



SIDLEY AUSTIN LLP
787 SEVENTH AVENUE
NEW YORK, NY 10019
(212) 839 5300
(212) 839 5599 FAX

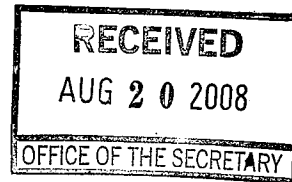
jmclaughlin@sidley.com
(212) 839-5312

BEIJING
BRUSSELS
CHICAGO
DALLAS
FRANKFURT
GENEVA
HONG KONG
LONDON
LOS ANGELES
NEW YORK
SAN FRANCISCO
SHANGHAI
SINGAPORE
SYDNEY
TOKYO
WASHINGTON, D.C.

FOUNDED 1866

August 15, 2008

The Honorable Christopher Cox, Chairman
The Honorable Kathleen L. Casey
The Honorable Elisse B. Walter
The Honorable Luis A. Aguilar
The Honorable Troy A. Paredes
Securities and Exchange Commission
100 F Street, NE
Washington, DC 20549



57-04-08

Re: Proposed Amendments to Rule 12g3-2(b) (File No. ~~S7-18-07~~)

Ladies and Gentlemen:

Earlier this year, I wrote the enclosed article for Boersen-Zeitung, a German financial publication, on the amendments to Rule 12g3-2(b) proposed in SEC Release No. 34-57350 (February 19, 2008).

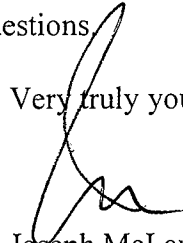
As you can see from the enclosed English translation, the article makes the following points:

1. Conditioning the Rule 12g3-2(b) exemption on a foreign company's ADTV in the United States being less than 20% means that a company could be required to register under the 1934 Act where it has taken no steps to enter the U.S. capital markets. This would reverse a policy adopted by the SEC more than 40 years ago.
2. The proposed amendments would make it easier for depositary banks to establish unsponsored ADR programs for foreign companies without the consent or involvement of those companies, potentially increasing their ADTV in the United States to the point where they might be required to register under the 1934 Act.
3. If adopted, the proposed amendments would motivate foreign companies to take steps to discourage the trading of their equity securities in the United States, none of which would be in the interests of U.S. investors.

The Honorable Christopher Cox, Chairman
The Honorable Kathleen L. Casey
The Honorable Elisse B. Walter
The Honorable Luis A. Aguilar
The Honorable Troy A. Paredes
August 15, 2008
Page 2

Please let me know of any questions

Very truly yours,



Joseph McLaughlin

cc: John W. White
Brian Cartwright
Thomas Kim
Nancy M. Morris

U.S. Threatens New Reporting Obligations for Foreign Companies

[English translation of article in Börsen-Zeitung, April 5, 2008]

Joseph McLaughlin¹
Susanne Schneider²

The SEC has proposed a rule that would for the first time force an as-yet unknown number of German and other non-U.S. companies to accept full SEC reporting obligations as well as to comply with all the requirements of Sarbanes-Oxley. The new rule, proposed in February 2008, would exceed long-established limits on the SEC's jurisdiction. It would mark an abrupt reversal of the SEC's recent efforts to accommodate non-U.S. companies and to make the U.S. capital markets more competitive.

By way of background, under the SEC's current rules, a company can become subject to SEC reporting obligations and Sarbanes-Oxley by listing its securities on a U.S. exchange (including Nasdaq) or by making a public offering of securities registered with the SEC. In addition, a company with a large number of stockholders may for this reason alone have to become an SEC-reporting company and accept the obligations of Sarbanes-Oxley.

Home Country Reporting Exemption

This is not the case, however, for non-U.S. companies if they take advantage of the "Home Country Reporting Exemption." The exempted companies are required to

¹ Partner in the New York office of Sidley Austin LLP.

² German Attorney; Foreign Associate in the New York office of Sidley Austin LLP.

furnish the SEC only with information that they make public or send to security holders in their home country.

In practice, the exemption has not been a significant burden for the exempted companies. It is also true that many non-U.S. companies that should theoretically apply for the exemption have not bothered to do so. Once the exemption is obtained, however, there is no limit on the number of U.S. holders or the amount of unlisted trading that can take place in the United States.

