Aktien bzw. das angebotene Wertpapier, das Management und über die Jahresabschlüsse machen.

Ausnahmen von der Registrierung sind u.a. für *private offerings* vorgesehen, d.h. Angebote an eine bestimmte Anzahl von Personen bzw. Institutionen, und

¹ Näher hierzu *Soderquist/Gabaldon*, *Securities Regulation*, Chapter I; ausführlich *Loss/Seligman/Paredes*, *Fundamentals of Securities Regulation*, Volume 1, Chapter 1.

für Angebote, die einen bestimmten Umfang nicht überschreiten. So ist beispielsweise ein Verkauf an sog. *accredited investors*² und ein sog. *Regulation A*-Angebot in einem Umfang von bis zu 5 Mio. USD (bzw. seit dem *JOBS Act* bis zu 50 Mio. USD) privilegiert. Aktien, die nach einem der Ausnahmetatbestände emittiert werden (und daher nicht registriert wurden), dürfen grundsätzlich für eine Dauer von 1 Jahr nicht veräußert werden. Etwas anderes gilt für die nach *Regulation A* verkauften Aktien; es ist üblich, dass sie *Over the Counter (OTC)* gehandelt werden.

Der *Securities Exchange Act 1934* hat den Handel von Wertpapieren auf Sekundärmärkten zum Gegenstand. Er verlangt von Emittenten u.a., regelmäßig Finanzberichte zu veröffentlichen und von Investoren im Falle des Beteiligungsaufbaus Angaben darüber zu machen, welche Ziele sie verfolgen. Wichtig für einen reibungslosen Wertpapierhandel sind zudem die Regeln über Insiderhandel. Außerdem schreibt das Gesetz Börsenhändlern vor, sich behördlich registrieren zu lassen. Der *Securities Exchange Act 1934* ist schließlich auch die gesetzliche Grundlage für die *Securities Exchange Commission (SEC)*, die in den USA die Wertpapieraufsicht wahrnimmt.

Die *SEC* hat vom Kongress in zahlreichen Vorschriften die Befugnis erhalten, konkretisierende Regeln zu erlassen und Marktteilnehmer von bestimmten Regeln zu befreien. Die wohl wichtigste Vorschrift ist *SEC Rule 10b-5*, die von der *SEC* auf der Grundlage von *Sec. 10(b) Securities Exchange Act 1934* erlassen wurde und Betrug beim Kauf oder Verkauf von Wertpapieren verbietet.

2. Reformgesetze

Die US-amerikanischen Kapitalmarktgesetze wurden seit den 1930-er Jahren zahlreiche Male geändert. Dies braucht hier nicht im Detail nachgezeichnet zu werden. Es genügt, kurz auf den *Sarbanes-Oxley Act* und den *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* als die beiden wichtigsten Reformgesetze der letzten Jahre einzugehen. Wichtige regulatorische Erleichterungen des *JOBS Act* betreffen gerade Vorschriften, die durch diese beiden Gesetze eingeführt wurden.

Der *Sarbanes-Oxley Act* aus dem Jahr 2002 (*SOX*) wurde als Reaktion auf die Bilanzskandale bei *Enron* und *Worldcom* erlassen. Das Gesetz hat das Ziel verfolgt, die Verlässlichkeit der Berichterstattung von Unternehmen zu verbessern, die auf öffentlichen Kapitalmärkten in den USA notiert sind. Alle Inhalte müssen hier nicht dargestellt werden. Es soll aber festgehalten werden, dass der *SOX* einen Bilanzzeit für *CEO* und *CFO* sowie Regeln zur Unabhängigkeit von Mitgliedern des Prüfungsausschusses eingeführt, die Abschlussprüfung neu geregelt und mit dem *Public Company Accounting Oversight Board*

² Vgl. zum Begriff *SEC Rule 501 Regulation D* (vgl. 17 Code of Federal Regulations (C.F.R.) §230.501 et seq).

