

Aktien-, börsen- und wertpapierrechtliche Fragen des Umlaufs von Aktien an ausländischen Börsen  
- Ein deutsch - US-amerikanischer Vergleich -

Inaugural-Dissertation  
zur  
Erlangung der Doktorwürde  
einer Hohen Rechtswissenschaftlichen Fakultät  
der Universität zu Köln

vorgelegt von

Alexander Stupp  
aus: Köln

# Inhaltsübersicht

<i>Einleitung</i> .....	<i>1</i>
<b>1. Kapitel: Der börsliche Umlauf US-amerikanischer Aktien in Deutschland sowie deutscher Aktien in den USA und dessen Rückwirkung auf den deutschen Kapitalmarkt</b> .....	<b>6</b>
<b>§ 1 Der börsliche Umlauf US-amerikanischer Aktien in Deutschland</b> .....	<b>6</b>
I. Die Vergleichbarkeit US-amerikanischer mit deutschen Aktien .....	7
II. Behinderungen von Direktnotierungen vor Einführung des grenzüberschreitenden Effektingiroverkehrs .....	8
III. Das AKV-Inhabersammelzertifikat .....	9
IV. Direktnotierung durch die Einführung des grenzüberschreitenden Effektingiroverkehrs .....	11
V. Ergebnis.....	12
<b>§ 2 Der börsliche Umlauf deutscher Aktien in den USA</b> .....	<b>13</b>
I. Die Direktnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften .....	13
II. Zweitverbriefung über Aktienersatzscheine (American Depositary Receipts).....	15
III. Die Frage nach den Gründen für die Ablehnung von Inhaberaktien im Direkthandel.....	17
IV. Ergebnis .....	19
<b>§ 3 Zur Wahl zwischen der deutschen Namensaktie und der Zweitverbriefung von Inhaberaktien in den USA</b> .....	<b>19</b>
I. ADR-Listing.....	20
II. Direktnotierung über Namensaktien .....	22
III. Ergebnis.....	24
<b>§ 4 Die Vorzugsstellung der deutschen Namensaktie in den USA in ihrer Rückwirkung auf die Bedeutung der Namensaktie in Deutschland</b> .....	<b>25</b>
I. Namensaktie und Inhaberaktie am deutschen Kapitalmarkt in ihren beiderseitigen Vorzügen und Nachteilen ...	26
II. Probleme im Zusammenhang mit der Ausgabe und dem Umlauf von Namensaktien in Deutschland .....	28
III. Ergebnis.....	42
<b>2. Kapitel: Vorschriften zur externen Rechnungslegung in Deutschland und den USA, ihre Reichweite, Anerkennung, Harmonisierung und Internationalisierung bei der Börsennotierung im jeweils anderen Land</b> .....	<b>43</b>
<b>§ 5 Grundlegende Unterschiede zwischen der Bilanzierung nach deutschem und nach US-amerikanischem Recht</b> .....	<b>44</b>
I. Das kontinentaleuropäische System in Deutschland.....	44
II. Das anglo-amerikanische System in den USA .....	45
III. Die Unterschiede der beiden Systeme .....	47
<b>§ 6 Anforderungen an die Rechnungslegung deutscher und US-amerikanischer Unternehmen an den Börsen des jeweils anderen Landes</b> .....	<b>47</b>
I. Anforderungen an die Rechnungslegung börsennotierter US-amerikanischer Unternehmen in Deutschland .....	48
II. Anforderungen an die Rechnungslegung börsennotierter deutscher Unternehmen in den USA .....	53
III. Zusammenfassung.....	59
<b>§ 7 Zur Frage der Zweckmäßigkeit, nationale Rechnungslegungsvorschriften auf ausländische Gesellschaften zu erstrecken</b> .....	<b>60</b>
<b>§ 8 Wege zur gegenseitigen Anerkennung, Harmonisierung oder Internationalisierung von Rechnungslegungsvorschriften</b> .....	<b>61</b>
I. Übernahme oder Anerkennung ausländischer Rechnungslegungsstandards .....	62
II. Internationale Bemühungen zur Harmonisierung bzw. Internationalisierung der Rechnungslegungsstandards über IFRS .....	63
III. Nationale Bemühungen zur Internationalisierung in Deutschland .....	68
IV. Nationale Internationalisierungsbemühungen in den USA.....	83
<b>3. Kapitel: Das anwendbare Recht bei der Übertragung deutscher und US-amerikanischer Aktien im zwischenstaatlichen Effektingiroverkehr (stückeloser Effektenverkehr)</b> .....	<b>85</b>
<b>§ 9 Die rechtliche Konstruktion der Aktienübertragung im Effektingiroverkehr in Deutschland und den USA</b> .....	<b>87</b>
I. Das Recht der Aktientübertragung in Deutschland.....	88

## Inhaltsübersicht

II. Das Recht der Aktienübertragung in den USA.....	90
<b>§ 10 Die früheren Grundsätze internationalprivatrechtlicher Anknüpfung beim Effekten giroverkehr vor der Etablierung grenzüberschreitender Sammelbestände und gegenseitiger Kontenverbindungen.....</b>	<b>93</b>
I. Anknüpfungspunkt für in Deutschland belegene US-amerikanische Aktien.....	94
II. Anknüpfungspunkt für in den USA belegene deutsche Aktien.....	97
III. Zusammenfassung.....	98
<b>§ 11 Kollisionsrechtliche Besonderheiten beim zwischenstaatlichen Effekten giroverkehr nach der Etablierung grenzüberschreitender Sammelbestände und gegenseitiger Kontenverbindungen.....</b>	<b>99</b>
I. Der grenzüberschreitende Effekten giroverkehr zwischen Deutschland und den USA.....	99
II. Rückwirkung auf den Effekten giroverkehr innerhalb von Deutschland.....	100
<b>§ 12 Das kollisionsrechtliche Problem bei der Errichtung grenzüberschreitender Sammelbestände und dessen Lösung mit Blick auf das deutsche Recht.....</b>	<b>101</b>
I. Lösungen unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände.....	101
II. Lösungen unter Aufgabe der grenzüberschreitenden Sammelbestände.....	107
<b>§ 13 Zusammenfassung und Ausblick.....</b>	<b>113</b>
<b>4. Kapitel: Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung (cross-border voting) aus Namensaktien bei auslandsnotierten Gesellschaften.....</b>	<b>115</b>
<b>§ 14 Die Stimmrechtsausübung innerhalb von Deutschland und den USA.....</b>	<b>115</b>
I. Die Stimmrechtsausübung nach deutschem Recht.....	116
II. Die Stimmrechtsausübung nach US-Recht.....	126
III. Zusammenfassung.....	134
<b>§ 15 Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung.....</b>	<b>135</b>
I. Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung von Deutschland nach den USA.....	135
II. Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung von den USA nach Deutschland.....	141
III. Zusammenfassung.....	157
<b>Zusammenfassung.....</b>	<b>160</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>166</b>