The SEC adopted the Home Country Reporting Exemption more than 40 years ago following considerable controversy over how the SEC should apply to non-U.S. companies the 1964 amendments to the Securities Exchange Act of 1934. These amendments required companies not listed on a U.S. exchange to become SEC-reporting companies if they had more than 500 holders of their equity securities. The U.K. and Canadian governments and private bar groups had protested the application of SEC reporting requirements to companies that had not taken any action to access the U.S. capital markets or to have their securities traded in the United States, and the SEC responded to these objections by making the Home Country Reporting Exemption easy to obtain and easy to comply with.

As of a recent date, nearly 700 non-U.S. companies had obtained the Home Country Reporting Exemption. Not all of these companies had done so because they had a large number of U.S. holders of their equity securities: some had done so in order to be able to have an unlisted so-called ADR facility (American Depositary Receipts) in the United States or as a means of complying with the information requirements applicable to so-called Rule 144A offerings.

The rule proposed in February 2008 would make it unnecessary for non-U.S. companies to apply for the Home Country Reporting Exemption so long as they comply with specified conditions. One of these is the publication of specified home country disclosure documents, in English, on their websites or through an electronic information delivery system. This would make it unnecessary for these companies to furnish paper home country disclosure documents to the SEC, as required under the current rule.

A new proposed requirement is the maintenance of a listing on a “primary trading market” outside the United States. Most non-U.S. companies should not object to this requirement, which the SEC regards as necessary to assure that there is a non-U.S. jurisdiction that principally regulates and oversees the issuance and trading of the companies’ securities and their disclosure obligations to investors.

Reliance on Trading Volume

The problem with the SEC proposal is that it would make the Home Country Reporting Exemption unavailable if the average daily trading volume of the company’s common stock for its most recent fiscal year has been greater than 20% of worldwide average daily trading volume for the same period.

If a company could not meet this condition, and if it had more than 500 worldwide and 300 U.S. stockholders, it would have to become an SEC-reporting company. It would do so by filing an initial and then annual reports on Form 20-F together with periodic reports on Form 6-K. The SEC has also proposed that the deadline for annual reports on Form 20-F be reduced from six months after a company’s fiscal year to four months and, eventually for larger companies, to three months.

By becoming an SEC-reporting company, a non-U.S. company also becomes subject to the requirements of Sarbanes-Oxley. These include the obligation of the chief executive and financial officers to certify the accuracy of the annual report and to assure the company's compliance with the requirements regarding internal control over financial reporting. Both of these have led many non-U.S. companies to leave the SEC reporting system since more liberal deregistration rules became effective in June 2007.

Because companies cannot control where trading in their securities takes place, the SEC proposals represent a sharp break with the agency's policy over the past 40 years of requiring non-U.S. companies to become SEC-reporting companies only where they voluntarily list their securities on a U.S. exchange or make a public offering of their securities registered with the SEC.

The SEC justifies the proposed rules on the basis of U.S. investors' increased interest in non-U.S. securities, including in particular "the increased use of ADR facilities by foreign companies to trade their securities in the United States." Of course, ADR facilities are not necessarily "used" by non-U.S. companies and certainly not for the purpose of the companies' own "trading" of their securities in the United States. In the case of a so-called "sponsored" ADR facility, where the company in cooperation with a depositary bank establishes a program and makes it available to its U.S. shareholders, the issuer's motivation is simply to provide its U.S. holders with a convenient format for trading the underlying shares. And so-called unsponsored ADR facilities can be established by U.S. depositary banks and market-makers for their own profit-making purposes and without any involvement by or benefit to the non-U.S. issuer.

Ironically, the SEC states that one benefit of the “automatic” conferral of the Home Country Reporting Exemption will be to facilitate the establishment of more ADR facilities. This ignores the likely result that the depositary banks will profit more from these facilities than the companies themselves. Thanks to the new proposal, the depositary banks will be able to create new ADR programs at will and without the need for any action by the subject companies. Of course, this means that U.S. trading may increase, perhaps to the point where the subject companies may lose their eligibility for the Home Country Reporting Exemption and have to become SEC-reporting companies.