(*PCAOB*) ein neues Gremium zur Überwachung von Wirtschaftsprüfern geschaffen hat. Ferner hat das Gesetz die Berichterstattung im Jahresbericht neu geregelt. Seit dem *SOX* muss der Bericht eine Beurteilung der Wirksamkeit des internen Kontrollsystems (IKS) durch die Geschäftsleitung des Unternehmens und ein Urteil des Wirtschaftsprüfers über die Wirksamkeit des IKS enthalten.

Das zweite Reformgesetz ist der als Reaktion auf die Finanzmarktkrise 2007 erlassene *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (*Dodd-Frank Act*). Dessen *Title IX* enthält zahlreiche Vorschriften, die den Anlegerschutz verbessern sollen. Dazu gehören auch Neuregelungen der Corporate Governance, wie etwa die Pflicht, dass die Hauptversammlung über die Vergütung der Geschäftsleiter beschließt.

II. Aufsichtsinstitutionen und Märkte

Die Aufsicht über die registrierten Wertpapiermärkte wird von der *SEC* wahrgenommen. Die *SEC* interpretiert das auf Bundesebene erlassene Wertpapierrecht, erlässt neue Regeln und überwacht Marktteilnehmer, wie etwa Wertpapierfirmen, Broker und Anlageberater, sowie bestimmte private Organisationen. Dazu kann sie auch Sanktionen verhängen.

Eine private Organisation, die von der *SEC* überwacht wird, ist die *Financial Industry Regulatory Authority* (*FINRA*). Dabei handelt es sich um eine aus der Selbstregulierung hervorgegangene unabhängige Organisation, die für *Broker/Dealer* Regeln aufstellt. Die *SEC* genehmigt die von der *FINRA* erlassenen Regeln.

Erwähnenswert ist ferner das *Financial Accounting Standards Board* (*FASB*). Das *FASB* entwickelt Rechnungslegungsstandards, die offiziell noch durch die *SEC* und das *American Institute of Certified Public Accountants* (*AICPA*) bestätigt werden müssen.

Die Aktienmärkte sind in den USA – ähnlich wie in Europa – zweigeteilt. Einerseits gibt es registrierte Märkte³ (vergleichbar mit den regulierten Märkten in Deutschland). Diese Märkte unterliegen der Aufsicht durch die *SEC*. Andererseits werden Wertpapiere auch auf *OTC*-Märkten gehandelt (vergleichbar mit dem Freiverkehr in Deutschland).

³ Dazu *Loss/Seligman/Paredes*, *Fundamentals of Securities Regulation*, Volume 1, S. 1038.

B. Rechtspolitische Diskussion über die Entwicklung von IPOs in den USA

I. “Access to Capital”-Conference 2011 und Bericht der IPO Task Force

Erster Höhepunkt der in den USA geführten Reformdiskussion war die vom *U.S. Department of the Treasury* im März 2011 veranstaltete Konferenz “*Access to Capital: Fostering Growth and Innovation for Small Companies*.”⁴ Aus dieser Konferenz heraus bildete sich eine aus 18 Personen bestehende Gruppe von Praktikern und Wissenschaftlern. Diese sog. *IPO Task Force* verfolgte erstens das Ziel, die Herausforderungen zu untersuchen, die für Wachstumsunternehmen bei einem IPO bestehen. Zweitens arbeitete sie Empfehlungen aus, damit Wachstumsunternehmen für die Schaffung von Arbeitsplätzen und weiteres Wachstum Zugang zu Kapital erhalten.

Am 20. Oktober 2011 legte die *IPO Task Force* dem *U.S. Department of the Treasury* ihren Bericht vor.⁵ Sie führte zunächst aus, dass *Emerging Growth Companies (EGCs)* von herausragender Bedeutung für die US-amerikanische Wirtschaft seien.⁶ Die Anzahl der IPOs sei aber im letzten Jahrzehnt massiv zurückgegangen. Während der Höchststand an IPOs im Jahr 1996 bei 791 gelegen habe, seien zwischen 2001 und 2008 nur noch durchschnittlich 157 IPOs jährlich erfolgt.⁷ Ein weiteres Problem sei, dass die Unternehmen mittlerweile doppelt so viel Zeit benötigen würden, um zum Kapitalmarkt zu kommen. Zwischen 1997 und 2001 sei das Durchschnittsalter der Unternehmen zum Zeitpunkt des IPO 5 1/2 Jahre gewesen, zwischen 2006 und 2011 dagegen mehr als 9 Jahre.⁸