# Inhaltsverzeichnis

<i>Einleitung</i> .....	<i>1</i>
<b>1. Kapitel: Der börsliche Umlauf US-amerikanischer Aktien in Deutschland sowie deutscher Aktien in den USA und dessen Rückwirkung auf den deutschen Kapitalmarkt</b> .....	<b>6</b>
<b>§ 1 Der börsliche Umlauf US-amerikanischer Aktien in Deutschland</b> .....	<b>6</b>
I. Die Vergleichbarkeit US-amerikanischer mit deutschen Aktien .....	7
II. Behinderungen von Direktnotierungen vor Einführung des grenzüberschreitenden Effektingiroverkehrs .....	8
III. Das AKV-Inhabersammelzertifikat.....	9
IV. Direktnotierung durch die Einführung des grenzüberschreitenden Effektingiroverkehrs .....	11
V. Ergebnis.....	12
<b>§ 2 Der börsliche Umlauf deutscher Aktien in den USA</b> .....	<b>13</b>
I. Die Direktnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften .....	13
II. Zweitverbriefung über Aktienersatzscheine (American Depositary Receipts).....	15
III. Die Frage nach den Gründen für die Ablehnung von Inhaberaktien im Direkthandel.....	17
IV. Ergebnis .....	19
<b>§ 3 Zur Wahl zwischen der deutschen Namensaktie und der Zweitverbriefung von Inhaberaktien in den USA</b> .....	<b>19</b>
I. ADR-Listing.....	20
II. Direktnotierung über Namensaktien.....	22
III. Ergebnis.....	24
<b>§ 4 Die Vorzugsstellung der deutschen Namensaktie in den USA in ihrer Rückwirkung auf die Bedeutung der Namensaktie in Deutschland</b> .....	<b>25</b>
I. Namensaktie und Inhaberaktie am deutschen Kapitalmarkt in ihren beiderseitigen Vorzügen und Nachteilen ...	26
II. Probleme im Zusammenhang mit der Ausgabe und dem Umlauf von Namensaktien in Deutschland .....	28
1. Die Umstellung von Inhaberaktien auf Namensaktien durch Satzungsänderung .....	29
2. Die Informationsgewinnung aus dem Aktienregister .....	33
3. Zur Person des Meldepflichtigen bei Namensaktien .....	35
4. Die Vorbereitung der Hauptversammlung und die Ausübung des Stimmrechts .....	37
a) Anmeldung zur Hauptversammlung.....	37
b) Die Frage der Anonymität des Aktionärs bei Ausübung des Stimmrechts durch ein Kreditinstitut.....	39
III. Ergebnis.....	42
<b>2. Kapitel: Vorschriften zur externen Rechnungslegung in Deutschland und den USA, ihre Reichweite, Anerkennung, Harmonisierung und Internationalisierung bei der Börsennotierung im jeweils anderen Land</b> .....	<b>43</b>
<b>§ 5 Grundlegende Unterschiede zwischen der Bilanzierung nach deutschem und nach US-amerikanischem Recht</b> .....	<b>44</b>
I. Das kontinentaleuropäische System in Deutschland.....	44
II. Das anglo-amerikanische System in den USA .....	45
III. Die Unterschiede der beiden Systeme .....	47
<b>§ 6 Anforderungen an die Rechnungslegung deutscher und US-amerikanischer Unternehmen an den Börsen des jeweils anderen Landes</b> .....	<b>47</b>
I. Anforderungen an die Rechnungslegung börsennotierter US-amerikanischer Unternehmen in Deutschland.....	48
1. Rechtsquellen und staatliche Kontrolle der börslichen Rechnungslegung in Deutschland .....	48
2. Besondere Regelungen für die einzelnen Segmente des Börsenmarktes .....	49
a) Amtlicher Handel im Sinne der §§ 30 ff. BörsG, §§ 56 ff. BörsO FWB .....	49
b) Geregelter Markt im Sinne der §§ 49 ff. BörsG, §§ 68 ff. BörsO FWB .....	51
c) Neuer Markt.....	52
II. Anforderungen an die Rechnungslegung börsennotierter deutscher Unternehmen in den USA .....	53
1. Rechtsquellen für die börsliche Rechnungslegung in den USA und deren Kontrolle.....	53
2. Die Bundesstaatlichen Publizitätspflichten .....	54
a) Foreign integrated disclosure system.....	54
b) Registrierung und kontinuierliche Berichtspflichten nach dem Securities Exchange Act von 1934 .....	55
c) Registrierung und kontinuierliche Berichtspflichten nach dem Securities Act von 1933 .....	57
III. Zusammenfassung.....	59

<b>§ 7 Zur Frage der Zweckmäßigkeit, nationale Rechnungslegungsvorschriften auf ausländische Gesellschaften zu erstrecken.....</b>	<b>60</b>
<b>§ 8 Wege zur gegenseitigen Anerkennung, Harmonisierung oder Internationalisierung von Rechnungslegungsvorschriften.....</b>	<b>61</b>
I. Übernahme oder Anerkennung ausländischer Rechnungslegungsstandards .....	62
II. Internationale Bemühungen zur Harmonisierung bzw. Internationalisierung der Rechnungslegungsstandards über IFRS .....	63
1. Die Arbeit des IASB und der IOSCO.....	64
a) International Accounting Standards Board .....	64
b) International Organization of Securities Commissions .....	65
c) Entwicklung sogenannter Core Standards .....	65
2. Harmonisierungsbestreben in der Europäischen Union (EU) .....	66
3. Zusammenfassung.....	68
III. Nationale Bemühungen zur Internationalisierung in Deutschland .....	68
1. Konzernabschluss nach IFRS oder US-GAAP.....	69
a) Erschwerte Vergleichbarkeit der Konzernabschlüsse? .....	70
b) Vereinbarkeit mit EG-Recht? .....	71
c) Nachteilige Auswirkung auf den Einzelabschluss? .....	74
d) Verfassungsrechtliche Hindernisse?.....	76
e) Unnötige Aufgabe der Grundsätze deutschen Bilanzrechts ?.....	78
2. Folgerungen für eine Internationalisierung der deutschen Rechnungslegung.....	80
IV. Nationale Internationalisierungsbemühungen in den USA.....	83
<b>3. Kapitel: Das anwendbare Recht bei der Übertragung deutscher und US-amerikanischer Aktien im zwischenstaatlichen Effekten giroverkehr (stückeloser Effektenverkehr).....</b>	<b>85</b>
<b>§ 9 Die rechtliche Konstruktion der Aktienübertragung im Effekten giroverkehr in Deutschland und den USA.....</b>	<b>87</b>
I. Das Recht der Aktienübertragung in Deutschland.....	88
1. Übertragung nach den Vorschriften des BGB.....	88
2. Übertragung nach depotrechtlichen Sondervorschriften .....	90
II. Das Recht der Aktienübertragung in den USA.....	90
1. Das direkte Verwahrsystem .....	91
2. Das indirekte Verwahrsystem .....	91
<b>§ 10 Die früheren Grundsätze internationalprivatrechtlicher Anknüpfung beim Effekten giroverkehr vor der Etablierung grenzüberschreitender Sammelbestände und gegenseitiger Kontenverbindungen.....</b>	<b>93</b>
I. Anknüpfungspunkt für in Deutschland belegene US-amerikanische Aktien.....	94
1. Anknüpfungspunkt nach deutschem Recht .....	94
2. Anknüpfungspunkt nach US-amerikanischem Recht .....	96
II. Anknüpfungspunkt für in den USA belegene deutsche Aktien .....	97
1. Die Übertragung im Direkten Verwahrsystem.....	97
2. Die Übertragung im Indirekten Verwahrsystem.....	98
III. Zusammenfassung.....	98
<b>§ 11 Kollisionsrechtliche Besonderheiten beim zwischenstaatlichen Effekten giroverkehr nach der Etablierung grenzüberschreitender Sammelbestände und gegenseitiger Kontenverbindungen.....</b>	<b>99</b>
I. Der grenzüberschreitende Effekten giroverkehr zwischen Deutschland und den USA.....	99
II. Rückwirkung auf den Effekten giroverkehr innerhalb von Deutschland .....	100
<b>§ 12 Das kollisionsrechtliche Problem bei der Errichtung grenzüberschreitender Sammelbestände und dessen Lösung mit Blick auf das deutsche Recht.....</b>	<b>101</b>
I. Lösungen unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände .....	101
1. Lösungen nach geltendem Recht.....	101
a) Die kollisionsrechtliche Vorschrift des § 17 a DepotG.....	102
b) Anknüpfung an den Ort der Buchung über Art. 46 EGBGB.....	104
c) Rechtswahlmöglichkeit bei Verfügungen .....	104
2. Einführung des Security Entitlement.....	106
3. Ergebnis.....	107
II. Lösungen unter Aufgabe der grenzüberschreitenden Sammelbestände .....	107
1. Ausgabe eines Inhabersammelzertifikats.....	107
2. Gestaltung als Treuhand giroverkehr .....	108