Thresholds

The SEC requests comment on whether the trading threshold should be 20%, as it proposes, or some lower or higher percentage. It also requests “specific examples” of companies that would lose the Home Country Reporting Exemption as a result of the proposed changes. Many affected companies will be understandably reluctant to identify themselves to the SEC. The SEC also asks whether it should provide a transition period for such companies or permanently “grandfather” them.

The SEC’s requests for comment do not address what is perhaps the fundamental objection to the proposed rule, which is why a German or other non-U.S. company that has not voluntarily sought out a U.S. listing or the benefits of a U.S. public offering of securities should be compelled to comply with Sarbanes-Oxley and with SEC reporting requirements just because U.S. investors, market makers or depositary banks find it convenient to trade the company’s securities in the United States.

Methods of Avoidance

Unless the SEC modifies its proposal to remove this fundamental objection, it may find that affected non-U.S. companies will take measures to discourage the trading of their equity securities in the United States. Such measures could include terminating sponsored ADR facilities and attempts to persuade depositary banks to terminate unsponsored facilities and to refrain from setting up new facilities. The result would be further damage to the international competitiveness of the U.S. securities and capital markets. Comments are due on the SEC's proposal by April 25, 2008.

GASTBEITRAG

In den USA drohen neue Berichtspflichten für Ausländer

Börsen-Zeitung, 5.4.2008
Die US-Börsenaufsicht SEC hat einen Regelungsvorschlag unterbreitet, der zur Folge hätte, dass eine bislang unbekannt Zahl deutscher und anderer nichtamerikanischer Unternehmen sich erstmals vollständig den Berichtspflichten der SEC unterwerfen und die Anforderungen des Sarbanes-Oxley Act erfüllen müsste. Durch die neue Regelung, deren Entwurf im Februar 2008 vorgelegt wurde, würde eine lang etablierte Zuständigkeitsbeschränkung der SEC aufgehoben. Der Vorschlag stellt eine abrupte Abkehr der jüngst seitens der SEC unternommenen Bemühungen dar, nichtamerikanischen Unternehmen den Einstieg in die US-Kapitalmärkte zu erleichtern und diese Märkte dadurch wettbewerbsfähiger zu machen.

Zum Hintergrund: Nach der derzeit geltenden Regelung der SEC unterliegen alle Unternehmen den Berichtspflichten der SEC und des Sarbanes-Oxley Act, wenn sie entweder ihre Wertpapiere an einer amerikanischen Börse (einschließlich der Nasdaq) notieren lassen oder bei der SEC registrierte Wertpapiere öffentlich anbieten. Darüber hinaus können Unternehmen mit einer hohen Anzahl von Aktionären allein aus diesem Grund gegenüber der SEC berichtspflichtig sein und den Anforderungen von Sarbanes-Oxley unterliegen.

Befreiung

Dies gilt allerdings nicht für nichtamerikanische Unternehmen, die eine Befreiung – die sogenannte „Home Country Reporting Exemption“ – beantragen. Die befreiten Unternehmen sind lediglich verpflichtet, der SEC dieselben Berichte und Mitteilungen zukommen zu lassen, die sie auch in ihrem jeweiligen Heimatstaat veröffentlichen oder den Aktionären zuleiten.

In der Praxis hat diese Regelung die Unternehmen bislang wenig belastet. Allerdings gibt es viele nichtamerikanische Unternehmen, die theoretisch eine Home Country Reporting Exemption beantragen müssten, sich jedoch nicht die Mühe gemacht haben, dies zu tun. Sobald die Befreiung erteilt ist, gibt es keinerlei Beschränkung hinsichtlich der Anzahl der US-Aktionäre oder des Handelsvolumens der Aktien des jeweiligen Unternehmens innerhalb der USA.

Die SEC hat die Home Country Reporting Exemption vor mehr als 40 Jahren eingeführt. Vorher war sehr kontrovers diskutiert worden, wie die SEC die aus dem Jahre 1964 stammenden Änderungen des Securities Exchange Act von 1934 auf nichtamerikanische Unternehmen anwenden sollte. Das Gesetz sah vor, dass nicht an einer US-Börse notierte Unternehmen der SEC-Berichtspflicht grundsätzlich unterliegen würden, wenn sie mehr als 500 Aktionäre hätten. Auf Protest der britischen und kanadischen Regierung sowie privater Juristenvereine, die es rügten, die SEC-Berichtspflichten auf Unternehmen anzuwenden, die keinen Zugang zu den US-Kapitalmärkten gesucht hatten, gestaltete die SEC die

Home Country Reporting Exemption schließlich als Ausnahmeregelung aus, deren Voraussetzungen leicht zu erfüllen waren.