Die Experten erklärten diese Entwicklungen mit den in den letzten Jahren gestiegenen regulatorischen kapitalmarktrechtlichen Anforderungen (*changes in the regulatory environment*), die die Kosten für *going public* und *staying public* beträchtlich erhöht hätten.⁹ Ferner reklamierten sie einen beschränkten

⁴ Informationen zur Konferenz sind abrufbar unter <http://www.treasury.gov/press-center/news/Pages/access-to-capital.aspx>.

⁵ *IPO Task Force*, *Rebuilding the IPO On-Ramp*, 20.10.2011.

⁶ Von 1980 bis 2005 seien weniger als fünf Jahre alte Firmen für den gesamten Nettoanstieg in der Beschäftigung verantwortlich gewesen. Außerdem würden 92% des Beschäftigungswachstums nach einem IPO erfolgen. Vgl. *IPO Task Force*, *Rebuilding the IPO On-Ramp*, S. 5 unter Berufung auf *Venture Impact Study 2010* durch *IHS Global Insight*.

⁷ Vgl. *IPO Task Force*, *Rebuilding the IPO On-Ramp*, S. 6 unter Berufung auf *JMP Securities, Dealogic*.

⁸ Vgl. *IPO Task Force*, *Rebuilding the IPO On-Ramp*, S. 6 unter Berufung auf Thomson Reuters, *National Venture Capital Association*.

⁹ Vgl. *IPO Task Force*, *Rebuilding the IPO On-Ramp*, S. 6 und 10 (eine selbst erhobene Studie habe durchschnittliche Kosten von 2,5 Mio. USD für *going public* und durchschnittliche jährliche Kosten für *staying public* in Höhe von 1,5 Mio. USD ergeben).

Zugang der Investoren zu Informationen über Wachstumsunternehmen¹⁰ und stellten ein verändertes Investitionsverhalten der Investmentbanken fest.¹¹

Die *IPO Task Force* unterbreitete daher drei Empfehlungen für die Gesetzgebung und eine Empfehlung für Marktteilnehmer, die jeweils zahlreiche konkrete Vorschläge enthielten.¹² An die Gesetzgebung gerichtet war die Empfehlung, den Zugang von Wachstumsunternehmen zu Kapitalmärkten dadurch zu verbessern, dass *EGCs* von bestimmten regulatorischen Anforderungen vorübergehend befreit werden (sog. „*On-Ramp*“ for emerging growth companies“), die Empfehlung, den Informationsfluss vor und nach einem IPO zu verbessern und auch die Empfehlung, die Steuersätze für Investoren zu senken, die nach einem IPO eines Wachstumsunternehmens die erworbenen Anteile mindestens zwei Jahre halten. An die Adresse der Marktpraxis ging die Empfehlung, Emittenten besser mit den Kapitalmarktgegebenheiten vertraut zu machen.

II. Schapiro-Issa Schreiben

Ein weiterer wichtiger Hintergrund des *JOBS Act* stellt die Korrespondenz zwischen *SEC* Chairman *Mary Schapiro* und Rep. *Darrell Issa*, Chairman of the *House Oversight Committee*, dar.¹³ *Schapiro* erklärte gegenüber *Issa*, die *SEC* werde die regulatorischen Anforderungen überprüfen, um unnötige und unverhältnismäßige Kosten für Gesellschaften auf Kapitalmärkten zu vermeiden. Ferner kündigte sie in einem Schreiben vom 9. April 2011 an, ein *SEC Advisory Committee on Small and Emerging Companies* zu schaffen. Neben zahlreichen einzelnen Vorschriften thematisierten *Schapiro* und *Issa* auch Crowdfunding als neuartige populäre Form der Unternehmensfinanzierung.