## Inhaltsverzeichnis

a) Insolvenz- und vollstreckungsrechtliche Gleichwertigkeit .....	110
b) Gutgläubiger Erwerb .....	111
c) Zur Frage des anwendbaren Rechts bei Aktienübertragungen im Effektengiroverkehr .....	112
d) Ergebnis.....	113
<b>§ 13 Zusammenfassung und Ausblick .....</b>	<b>113</b>
<b>4. Kapitel: Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung (cross-border voting) aus Namensaktien bei auslandsnotierten Gesellschaften.....</b>	<b>115</b>
<b>§ 14 Die Stimmrechtsausübung innerhalb von Deutschland und den USA.....</b>	<b>115</b>
I. Die Stimmrechtsausübung nach deutschem Recht .....	116
1. Funktion der Hauptversammlung und Bedeutung des Bankenstimmrechts.....	116
2. Die Einberufung der Hauptversammlung .....	117
3. Die Ausübung des Stimmrechts .....	120
a) Die Vertretung durch Kreditinstitute.....	120
b) Die Verwaltungsvollmacht .....	121
c) Die Stimmabgabe .....	125
II. Die Stimmrechtsausübung nach US-Recht .....	126
1. Die Regelungen im Einzelnen.....	126
a) Proxy Voting.....	127
b) Proxy Solicitation.....	127
c) Nominee Registration .....	129
2. Information des Aktionärs und Stimmabgabe.....	130
a) Information des Aktionärs .....	131
b) Stimmabgabe .....	132
III. Zusammenfassung.....	134
<b>§ 15 Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung .....</b>	<b>135</b>
I. Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung von Deutschland nach den USA.....	135
1. Die Information des deutschen Aktionärs.....	135
a) Information nach US-Recht .....	136
b) Information nach deutschem Recht.....	136
2. Die Stimmabgabe des deutschen Aktionärs in den USA .....	138
a) Die Ausübung des Stimmrechts durch den Aktionär selbst .....	138
b) Vertretung des Aktionärs bei der Stimmrechtsabgabe.....	139
II. Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung von den USA nach Deutschland .....	141
1. Information des Aktionärs .....	141
a) Information nach deutschem Recht .....	141
b) Information nach US-Recht .....	144
2. Die grenzüberschreitende Stimmabgabe nach Deutschland.....	146
a) Die Ausübung des Stimmrechts durch den Aktionär selbst .....	146
b) Vertretung des Aktionärs bei der Stimmrechtsabgabe.....	153
c) Annäherung der Stimmrechtsvertretung an die eigene Stimmabgabe.....	155
3. Stellungnahme .....	156
III. Zusammenfassung.....	157
<b>Zusammenfassung.....</b>	<b>160</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>Fehler! Textmarke nicht definiert.</b>

## Abkürzungen

a.A .....	andere Ansicht
a.a.O.....	am angegebenen Ort
Abl.....	Amtsblatt
Abs.....	Absatz
a.F. ....	alte Fassung
AG .....	Aktiengesellschaft
AG .....	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AICPA .....	American Institute of Certified Public Accountants
AktG .....	Aktiengesetz
Anh .....	Anhang
Anm. ....	Anmerkung
AöR.....	Archiv des öffentlichen Rechts
APB .....	Accounting Principles Board of the American Institute of Certified Public Accountants
App .....	Appellate/Appeal(s)
Art.....	Artikel
Aufl.....	Auflage
BB.....	Der Betriebs-Berater
BGBI. ....	Bundesgesetzblatt
BGH, BGHZ .....	Bundesgerichtshof, amtliche Sammlung in Zivilsachen
BiRiLiG .....	Bilanzrichtliniengesetz
BMJ .....	Bundesministerium der Justiz
BörsG.....	Börsengesetz
BörsZulV.....	Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen No- tierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung)
BT .....	Bundestag
BuB .....	Bank und Betrieb
BVerfG.....	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE .....	Bundesverfassungsgerichtsentscheidung
bzgl. ....	bezüglich
Cal.....	California
C.F.R.....	Code of Federal Regulations
Colum.L.Rev. ....	Columbia Law Review
Corp. ....	Corporation
CR.....	Computer und Recht
DB.....	Der Betrieb
Del. ....	Delaware, auch Fallrechtssammlung des Staates
DepotG.....	Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (De- potgesetz)
ders. ....	derselbe
d.h. ....	das heißt
Drucks.....	Drucksache
DStR .....	Deutsches Steuerrecht
DZWir .....	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

## Abkürzungsverzeichnis

EG.....	Europäische Gemeinschaft
EGBGB.....	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
EU.....	Europäische Union
EWG.....	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR.....	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f., ff.....	folgende, fortfolgende
FAZ.....	Frankfurter Allgemeine Zeitung
F.Supp., F.Supp.2d.....	Federal Supplement, Fallrechtssammlung der erstinstanzlichen Bundesgerichte, 1. bzw. 2. Serie
Fn.....	Fußnote
FS.....	Festschrift
GAAP.....	Generally Accepted Accounting Principles
GG.....	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
ggf.....	gegebenenfalls
GoB.....	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
HGB.....	Handelsgesetzbuch
Hrsg.....	Herausgeber, herausgegeben
HS.....	Halbsatz
h.L.....	herrschende Lehre
h.M.....	herrschende Meinung
IAS.....	International Accounting Standards
IFRS.....	International Financial Reporting Standards
IASB.....	International Accounting Standards Board
IASC.....	International Accounting Standards Committee
i.d.F.....	in der Fassung
i.d.R.....	in der Regel
IDW.....	Institut der Wirtschaftsprüfer
i.e.S.....	im engeren Sinne
Inc.....	Incorporated
InsO.....	Insolvenzordnung
IOSCO.....	International Organization of Securities Commissions
IPR.....	Internationales Privatrecht
IPRax.....	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
IPRG.....	Gesetz zur Neuregelung des Internationalen Privatrechts
i.S.d.....	im Sinne des/der
IStR.....	Internationales Steuerrecht
i.V.m.....	in Verbindung mit
i.w.S.....	im weiteren Sinne
JA.....	Juristische Arbeitsblätter
J.Int'l L.....	Journal of International Law



## Abkürzungsverzeichnis

JR.....	Juristische Rundschau
Jura .....	Jura/Juristische Ausbildung
JuS .....	Juristische Schulung
JZ.....	Juristenzeitung
KAGG.....	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KWG.....	Gesetz über das Kreditwesen
L.J. ....	Law Journal, mit Vorsatz des Bundesstaats- oder Universitätsnamens
L.Rev. ....	Law Review, mit Vorsatz des Bundesstaats- oder Universitätsnamens
MDR.....	Monatszeitschrift für Deutsches Recht
MMR.....	Multimedia und Recht
m.w.N. ....	mit weiteren Nachweisen
NaStraG .....	Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (Namensaktiengesetz)
n.F.....	neue Fassung
No .....	Nummer
Nr.....	Nummer
NJW .....	Neue Juristische Wochenschrift
NZG.....	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OTC .....	Over the Counter
Par./para. ....	paragraph
p./pp.....	Page/pages
RabelsZ.....	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rdnr. ....	Randnummer
RegEntw.....	Regierungsentwurf
RIW .....	Recht der internationalen Wirtschaft
Rspr.....	Rechtsprechung
RWS.....	Kommunikationsforum Recht – Wirtschaft – Steuern
Rz.....	Randziffer
S.....	Seite
S.D .....	Southern District (eines Bundesgerichtsbezirks)
Sec .....	Section(s)
SEC.....	Securities and Exchange Commission
str.....	streitig
st.Rspr. ....	ständige Rechtsprechung
Supp.....	Supplement