Bislang haben nahezu 700 nichtamerikanische Unternehmen von der Home Country Reporting Exemption Gebrauch gemacht. Nicht alle Unternehmen haben diese Befreiung wegen ihres großen Anteils an US-Aktionären beantragt, sondern vielmehr um entweder auf diesem Weg ein außerbörsliches sogenanntes ADR-Programm (American Depositary Receipt) in den USA zu ermöglichen, oder aber um den Informationsanforderungen für sogenannte Rule-144A-Angebote zu genügen.

Nach den im Februar dieses Jahres vorgelegten Regelungsvorschlä-



Joseph
McLaughlin

Partner im
New Yorker
Büro der Kanzlei
Sidley Austin

gen würde die Home Country Reporting Exemption für nichtamerikanische Unternehmen automatisch greifen, sobald bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind. Zu diesen Voraussetzungen gehört unter anderem die Veröffentlichung bestimmter „Home Country Disclosure Documents“ (Publizitätsunterlagen) auf Englisch auf den Internetseiten des jeweiligen Unternehmens oder durch ein elektronisches Informationsübertragungssystem. Unternehmen müssten die erforderlichen Publizitätsunterlagen also nicht länger in Papierform an die SEC weiterleiten, wie dies derzeit der Fall ist.

Eine weitere von der SEC vorgeschlagene Anforderung betrifft die Beibehaltung der Börsennotierung auf einem „Primary Trading Market“ außerhalb der USA. Voraussichtlich werden die meisten nichtamerikanischen Unternehmen keine Einwände gegen diese Anforderung haben, die die SEC für erforderlich ansieht, um sicherzustellen, dass eine nichtamerikanische Aufsichtsbehörde die Emissionen und den Handel der Aktien des Unternehmens sowie die Publizitätspflichten überwacht.

Frage des Handelsvolumens

Problematisch ist der Vorschlag der SEC aber insofern, als sie die Home Country Reporting Exemption für unanwendbar erklärt, sofern das durchschnittlich im US-Markt erzielte tägliche Handelsvolumen der betroffenen Aktien im letzten Geschäftsjahr größer war als 20% des außerhalb der USA erzielten täglichen Durchschnittshandelsvolumens innerhalb desselben Zeitraums.

Wenn ein Unternehmen dieser Anforderung nicht genügt und wenn es mehr als 500 nichtamerikanische und 300 US-Aktionäre hat, wäre es demnach automatisch verpflichtet, der SEC zu berichten. Es müsste ei-

nen Anfangsbericht sowie darauf folgend Jahresberichte gemäß Form 20-F, ebenso wie regelmäßige Berichte gemäß Form 6-K bei der SEC einreichen. Die SEC hat zudem vorgeschlagen, die Frist für die Einreichung der Jahresberichte nach Form 20-F zunächst von sechs auf vier Monate – und für größere Unternehmen auf drei Monate – nach Abschluss des Geschäftsjahres zu verkürzen.

Sobald ein Unternehmen den Berichtspflichten der SEC unterliegt, unterliegt es zugleich auch den Anforderungen von Sarbanes-Oxley. Diese umfassen die Verpflichtung des CEO und CFO, die Richtigkeit des Jahresberichts zu bestätigen und sicherzustellen, dass das Unternehmen den internen Kontrollanforderungen der Finanzberichterstattung genügt. Beide Gründe haben zum Austritt vieler nichtamerikanischer Unternehmen aus dem SEC-Berichtssystem geführt, als im Juni 2007 das vereinfachte Deregistrierungsverfahren in Kraft trat.

Da Unternehmen typischerweise nicht kontrollieren können, wo ihre Aktien gehandelt werden, stellt der Vorschlag der SEC einen signifikanten Bruch in dem seit 40 Jahren verfolgten Kurs dar, nichtamerikanische Unternehmen nur dort zwingend dem SEC-Berichtssystem zu unterwerfen, wo diese freiwillig Wertpapiere auf dem US-Markt notieren lassen oder öffentlich anbieten.