III. SEC Advisory Committee on Small and Emerging Companies

Am 4. Oktober schuf die *SEC* das von *Schapiro* angekündigte *Advisory Committee on Small and Emerging Companies*. In mehreren Schreiben an *Schapiro* legten die Stakeholder dar, dass regulatorische Erleichterungen für kleine Unternehmen und Wachstumsunternehmen geeignet seien, um den Markt für IPOs in den USA zu beleben. Außerdem regten sie an, dass vor allem bei *private offerings* Werbung in stärkerem Maße als bislang zugelassen sein sollte. Dies

¹⁰ Vgl. *IPO Task Force*, *Rebuilding the IPO On-Ramp*, S. 8.

¹¹ Vgl. *IPO Task Force*, *Rebuilding the IPO On-Ramp*, S. 8 (Investmentbanken würden sich statt langfristiger Investitionen in Wachstumsunternehmen zunehmend mit Hochfrequenzhandel beschäftigen).

¹² Vgl. *IPO Task Force*, *Rebuilding the IPO On-Ramp*, S. 17 ff.

¹³ Ausführlich *Hamilton*, *Jumpstart Our Business Startups Act*, S. 11 ff.

begründete das *Committee* damit, dass sich *private offerings* an *accredited investors*¹⁴ richteten und daher ein Anlegerschutz durch Werbeverbot nicht erforderlich sei.

IV. Verabschiedung des *JOBS Act*

Am 5. April 2012 unterzeichnete Präsident *Barack Obama* den „*Jumpstart Our Business Startups Act*“ (*JOBS Act*).¹⁵ Der *JOBS Act* greift einen Großteil der von der *IPO Task Force* unterbreiteten Empfehlungen auf. Darüber hinaus berücksichtigt er auch die Themen, die von *Schapiro* und *Issa* in ihrer Korrespondenz sowie vom *SEC Advisory Committee on Small and Emerging Companies* behandelt wurden. Das Gesetzeswerk verfolgt drei Ziele. Erstens will es den Markt für IPOs in den USA wiederbeleben („*creating an IPO on-ramp*“). Zweitens sollen Unternehmen über das Internet durch *crowdfunding* Kapital generieren können. Drittens werden einige veraltete Regelungen reformiert.

Der *JOBS Act* weist acht *Titles* mit den folgenden Inhalten auf:

- *Title I* über „*Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies*“ definiert *Emerging Growth Companies (EGC)* und sieht für sie diverse regulatorische Ausnahmen und Privilegien vor. Ferner wird die Kommunikation mit Investoren vor dem IPO einer *EGC* liberalisiert.
- *Title II* betrifft „*Access to Capital for Job Creators*“. Die *SEC* muss Ausnahmen von den gesetzlichen Registrierungs- und Prospektspflichten vorsehen. Es soll sichergestellt sein, dass Wertpapiere an *accredited investors* ohne Registrierung verkauft werden können. Ferner wird dafür das generelle Werbeverbot teilweise aufgehoben.
- *Title III* hat die Eigenkapitalaufnahme über Internetplattformen („*Crowdfunding*“) zum Gegenstand.
- *Title IV* behandelt „*Small Company Capital Formation*“. Der *SEC* wird aufgetragen, ihre Regulierung so zu verändern, dass kleine Unternehmen bei einem überschaubaren Angebot geringeren Transparenzpflichten unterliegen.
- *Title V* sieht unter dem Titel „*Private Company Flexibility and Growth*“ Erleichterungen für Kapitalgesellschaften bei der Registrierungspflicht vor.
- *Title VI* gewährt unter der Überschrift „*Capital Expansion*“ weitere Erleichterungen bei der Registrierungspflicht für kleinere Banken und Sparkassen.
- *Title VII* über „*Outreach on Changes to the Law*“ verpflichtet die *SEC*, bestimmte Unternehmen (*SMEs*, *woman-owned*, *veteran-owned*, *minority-owned businesses*) über die Änderungen durch den *JOBS Act* zu informieren.