## Abkürzungsverzeichnis

TransPuG .....	Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz)
u.a. ....	unter anderem
u.ä. ....	und ähnliche
unstr. ....	unstreitig
U.S.C. ....	United States Code, Sammlung der Bundesgesetze
U.S.C.A. ....	United States Code Annotated, Sammlung der Bundesgesetze mit Anmerkungen
u.U. ....	unter Umständen
v. ....	vom
v. ....	versus, gegen
VerkProspG.....	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz)
VerkProspV.....	Verordnung über Wertpapier-Verkaufsprospekte (Verkaufsprospektverordnung)
vgl. ....	vergleiche
Vol. ....	Volume, Band
Vorbem. ....	Vorbemerkung
W.D.....	Western District (eines Bundesgerichtsbezirks)
WiB.....	Wirtschaftsrechtliche Beratung
WM.....	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Wpg .....	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG.....	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)
WuB.....	Wirtschafts- und Bankrecht
z.B.....	zum Beispiel
ZBB .....	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF .....	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR .....	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR .....	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.....	Ziffer
Zit .....	zitiert
ZIP .....	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZKW .....	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZvglRWiss .....	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaften

## Einleitung

Die Anzahl der Gesellschaften, deren Aktien an den großen ausländischen Börsen gehandelt werden, hat in den letzten Jahren erheblich zugenommen. So hat sich der Anteil ausländischer Gesellschaften an der größten US-amerikanischen Börse, der *New York Stock Exchange (NYSE)*, von 5 %<sup>1</sup> im Jahr 1990<sup>2</sup> über 10 % im Jahr 1996 auf 15 % im Jahr 2001 verdreifacht. In absoluten Zahlen bedeutet dies, dass an der *NYSE* 1990 von 1774 gelisteten Gesellschaften 96 aus dem Ausland kamen und in 1996 bereits von 2907 gelisteten Gesellschaften 304 aus dem Ausland kamen. Ende 2001 waren 462 der 2984 registrierten Gesellschaften sogenannte *Non-U.S. Companies*<sup>3</sup>. Diese Anzahl erhöhte sich bis zum 31. Dezember 2003 auf 467 Gesellschaften<sup>4</sup>.

An der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) stellt sich die Entwicklung ähnlich dar. Dort hat sich der Anteil ausländischer Gesellschaften von 46 % im Jahr 1990 über 69 % im Jahr 1997 bis auf 85 % Ende des Jahres 2002 immerhin fast verdoppelt. In absoluten Zahlen kamen im Jahr 1990 von insgesamt 653 Gesellschaften 292 und im Jahr 1997 von 1461 Gesellschaften 1011 aus dem Ausland. Ende 2003 lag die Zahl ausländischer Gesellschaften bei 4901, wobei zu diesem Zeitpunkt insgesamt 5730 Gesellschaften an der FWB präsent waren<sup>5</sup>.

Die Gründe für diese Entwicklung und für die Annahme, dass sich der Trend auch in Zukunft fortsetzen wird<sup>6</sup>, sind vielfältig. Denn obgleich die Heimatbörsen der Wertpapiere den Hauptmarkt für deren Handel darstellen, so spielt doch die Nähe der ausländischen Börsen zum ausländischen Anleger eine wichtige Rolle. Und manifestiert sich im Ausland eine beträchtliche Anlegerinteresse, so bietet die Auslandsbörse für ihren Teilnehmerkreis den effizienteren und billigeren Handelsplatz. Eine entscheidende Rolle spielen ferner veränderte unternehmerische Erwartungen, neue Anlagestrategien der Investoren und gesamtwirtschaftliche Entwicklungen.

Den *Unternehmen* bietet eine Notierung ihrer Aktien im Ausland generell den Vorteil der Verbreiterung der Aktionärsbasis; die Abhängigkeit von der Performance eines Börsenplatzes wird besei-

---

<sup>1</sup> Die Prozentangaben sind gerundet.

<sup>2</sup> Sämtliche Jahreszahlen beziehen sich – soweit nicht Monate ausdrücklich genannt sind – auf das Jahresende.

<sup>3</sup> Quelle für die Jahre 1990 und 1996: *New York Stock Exchange*, Historical Statistics, April 7<sup>th</sup>, 2000, abrufbar unter <http://www.nyse.com/pdfs/Histstat.pdf>; Quelle für das Jahr 2001: *New York Stock Exchange*, Fact Book 2001, abrufbar unter [http://www.nyse.com/pdfs/2001\\_factbook\\_01.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_01.pdf).

<sup>4</sup> So die Angaben auf der Internet-Seite der *New York Stock Exchange*, abrufbar unter <http://www.nyse.com/international/international.html>.

<sup>5</sup> Quelle für die Jahre 1990 und 1997 *Deutsche Börse*, Factbook 1999; Quelle für November 2002 *Deutsche Börse*, Cash Market, Monthly Statistics, November 2002, abrufbar unter <http://www.deutsche-boerse.com>; dort: Market Data, Statistics.

<sup>6</sup> Der Trend zu einem Listing an der *NYSE* wurde jüngst durch den Sarbanes-Oxley-Act etwas abgeschwächt, dazu *FAZ* v. 8.1.2003, Nr. 6, S. 21 „Das Listing an der Wall Street hat seinen Reiz verloren“.

tigt. Der Handel an mehreren Börsenplätzen und in verschiedenen Zeitzonen steigert die Liquidität und damit die Kurse<sup>7</sup>. Ein weiterer generell zu erwartender Vorteil darf in seiner Bedeutung nicht unterschätzt werden: die Verbesserung des Unternehmensimages. Die öffentlichen Emissionen und der darauf folgende börsliche Handel ausländischer Aktien werden seitens der Kapitalgeber positiv gesehen und das notierte Unternehmen sowie dessen Produkte werden infolge der erhöhten Informationspolitik einer breiteren Öffentlichkeit zugänglich gemacht. Der Gang an eine ausländische Börse kann sich für ein Unternehmen auch aufgrund einer besonderen Situationen empfehlen, etwa wenn der Bedarf für zusätzliches Kapital am heimischen Börsenplatz nicht gedeckt werden kann, womit insbesondere bei der Privatisierung ehemaliger deutscher Staatsunternehmen wie z. B. der Deutsche Bahn AG und der Deutsche Post AG<sup>8</sup>, zu rechnen war. Ferner kann auf diese Weise Kapital, das zur Finanzierung einer ausländischen Tochtergesellschaft benötigt wird, vor Ort beschafft werden.

Ebenso wie die Unternehmen sind auch die *Anleger*, insbesondere die institutionellen Anleger, an der Notierung ausländischer Gesellschaften am heimischen Kapitalmarkt interessiert. Denn eine Diversifizierung der Portfolios bewirkt bei gleichbleibendem Einsatz eine Verringerung des Risikos. Eine solche Einschätzung bestätigt die Auslegung der für US-Pensionsfonds geltenden „*prudent man rule*“. Während man in den 70er Jahren noch davon ausging, dass ausschließlich Anlagen in US-Wertpapieren die größte Sicherheit einer Kapitalanlage bieten, ist dies nach heutiger Auffassung nur durch eine internationale Diversifizierung des Portfolios zu erreichen. Solcher Wandel hinsichtlich der Anlagestrategie ist zunehmend auch bei deutschen institutionellen Anlegern erkennbar. Es kommt hinzu, dass institutionelle Anleger, US-Pensionsfonds und andere, satzungsbedingt nur solche ausländischen Aktien erwerben dürfen, die an einer US-Börse gehandelt werden. Die Erschließung dieser Anlegergruppen ist daher nur bei einer Notierung der Aktien an der ausländischen Börse möglich. Für den Privatanleger ist es zudem billiger, die Aktien eines ausländischen Unternehmens am heimischen Kapitalmarkt zu erwerben<sup>9</sup>.