Die SEC rechtfertigt die vorgeschlagenen Regelungsänderungen mit dem zunehmenden Interesse von US-Investoren an nichtamerikanischen Wertpapieren, besonders der „zunehmenden Nutzung von



Susanne
Schneider

Rechtsanwältin
und Foreign
Associate bei
Sidley Austin

ADR-Programmen durch nichtamerikanische Unternehmen zum Handel ihrer Wertpapiere in den USA“. Natürlich werden ADR-Programme von nichtamerikanischen Unternehmen nicht in diesem Sinne, d.h. zum Zwecke des „eigenen Handels“ ihrer Wertpapiere in den USA, „genutzt“. Im Fall eines sogenannten „sponsored“ ADR-Programms (bei dem das Unternehmen in Zusammenarbeit mit einer Depotbank ein Programm einrichtet und dieses den US-Aktionären zur Verfügung stellt), besteht die Motivation des Unternehmens vielmehr darin, die US-Aktionäre mit einem praktischen Handelsformat auszustatten. Sogenannte „unsponsored“ ADR-Programme können demgegenüber durch US-Depotbanken und Market Maker zu eigenen Zwecken eingerichtet werden, ohne dass der Emittent der betroffenen Aktien einbezogen werden müsste oder dies für ihn von Nutzen wäre.

Ironischerweise stellt die SEC fest, dass der Vorteil einer automatischen Erteilung der Home Country Reporting Exemption darin liegt, die Einrichtung von ADR-Programmen zu vereinfachen. Damit ignoriert sie aber die wahrscheinlich eintretende Folge, dass die Depotbanken davon stärker profitieren als die Unternehmen selbst. Denn dank der neuen Regelung könnten Depotbanken nun auch ohne Befreiungsantrag der betroffenen Unternehmen beliebig viele ADR-Programme einrichten. Dies wiederum bedeutet, dass das US-Handelsvolumen bis zu dem Schwellenwert ansteigen könnte, ab dem die betroffenen Unternehmen ihre Berechtigung für eine Home Country Reporting Exemption verlieren und so dem SEC-Berichtssystem unterfallen.

Schwellenwerte

Die SEC hat die von der Neuregelung betroffenen Kreise und sonstigen Interessenten aufgefordert, Stellung zu der Frage zu nehmen, ob – wie vorgeschlagen – der einschlägige Handelsschwellenwert 20% betragen soll, oder ob ein niedrigerer oder höherer Prozentsatz generell für angezeigt erachtet wird. Die SEC fordert auch dazu auf, „konkrete Beispiele“ von Unternehmen zu benennen, die die Befreiung nach der Home Country Reporting Exemption aufgrund der vorgeschlagenen Änderungen verlieren würden.

Viele der betroffenen Unternehmen werden verständlicherweise abgeneigt sein, sich der SEC zu offenbaren. Die SEC fragt zudem, ob sie eine Übergangsregelung für betroffene Unternehmen einführen oder sogar dauerhaft Bestandsschutz gewähren soll.

Ausdrücklich nicht adressiert wird der mögliche Kerneinwand gegen den Vorschlag, nämlich warum die SEC-Berichtspflicht deutschen und anderen nichtamerikanischen Unternehmen – die bislang keine freiwillige US-Notierung oder öffentliche Emission auf dem US-Markt angestrebt haben – aufgezungen werden sollte, nur weil US-Investoren, Market Maker und Depotbanken es für vorteilhaft halten, die betroffenen Aktien in den USA zu handeln.

Vermeidungswege

Solange die SEC diesen zentralen Einwand bei ihrem Regelungsvorschlag nicht berücksichtigt, werden die betroffenen nichtamerikanischen Unternehmen Maßnahmen ergreifen, um den Handel ihrer Aktien in den Vereinigten Staaten einzudämmen – etwa durch Beendigung der sogenannten „sponsored“ ADR-Programme oder indem sie versuchen, die Depotbanken davon zu überzeugen, ihrerseits die bestehenden „unsponsored“ ADR-Programme zu beenden und sie von der Errichtung neuer Programme abzuhalten. Im Ergebnis würde dies die internationale Wettbewerbsfähigkeit von US-Wertpapieren und der US-Kapitalmärkte in jedem Fall negativ beeinträchtigen. Die angeforderten Stellungnahmen nimmt die SEC noch bis zum 25. April 2008 entgegen.