¹⁴ Siehe zum Begriff die in Fn. 2 genannte Vorschrift.

¹⁵ Zuvor hatten am 8.3.2012 das *U.S. House of Representatives* mit 390 zu 23 Stimmen, am 22. März 2012 der *U.S. Senate* mit 73 zu 26 Stimmen und am 27.3.2012 erneut das *U.S. House of Representatives* mit 380 zu 41 Stimmen zugestimmt. Das *U.S. House of Representatives* musste erneut befasst werden, da der *U.S. Senate* eine Änderung beschlossen hatte.

Für diese rechtsvergleichende Untersuchung sind *Title I, II, IV* und *V* von Interesse. Auf sie wird im Folgenden näher eingegangen. Da ein Großteil der Regelungen für *EGCs* gilt, soll zunächst diese Kategorie erläutert werden [unter C.]. Im Anschluss werden die administrativen Erleichterungen für *EGC* dargestellt [unter D.]. Zu guter Letzt soll die Kritik an den Neuregelungen reflektiert und die praktische Bedeutung des *JOBS Act* für die Entwicklung des US-amerikanischen IPO-Markts aufgezeigt werden [unter E.].

C. Einführung der Kategorie der „*Emerging Growth Companies*“ (EGC) durch den *JOBS Act*

Die Eigenschaft als *EGC* ist Voraussetzung für sämtliche regulatorische Erleichterungen und Privilegien des *Title I*. Für die Anwendung der in den anderen *Titles* vorgesehenen Vorschriften ist sie nicht relevant. Für Emittenten, deren erstmaliger IPO vor dem 8. Dezember 2011 stattfand, gelten die Erleichterungen des *Title I* nicht.

I. Kriterien

Sec. 101 *JOBS Act*¹⁶ definiert eine *Emerging Growth Company (EGC)* als einen Emittenten, dessen Bruttoumsatz im letzten Geschäftsjahr weniger als 1 Mrd. USD betrug.¹⁷ Ein solcher Emittent verliert die Eigenschaft als *EGC*, wenn am letzten Tag eines folgenden Geschäftsjahrs die Umsatzgrenze erreicht oder überschritten wird, spätestens am letzten Tag des fünften Geschäftsjahrs nach dem erstmaligen öffentlichen Verkauf von *common equity securities*. Darüber hinaus verliert der Emittent die Eigenschaft als *EGC* an dem Tag, an dem die Summe der in den drei Jahren zuvor emittierten, nicht wandelbaren Schuldverschreibungen 1 Mrd. USD überschreitet. Schließlich geht der Status als *EGC* an dem Tag verloren, an dem der Emittent als *large accelerated filer* angesehen wird. Dies ist der Fall, wenn der Streubesitz 700 Mio. USD überschreitet.¹⁸

Die gesetzliche Definition entspricht im Wesentlichen der Empfehlung der *IPO Task Force*.¹⁹ Die von der *IPO Task Force* bereits vorgeschlagenen Kriterien von 1 Mrd. USD Umsatz und 700 Mio. USD Streubesitz sollen eine „erwachsene“ Gesellschaft beschreiben, die die Regularien der *SEC* bereits zum

¹⁶ Die Vorschrift ändert Sec. 2(a) *Securities Act 1933* und Sec. 3(a) *Securities Exchange Act 1934* indem sie den Begriff der „*emerging growth company*“ einführt und identisch definiert.

¹⁷ Die Umsatzgrenze soll durch die *SEC* an die Inflation angepasst werden.

¹⁸ Der Begriff wird definiert in Sec. 240.12b-2 *Title 17 Code of Federal Regulation*. Vgl. auch *Hamilton, Jumpstart Our Business Startups Act*, S. 20 („*public float*“).

¹⁹ Vgl. *IPO Task Force, Rebuilding the IPO On-Ramp*, S. 20.