Begünstigt werden diese Tendenzen bei Gesellschaften und Anlegern von *makroökonomischen Faktoren*. An erster Stelle sind Fortschritte bei den Kommunikationsmitteln und den modernen Datenverarbeitungstechniken zu nennen<sup>10</sup>. Die Informationsbeschaffung ausländische Aktien betreffend wird dadurch ebenso erleichtert wie die Umsetzung der Anlageentscheidung. Hinzu

---

<sup>7</sup> Teilweise wird eine signifikante Liquiditätssteigerung durch ein *listing* im Ausland aber zurückhaltend beurteilt, da die Liquidität am Heimatmarkt stets am stärksten sei und institutionelle Anleger daher dort Aktien kaufen würden. Im Wesentlichen beschränke sich der Handel an der ausländischen Börse daher auf die Ausnutzung der Arbitrage, vgl. dazu FAZ v. 7.10.2000, S. 24, Nr. 233, Markt & Meinung.

<sup>8</sup> Die Deutsche Post AG wurde zunächst nur teilprivatisiert. Dabei handelt es sich um den Bereich, der in der Deutschen Telekom AG zusammengefasst wurde.

<sup>9</sup> Dazu FAZ v. 7.10.2000, S. 26, Nr. 233 „Wer im Ausland kauft, wird kräftig zur Kasse gebeten“.

<sup>10</sup> Dazu ausführlich *Langevoort*, Harvard Law Review, Volume 98, 747 (747 ff.).

kommt die wachsende Institutionalisierung der am Marktgeschehen Beteiligten<sup>11</sup>. Neben den klassischen Finanzinstituten gehören zu den institutionellen Anlegern vor allem Lebensversicherer und Investmentgesellschaften, deren Anzahl in Zukunft noch eher zunehmen wird<sup>12</sup>. Da vor allem diese Anlegergruppe im Stande ist, die modernen Kommunikations- und Datenverarbeitungstechniken wirksam zu nutzen und ihre Portfolios angemessen zu internationalisieren, kann die Bedeutung der wachsenden Institutionalisierung für die Globalisierung der Kapitalmärkte gar nicht hoch genug eingeschätzt werden. Schließlich ist als makroökonomischer Aspekt, der mehr Folge denn Auslöser der Globalisierung der Kapitalmärkte ist, deren Deregulierung, das heißt der Abbau prohibitiver Vorschriften, anzusprechen. Sie fördert den Gang von Gesellschaften an ausländische Börsen und bewirkt somit die Internationalisierung der Börsenplätze. Dies führt zum Wettbewerb der verschiedenen nationalen Kapitalmärkte untereinander um die Notierung von Unternehmen und verstärkt wiederum den Deregulierungsdruck.

Gibt es mithin für den Gang eines Unternehmens an eine ausländische Börse eine Reihe guter Gründe, so ist die rasante Entwicklung der ausländischen Börsenpräsenzen nur folgerichtig. Daher erstaunt es umso mehr, dass ein Blick auf den Anteil deutscher Unternehmen an den US-amerikanischen Börsen den weltweiten Trend bisher nur eingeschränkt bestätigt. Anders als US-amerikanische Unternehmen, die bereits seit geraumer Zeit an deutschen Börsen notiert sind, war bis 1993 kein einziges deutsches Unternehmen an einer US-amerikanischen Börse gelistet. Ganz abgesehen davon, dass andere europäische sowie japanische Gesellschaften schon zu Beginn der 90er Jahre an den US-Börsen zahlreich vertreten waren<sup>13</sup>, ist dies insbesondere deshalb bemerkenswert, weil der US-Kapitalmarkt wegen seiner Größe und seiner renommierten Börsen der weltweit bedeutendste ist und die angesprochenen positiven Effekte einer ausländischen Börsenpräsenz daher hier besonders groß sind. Ein *Listing* an der *NYSE* gilt als ein besonderes internationales Gütesiegel, so dass ein Unternehmen, das sich als *global player* sieht und sich in einem internationalen Umfeld bewegt, an einer Notierung an einer US-amerikanischen Börse nicht vorbeikommt. Zudem waren deutsche Unternehmen an anderen ausländischen Kapitalmärkten bereits zu diesem Zeitpunkt zahlreich vertreten.

Erst mit der Notierung der Daimler Benz AG an der *NYSE* am 05.10.1993 hat sich die Börsenpräsenz deutscher Gesellschaften in den USA der weltweiten Entwicklung angeschlossen. Am 31. De-

---

<sup>11</sup> Kübler, University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 107 (109); Kollar, Die Ausweitung des internationalen Kapitalverkehrs in *Fritsch/Liener/Schmidt*, Die deutsche Aktie, 105 (106 ff.).

<sup>12</sup> Siehe zur zunehmenden Bedeutung institutioneller Anleger in Europa auch *Coffee*, Northwestern University Law Review, 641 (643).

<sup>13</sup> So waren bereits 1991 27 britische, 6 niederländische, 9 japanische, 4 italienische und 3 französische Unternehmen an der *NYSE* notiert, Quelle, *New York Stock Exchange*, Fact Book 1991.

zember 2002 waren an der *NYSE* bereits die Aktien siebzehn deutscher Unternehmen notiert<sup>14</sup>. Obwohl damit die Anzahl deutscher Unternehmen am US-Kapitalmarkt im Verhältnis zu beispielsweise britischen Gesellschaften, die zum gleichen Zeitpunkt bereits mit 51 Gesellschaften an der *NYSE* vertreten waren, immer noch gering ist<sup>15</sup>, wurde im Hinblick auf andere führende Industrienationen der Anschluss in der Börsenpräsenz am US-Kapitalmarkt wieder hergestellt<sup>16</sup>.

Die vorliegende Arbeit untersucht solche aktienrechtlichen, börsenrechtlichen und wertpapierrechtliche Fragen, die sich aus dem Umlauf von Aktien deutscher Gesellschaften an US-amerikanischen Börsen ergeben und umgekehrt von Aktien US-amerikanischer Gesellschaften an deutschen Börsen. Die Untersuchung umfasst Fragen, die sich beim Gang an einen ausländischen Börsenplatz ergeben, ferner den Abschluss und die Abwicklung von Börsengeschäften über auslandsnotierte Aktien und die Auswirkungen, die sich aus der Notierung mittelbar für die Gesellschaft und deren Aktionäre ergeben. Im Einzelnen werden folgende Themen erörtert:

Im *ersten Kapitel* geht es um die Formen des börslichen Umlaufs US-amerikanischer Aktien in Deutschland und deutscher Aktien in den USA. Hierzu sollen in einem Überblick die grundlegenden rechtlichen Vorschriften zu denjenigen Fragen dargestellt werden, unter welchen Voraussetzungen in Deutschland bzw. den USA Aktien des jeweils anderen Landes überhaupt in Umlauf gebracht werden können. Ferner werden Rückwirkungen behandelt, die sich für deutsche Aktiengesellschaften auf dem deutschen Kapitalmarkt ergeben, wenn sie an US-amerikanischen Börsen nicht über Inhaberaktien, sondern über Namensaktien präsent sind und Rückwirkungen, die damit verbunden sind, dass die Namensaktien gleichzeitig auf dem deutschen Kapitalmarkt eingeführt werden.

Das *zweite Kapitel* behandelt Fragen der externen Rechnungslegung bei dualer Börsennotierung. Angesichts der unterschiedlichen Vorschriften zur externen Rechnungslegung in Deutschland und den USA ergeben sich Probleme dadurch, dass auch ausländische Unternehmen den jeweiligen nationalen Bestimmungen unterworfen sind. Es wird untersucht, inwieweit diese Probleme durch

---

<sup>14</sup> Dabei handelt es sich um folgende Unternehmen (in Klammern die Daten der Erstnotierung): *Allianz AG* (3.11.00), *Altana AG* (22.5.2002), *BASF AG* (7.6.00), *Bayer AG* (24.1.2002), *Celanese AG* (25.10.99), *Daimler Chrysler AG* (26.10.98), *Deutsche Telekom AG* (18.11.96), *Deutsche Bank AG* (3.10.2001), *E.ON AG* (8.11.97), *Epcos AG* (15.10.99), *Fresenius Medical Care AG* (17.9.96), *Infineon Technologies AG* (14.3.00), *Pfeiffer Vacuum Technologies AG* (16.7.96), *SAP AG* (3.8.98), *Schering AG* (12.10.00), *SGL Carbon AG* (5.6.96) und die *Siemens AG* (12.3.01). Nicht eingerechnet ist die französische *Aventis AG* (vormals Hoechst) sowie die *Daimler Benz AG* als Tochter der *Daimler Chrysler AG*; Quelle: Internet-Seite der *New York Stock Exchange*, abrufbar unter <http://www.nyse.com/international/international.html>.

<sup>15</sup> Quelle: Internet-Seite der *New York Stock Exchange*, abrufbar unter <http://www.nyse.com/international/international.html>.

<sup>16</sup> Zum Vergleich wurden am 31. Dezember 2002 19 japanische, 20 niederländische, 11 italienische und 22 französische Gesellschaften an der *New York Stock Exchange* notiert, Quelle: Internet-Seite der *New York Stock Exchange*, abrufbar unter <http://www.nyse.com/international/international.html>.

## *Einleitung*

gegenseitige Anerkennung der im Heimatland einer ausländischen Gesellschaft geltenden Vorschriften überwunden werden können, oder durch Harmonisierung national geltender Bestimmungen oder schließlich durch die Schaffung international verbindlicher Regeln anstelle der derzeit geltenden nationalen Vorschriften über die externe Rechnungslegung.

Im *dritten Kapitel* wird die Frage untersucht, welches Recht zur Anwendung gelangt, wenn deutsche Aktien in den USA und US-amerikanische Aktien in Deutschland an einer Börse übertragen werden. Besonderer Relevanz kommt dabei der modernen Gestaltung von Aktienübertragungen durch Buchungen unter Etablierung sogenannter grenzüberschreitender Sammelbestände und der Aufnahme gegenseitiger Kontenverbindungen (= Effekten giroverkehr) zu.

Das *vierte Kapitel* schließlich befasst sich mit den Fragen der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung der Aktionäre (= *cross border voting*). Im Mittelpunkt steht die Frage, in welcher Weise ausländische Anleger in der Hauptversammlung zur Abgabe ihrer Stimme präsent sein können. Hier wird untersucht, ob dabei und gegebenenfalls wie unter Wahrung der in den beiden Rechtsordnungen unterschiedlichen Aufgaben der Hauptversammlung der Einsatz moderner Kommunikationsmittel denkbar ist.

# **1. Kapitel: Der börsliche Umlauf US-amerikanischer Aktien in Deutschland sowie deutscher Aktien in den USA und dessen Rückwirkung auf den deutschen Kapitalmarkt**

Vor der Einführung ausländischer Aktien, das heißt Aktien eines ausländischen Emittenten, an einer Börse stellt sich die Frage, wie der Aktienumlauf gestaltet werden kann.

Die vorherrschende Gestaltungsform ist die sogenannte *Direktnotierung*. Das bedeutet, dass die Aktien des jeweiligen Unternehmens selbst an der Börse gehandelt werden. Es sind somit die Originalpapiere, das heißt die Urkunden, die einen Anteil an dem Unternehmen *unmittelbar* repräsentieren, Gegenstand des Handels. Aktien können aber auch dadurch *mittelbar* börslich gehandelt werden, dass sie *zweitverbrieft* werden. In diesem Fall werden für die Originalwertpapiere Surrogate ausgegeben, die an der Börse unmittelbar gehandelt werden. Die neuverbrieften Papier repräsentieren dann die Aktie oder einen Anteil daran. Eine Zweitverbriefung bietet sich insbesondere dann an, wenn eine Direktnotierung ausländischer Aktien an einer Börse unzulässig oder unzumutbar ist. Dies kann aus unterschiedlichen Gründen der Fall sein: Zum einen stellen die jeweiligen Börsenplätze bestimmte Anforderungen an die Eigenschaft der zu handelnden Papiere, wobei in diesem Zusammenhang den verschiedenen Aktienarten besondere Relevanz zukommt. Zum anderen spielen die Börsenvorschriften zur Belieferung von Börsengeschäften eine bedeutende Rolle.

Im Folgenden wird dargestellt, welche Gestaltungen des Aktienumlaufs aufgrund der jeweiligen Anforderungen und Vorschriften für US-amerikanische Aktien an deutschen Börsen (§ 1) und für deutsche Aktien an US-amerikanischen Börsen sich im Laufe der Zeit herausgebildet haben (§ 2). Des Weiteren geht es darum, ob für das Börsengeschäft deutscher Aktien an den Märkten der USA die Form der Zweitverbriefung in einem Aktienersatzschein oder die Direktnotierung von Namensaktien den Vorzug verdient (§ 3). Schließlich stellt sich die Frage, welche Auswirkungen sich beim Zugang zum US-Kapitalmarkt über die Namensaktie für den heimischen, also den deutschen Kapitalmarkt ergeben und wie sie zu bewerten sind (§ 5).

## **§ 1 Der börsliche Umlauf US-amerikanischer Aktien in Deutschland**

Grundvoraussetzung für eine Zulassung US-amerikanischer Aktien an deutschen Börsen ist ein den deutschen Aktien vergleichbarer Wertpapiercharakter (I), was aber für sich genommen noch keinen florierenden internationalen Handel ermöglicht (II). Das sogenannte AKV-Inhabersammelzertifikat erleichterte den Umlauf US-amerikanischer Aktien in Deutschland, vermochte die Schwerfälligkeit



des Handels mit US-amerikanischen Aktien an deutschen Börsen aber nicht völlig zu beseitigen (III). Erst der unmittelbare Börsenhandel durch Einführung des grenzüberschreitenden Effektenverkehrs brachte den Durchbruch (IV).

### I. Die Vergleichbarkeit US-amerikanischer mit deutschen Aktien

Sowohl zum Handel an den deutschen Börsen (vgl. §§ 36, 71, 78 BörsG) als auch zur Wertpapierverwahrung nach dem Depotgesetz (vgl. § 1 DepotG) sind nur *Wertpapiere* zugelassen. Grundvoraussetzung des Umlaufs US-amerikanischer Aktien an einer deutschen Börse ist folglich, dass sie die Merkmale eines Wertpapiers im Sinne dieser Rechtsvorschriften erfüllen. In § 1 Abs. 1 DepotG werden Aktien ausdrücklich als Wertpapiere im Sinne des Depotgesetzes bezeichnet. Ebenso werden Aktien als Wertpapiere im Sinne des Börsengesetzes angesehen<sup>17</sup>. Insoweit sind aber grundsätzlich nur Aktien deutscher Aktiengesellschaften gemeint, denn der Gesetzgeber hat nur auf deutsche Rechtsbegriffe abgestellt. US-amerikanische Aktien werden nur dann auch als solche im Sinne des Depotgesetzes und des Börsengesetzes angesehen, wenn diesen Papieren funktionell die gleichen Eigenschaften zukommen wie den Aktien einer nach deutschem Recht gegründeten Aktiengesellschaft. Es bedarf daher zunächst einer Erörterung der Eigenschaften deutscher Aktien, bevor deren Vergleichbarkeit mit US-amerikanischen Aktien untersucht werden kann.

Der Eigentümer einer *Aktie* erwirbt im deutschen Recht die Mitgliedschaft in einer Aktiengesellschaft und besitzt damit einen Anteil am Grundkapital (§ 1 Abs. 2 AktG). Da das Gesetz die Mitgliedschaft in einer Aktiengesellschaft an die Innehabung der Aktienurkunde geknüpft hat, kann man die Aktie auch als Verbriefung der Mitgliedschaftsrechte an der Aktiengesellschaft bezeichnen. Was die Art der an deutschen Börsen handelbaren Aktien angeht, ist zwischen Inhaber- und Namensaktien zu unterscheiden (§ 10 Abs. 1 AktG).