Zeitpunkt des IPO unproblematisch befolgen kann.²⁰ Nicht durchzusetzen vermochte sich im Gesetzgebungsverfahren die Forderung, einen Betrag von 750 Mio. USD als Maximalumsatz vorzusehen. Auch eine Pflicht zur Kennzeichnung als *EGC* gegenüber Investoren wurde abgelehnt, weil befürchtet wurde, dass dies zu einer Stigmatisierung von *EGCs* führen könne.²¹

Da es nicht unüblich ist, dass sich Unternehmen über Fremdkapital finanzieren und ab einer gewissen Größenordnung ebenfalls die Allgemeinheit geschützt werden müsse, wurde im weiteren Gesetzgebungsprozess eine maximale Verschuldensgrenze von ebenfalls 1 Mrd. USD festgelegt.²² Um mehr Unternehmen die Ausnahme zugutekommen zu lassen, entstand die Anpassung an die Inflationsrate.²³

Festzuhalten ist schließlich, dass eine Gesellschaft sich freiwillig dafür entscheiden kann, die allgemeinen Regularien zu beachten (*opt-in*). Dann verliert sie ihren Status als *EGC* (vgl. Sec. 107 JOBS Act).

II. Bewertung

Die *IPO Task Force* hatte argumentiert, dass der „*one-size-fits-all*“-Ansatz der US-amerikanischen Regulierung seit den 1990-er Jahren mehrere hundert Unternehmen von einem IPO abgehalten habe.²⁴ Der Regelungsansatz, Wachstumsunternehmen von regulatorischen Anforderungen auf dem Primär- und Sekundärmarkt zeitweise zu befreien, um sie zu einem IPO zu bewegen, stieß auch auf breite Zustimmung. Kritisiert wurde aber die Definition einer *EGC*.

SEC Chairman Mary Schapiro machte in einem Brief an das *Senate Banking Committee* einerseits klar, sie unterstütze das Ziel, kleinen Unternehmen durch die Gewährung von Ausnahmen zu einem IPO zu verhelfen, wandte sich andererseits aber gegen die Schwelle von 1 Mrd. USD, die sie als zu hoch erachtete. Sie befürchtete vor allem, dass die Auswirkungen auf den Investorenschutz unklar seien und plädierte daher für eine niedrigere Schwelle.²⁵

Die Kritik an der Schwelle von 1 Mrd. USD hält auch nach Inkrafttreten der Vorschriften für *EGCs* an. Es wird in der Literatur geltend gemacht, dass der Begriff *emerging* irreführend sei, da er darauf hindeute, dass ein Unternehmen

²⁰ Vgl. *Hamilton*, Jumpstart Our Business Startups Act, S. 20 unter Berufung auf Rep. *Fincher*.

²¹ Vgl. *Hamilton*, Jumpstart Our Business Startups Act, S. 20.

²² Die Regelung, dass die Eigenschaft als *EGC* verloren geht, wenn der Emittent nicht wandelbare Schuldverschreibungen in Höhe von 1 Mrd. USD emittiert hat, geht auf einen Änderungsantrag von Rep. *Sheila Jackson Lee* zurück. Vgl. *Hamilton*, Jumpstart Our Business Startups Act, S. 20.

²³ Dies war der Vorschlag von Rep. *McIntyre*. Vgl. *Hamilton*, Jumpstart Our Business Startups Act, S. 20.

²⁴ Vgl. *IPO Task Force*, Rebuilding the IPO On-Ramp, S. 8 und 11.

²⁵ *Schapiro*, Letter to Senate Banking Committee, 13.3.2012, S. 2 (“*lower annual revenue threshold*”).

Sachverzeichnis

- Ad-Hoc-Publizitätspflicht* 28, 38, 49, 63, 77, 78, 85, 96, 99, 123, 136, 138, **148**
- Admission Document*
– siehe Prospekt 44
- Advisor* 37, 75, 84, 90, 95, **133**
- AIM Italia* 83
- Aktientreuhand 30
- Alternative Investment Market (AIM) 42, 102
- Alternext* 89
- Beteiligungstransparenz 50, 86, 91, 100, 137, **151**, 175
- Börsenregularien 37, 43, 71, 75, 83, 89, 94
- Certified Adviser*
– siehe *Advisor* 75
- Corporate Governance 37, 78, 86, 118, 122
- Corporate Governance Kodex 51, 73, 79, 99, 119, 124
- Dodd-Frank Act* 5, 11, 14
- Einkommensteuer 102, 105
- Emerging Growth Company* 8, **9**, 32
- Enterprise Investment Scheme (EIS)* 102
- Entry Standard 131
- Euronext* 89
- Financial Conduct Authority (FCA)* 43
- Finanzanalysten **17**, 116
- Finanztransaktionssteuer
– siehe *Stamp Duty* 104
- First North Nordic* 74
- First North Premier Segment (FNPS)* 75
- Frauenquote 120, 126
- Gowex* 98
- Handelsvolumen 59
- High Growth Market* 36
- High Growth Segment (HGS)* 42, 71
- Income Tax*
– siehe Einkommensteuer 102
- Individual Savings Accounts (ISA)* 104
- Informationshaftung 157, 177
- Internal Revenue Code*
– siehe Einkommensteuer 105
- Internes Kontrollsystem 13, 119, 133
- Investorenkommunikation **15**, 111
- Investorenstruktur 62, 82
- IPO Task Force* 2, **6**, 23, 118, 180
- JOBS Act **8**, 32, 71, 111, 179, 180
- Kapitalertragsteuer 103
- Kleinstemissionen 112, 170

- KMU-Wachstumsmarkt 128, **129**
- Liquidität **59**, 81, 105
- Listing Partner*
– siehe *Advisor* 133
- Listing Sponsor*
– siehe *Advisor* 90
- Lock-Up-Period* 97, 156, 177
- London Stock Exchange (LSE)* **42**,
84
- Marktkapitalisierung 36, 53, 79,
87, 93
- Marktmissbrauch 47, 76, 85, 90,
95
- Mary Schapiro* 7, 10
- Mercado Alternativo Bursátil*
(MAB) 94
- Milestones* 25, 27, **38**, 39, 100,
152, 175, 178, 182
- Mit Antragsteller 133
- Multilaterale Handelssysteme
(MTF) **41**, 129, 171
- Neuseeland 36
- New Zealand Exchange (NZX) 36
- Nominated Adviser* 43
- Offering Statement* 27
– siehe *Prospekt* 27
- On-Ramp* 7, 117, 126, 180
- Periodische Pflichten 37, 48, 76,
85, 91, 96, 99, 123, 136, **146**,
173
- Pre-filing*
– siehe *Vertrauliche*
Registrierung 21
- Private Placements* **3**, 21, 23
- Prospekt* 25, 37, 45, 72, 75, 84, 90,
95, **99**, 111, 113, 132, 171
- Qualified Small Business Stock*
(QSBS) 105
- Quiet Period* **19**, 34
- Rechnungslegung 13, 34, 51, 76,
86, 96, 114, 119, 122, 123, 147,
168, 174
- Registered Advisor*
– siehe *Advisor* 95
- Regulation A* 4, **24**, 26, 31, 182
- Regulation D* 21
- Related Party Transactions* 37, 49,
101, 120, 121, 150, 176
- Research Report* **16**, 19, 34, 116
- Rotationspflicht **15**
- Rule 506* 21, 23, 182
- Sarbanes-Oxley Act* 4, 13
- Securities Act 1933* 3
- Securities Exchange Act 1934* 4,
29
- Securities Exchange Commission*
4
- Seed Enterprise Investment*
Scheme (SEIS) 103
- Sekundärmarkt 31, 38, 117, **144**
- Stamp Duty* 104
- Streubesitz 9, 37, 72, 75, 84, 133
- Testing the Waters* **18**, 34
- Veräußerungsgewinne 103, 106
- Vertrauliche Registrierung **20**, 33,
115
- Vorstandsvergütung **11**, 31, 33,
120, 121
- Werbeverbot **22**, 23, 111
- Zulassungsverfahren 44, 72, 75,
84, 89, 94, **99**