*Inhaberaktien* gehören zu den Inhaberpapieren. Sie werden wie bewegliche Sachen gemäß § 929 BGB durch Einigung und Übergabe übertragen. Der Besitz der Aktie legitimiert zur Ausübung der in ihr verbrieften Rechte. So kann der Inhaber in der Hauptversammlung abstimmen und die Dividende beanspruchen, wenn ihm nicht das fehlende Eigentum nachgewiesen wird.

*Namensaktien* sind – entgegen ihrer Bezeichnung – keine Namens- oder Rektapapiere im Sinne der herkömmlichen Einteilung des Wertpapierrechts, da sie nicht gemäß § 952 BGB durch Abtretung (§ 398 BGB) übertragen werden. Es handelt sich vielmehr um Orderpapiere, die durch Indossament

---

<sup>17</sup> *Schäfer*, Kommentar zum WpHG, BörsG mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, § 36 BörsG, Rdnr. 5; *Schwark*, Kommentar zum BörsG, § 36 Rdnr. 8.

## 1. Kapitel

übertragen werden (§ 68 Abs. 1 AktG)<sup>18</sup>. Bei der Namensaktie ist die Ausübung und Geltendmachung der Rechte des Aktionärs gemäß § 67 Abs. 2 AktG von seiner Eintragung im Aktienregister abhängig. Nur sie verschafft ihm die dafür erforderliche Legitimation.

US-amerikanische Aktienurkunden (*share certificates*) verbriefen ebenso wie deutsche Aktien die Mitgliedschaft an einer Gesellschaft, in diesem Fall an einer US-amerikanischen *public corporation*. Die US-amerikanischen Aktien werden, soweit sie börslich gehandelt werden, ausschließlich als *registered shares* ausgegeben. Diese Aktienart ist den deutschen Namensaktien vergleichbar. Genau wie diese werden sie durch Indossament (*endorsement*) übertragen. Außerdem wird der Aktionär in ein Aktienregister (*share register*) eingetragen, wodurch er zur Ausübung seiner Rechte gegenüber der Gesellschaft legitimiert wird. Im Ergebnis sind die in den USA einzig zum Börsenhandel zugelassenen Namensaktien (*registered shares*) daher den Namensaktien einer deutschen Aktiengesellschaft funktionell vergleichbar. Sie werden deshalb nach allgemeiner Meinung als Wertpapiere im Sinne des Börsengesetzes und des Depotgesetzes angesehen<sup>19</sup>.

### II. Behinderungen von Direktnotierungen vor Einführung des grenzüberschreitenden Effek- tengiroverkehrs

Da US-amerikanische Namensaktien also die Anforderungen an in Deutschland börslich gehandelte Aktien erfüllen, war es immer schon möglich, sie an deutschen Börsen im Wege einer Direktnotierung einzuführen. Trotzdem hat man lange Zeit von einer Direktnotierung US-amerikanischer Aktien an deutschen Börsen abgesehen, weil sie in der Praxis zunächst erhebliche Schwierigkeiten bereitete.

Aus gesetzlichen Vorschriften ergibt sich nämlich in Deutschland die Verpflichtung der Verkäufer von Wertpapieren, die Börsengeschäfte am Handelsplatz zu beliefern<sup>20</sup>. In der Praxis bedeutete dies, dass die Originalaktien von den USA nach Deutschland verbracht werden mussten. Ein Verbleib der Aktien im Heimatstaat war nicht möglich.

<sup>18</sup> Der namentlich Bezeichnete ist befugt, auf dem Papier eine andere Person als den Berechtigten zu bezeichnen. Da dieser Vermerk meist auf der Rückseite des Papiers erfolgt (= in dorso, in dosso), nennt man ihn Indossament. Das Indossament ist danach ein vom Berechtigten auf das Papier gesetzter Vermerk, durch den er erklärt, dass die Leistung an einen anderen erfolgen soll. Der sein Recht Übertragende wird Indossant genannt; er entspricht dem Zedenten bei der Forderungsabtretung. Der Erwerber wird als Indossatar bezeichnet; er entspricht dem Zessionar bei der Forderungsabtretung. Der Indossatar ist seinerseits befugt, das Wertpapier an einen anderen zu indossieren. Das Indossament bewirkt also den Umlauf des Papiers.

<sup>19</sup> *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 1, Rdnr. 25 m.w.N.; *Baumbach/Duden/Hopt*, HGB, (13) DepotG 1 Anm. 1 (beide beziehen sich auf die Vereinbarkeit US-amerikanischer Aktien mit dem Wertpapierbegriff des DepotG).

<sup>20</sup> Für den deutschen Parketthandel, das heißt den traditionellen Handel im Börsensaal unter Vermittlung von Maklern, ergibt sich das aus § 7 Abs. 4 Nr. 2 BörsG, wonach die ordnungsgemäße Abwicklung der Geschäfte am Börsenplatz selbst sichergestellt werden muss. Anders ist das beim elektronischen Börsenhandel, der am 5 April 1991 an der Frankfurter Wertpapierbörse aufgenommen wurde. Zur Integration des Parketthandels in den elektronischen Handel, vgl. *FAZ* vom 24. Februar 2000 Nr. 46, S. 31/33.

An dem Erfordernis der Verbringung änderte sich zunächst auch nichts durch eine zunehmende Einbeziehung börslich gehandelter Aktien in die Sammelverwahrung (§ 5 DepotG), die Zusammenfassung der einzelnen Aktien in Sammelurkunden (§ 9 a DepotG) sowie die Übertragung der einzelnen Anteile an der Sammelurkunde durch Umbuchung bei der verwahrenden Wertpapiersammelbank. Die Aktien mussten nämlich weiterhin von *deutschen* Wertpapiersammelbanken in eigenen Tresoren verwahrt werden. Das Depotgesetz erlaubte es nicht, Aktien zur Drittverwahrung ausländischen Wertpapiersammelbanken anzuvertrauen<sup>21</sup>. Bei grenzüberschreitenden Wertpapiergeschäften von den USA nach Deutschland mussten die Aktien daher in die Tresore der deutschen Wertpapiersammelbank verbracht werden. Die physische Verbringung der Aktien brachte jedoch neben dem Verlustrisiko vor allem einen hohen Zeit- und Kostenaufwand mit sich<sup>22</sup>. Daher waren vor allem Börsengeschäfte, mit denen man die Preisunterschiede für die gleichen Aktien an internationalen Börsenplätzen ausnutzt und tendenziell den Kursunterschied zum Ausgleich bringt (sog. *Arbitragegeschäfte*), zwischen den Märkten entweder nur unter erheblichen Schwierigkeiten durchführbar oder gar nicht<sup>23</sup>.

Als Behinderung von Direktnotierungen US-amerikanischer Namensaktien wirkte außerdem, dass deren Handel gegenüber den Inhaberaktien in Deutschland bis zum März 1997 einen enorm hohen Verwaltungsaufwand verursachte, da Namensaktien bis zu diesem Zeitpunkt nicht in die Girosammelverwahrung einbezogen werden konnten, sondern in Streifbandverwahrung genommen werden mussten, bei der die jeweilige Depotbank die effektiven Wertpapiere getrennt nach Depotkunden in ihren Tresoren aufbewahrt. Die Abwicklung der einzelnen Aktiengeschäfte war hierdurch sehr aufwendig und teuer, so dass trotz der grundsätzlichen Möglichkeit von Direktnotierungen US-amerikanischer Namensaktien, davon zunächst kaum Gebrauch gemacht wurde.

### III. Das AKV-Inhabersammelzertifikat

Um die Verbringung der Aktien von dem einen in das andere Land zu vermeiden und die einen hohen Verwaltungsaufwand verursachenden Namensaktien durch Inhaberpapiere zu ersetzen, ging man deshalb zur Zweitverbriefung US-amerikanischer Aktien über. Dazu erwarb der damalige Auslandskassenverein<sup>24</sup> (AKV), eine 100% Tochter der Deutsche Kassenverein AG (nunmehr Clearstream Banking AG<sup>25</sup>) treuhänderisch die ausländischen Originalaktien, gab für sie ein Inha-

<sup>21</sup> Vgl. zu dieser Problematik *Keßler*, Die Bank, 1985, 443 (443 ff.); *Kümpel*, WM 1985, 1381 (1381 ff.); *ders.*, WM 1976, 942 (942 ff.); *Ziganke*, WM 1971, 984 (984 ff.).

<sup>22</sup> Vgl. *Keßler*, Die Bank, 1985, 443 (444).

<sup>23</sup> *Keßler*, Die Bank, 1985, 443 (443 f.); *Kümpel*, WM 1985, 1381 (1383); *ders.*, WM 1976, 942 (943 f.).

<sup>24</sup> Die Deutsche Auslandskassenverein AG (AKV) wurde im Jahre 1971 gegründet.

<sup>25</sup> Im Jahre 1996 ist die Deutsche Auslandskassenverein AG mit der Deutsche Kassenverein AG verschmolzen worden, die vom 01.10.1997 bis zum 01.01.2000 als Deutsche Börse Clearing AG firmierte. Die Deutsche Börse AG

## 1. Kapitel

bersammelzertifikat aus und hinterlegte das Inhabersammelzertifikat, eine Dauerglobalurkunde im Sinne des § 9 a Abs. 3 DepotG<sup>26</sup>, in einem Girosammeldepot des Kassenvereins<sup>27</sup>. An dem Inhabersammelzertifikat erwarb der deutsche Anleger Miteigentum, indem ihm börsenmäßig lieferbare Girosammelanteile gutgeschrieben wurden. Ebenso wie im nationalen Aktienhandel wurde bei dieser Form der Zweitverbriefung die im deutschen Börsenrecht übliche sogenannte sachenrechtliche Konstruktion beibehalten. Durch die wertpapiermäßige Verbriefung sollte der Schutz des gutgläubigen Erwerbers gemäß den §§ 929 ff. BGB sichergestellt werden.

Der AKV wurde bei den in den USA üblichen Namensaktien als *Inhaber* eingetragen und galt damit gegenüber der US-amerikanischen Gesellschaft als Aktionär<sup>28</sup>. Die sich aus der Aktionärsstellung ergebenden Rechte vermittelte der AKV dem deutschen Sammelzertifikatsinhaber<sup>29</sup>. So leitete er z. B. die Bardividenden weiter und gab den Inhabern des Sammelzertifikats die Gelegenheit, Bezugsrechte auszuüben<sup>30</sup>. Die Aktien hingegen verblieben im Sitzstaat des Emittenten, den USA, und wurden dort durch eine Wertpapiersammelbank verwahrt. Diese Form der Zweitverbriefung US-amerikanischer Aktien war zwar, anders als bei vielen ausländischen Aktienrechten, die aus den verschiedensten Gründen nicht Gegenstand des deutschen Börsenhandels sein konnten<sup>31</sup>, nicht zwingend erforderlich, dennoch erleichterte sie deren Handel erheblich. Zum einen entfiel die Notwendigkeit, die Aktien nach Deutschland zu verbringen, zum anderen wurden so die unseren Namensaktien vergleichbaren US-amerikanischen *registered shares*, die ehemals in Deutschland einen hohen Verwaltungsaufwand verursachten, in Inhaberpapiere umgewandelt<sup>32</sup>.

---

wiederum fusionierte am 01.01.2000 mit der luxemburgischen Cedel International zur Clearstream Banking AG. Die Clearstream Banking AG ist Kreditinstitut und die einzige deutsche Wertpapiersammelbank im Sinne des § 1 Abs. 3 DepotG. Sie hat die Aufgabe, für Kreditinstitute, die das Depotgeschäft betreiben, die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren durchzuführen; sie ist zentrale Buchungs- und Clearingstelle.

<sup>26</sup> Vgl. *Than*, FS für Heinsius, 1991, 809 (832 f.); *Keßler*, ZKW 1990, 126 (126); *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/361; die Auslieferung von Einzelurkunden ist nämlich gemäß Ziff. 2 der Zertifikatsbedingungen (abgedruckt bei *Brink*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effekten giroverkehr, S. 179 f.) ausgeschlossen.

<sup>27</sup> Vgl. hierzu *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/360 f.; *Than*, FS für Heinsius, 1991, 809 (833); *Brink*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effekten giroverkehr, S. 117 f.

<sup>28</sup> Vgl. § 23 Abs. 1 b) Geschäftsbedingungen der Deutscher Auslandskassenverein AG, Fassung v. Oktober 1980; vgl. auch *Brink*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effekten giroverkehr, S. 118.

<sup>29</sup> Vgl. *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/360 ff. und 8/107b.

<sup>30</sup> Vgl. im Einzelnen Ziff. 3 der Zertifikatsbedingungen, abgedruckt bei *Brink*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effekten giroverkehr, S. 179 f.

<sup>31</sup> Nicht zum börslichen Handel zugelassen waren beispielsweise die unverbriefte spanische Aktie und das englische *share certificate*, die beide nicht als Wertpapiere im Sinne deutschen Rechts angesehen werden, sowie die japanische Aktie, die nicht in einer für den deutschen Handel verständlichen Sprache abgefasst ist; vgl. dazu *Heinsius*, ZKW 1971, 21 (24); *Heinsius/Horn/Than*, DepotG 1975, § 1 Rdnr. 26 (japanische Aktien) und Rdnr. 27 (englische Aktien).

<sup>32</sup> Ein ähnlicher Effekt wurde im sogenannten Treuhand giroverkehr erzielt, der an dieser Stelle aber nicht weiter zu erläutern ist, da Aktien in diesem Fall nicht an einer inländischen Börse gehandelt werden (vgl. zur Treuhand-Wertpapierrechtsgutschrift unter Auslandsaufbewahrung der Aktien auch *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/123 ff., sowie zu den Problemen der Inlandsaufbewahrung ausländischer Wertpapiere ohne inländische Börsennotierung, *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/104 ff.).

#### IV. Direktnotierung durch die Einführung des grenzüberschreitenden Effektengiroverkehrs

Diese Zweitverbriefung trug jedoch einem wesentlichen Gesichtspunkt beim Handel ausländischer Aktien nicht ausreichend Rechnung. An sich muss es nämlich möglich sein, dass eine deutsche Bank Aktien auch am Heimatmarkt der emittierenden Gesellschaft, in diesem Fall in den USA, kauft und sie in Deutschland verkauft. Dies ist erforderlich, um dem berechtigten Interesse der deutschen Anleger Rechnung zu tragen, eine an einer deutschen Börse notierte ausländische Aktie zu einem Kurs zu erwerben oder zu veräußern, der nicht wesentlich von dem der Heimatbörse abweicht<sup>33</sup>. Ebenso kann die Marktliquidität an kleineren Finanzmärkten nicht stets gewährleistet werden<sup>34</sup>, wenn Arbitragegeschäfte zwischen den Märkten nicht durchführbar sind.

Demgegenüber begünstigt die Zweitverbriefung eine Abschottung der verschiedenen Märkte und eine unterschiedliche Kursentwicklung, die durch einen zufälligen Unterschied von Angebot und Nachfrage an den einzelnen Kapitalmärkten entstehen<sup>35</sup>. So sehr also die Lieferung von Miteigentumsanteilen am Inhabersammelzertifikat des AKV gegenüber der Verbringung von Originalurkunden eine deutliche Vereinfachung bedeutete<sup>36</sup>; so war dennoch die Einführung des Inhabersammelzertifikats im Hinblick auf durchzuführende Arbitragegeschäfte noch unzulänglich. Voraussetzung eines jeden grenzüberschreitenden Handels mit Aktien ist nämlich, dass die im Ausland gekauften Wertpapiere innerhalb der Fristen, die für die Erfüllung des gleichtägigen Verkaufsgeschäftes im Inland gelten, „geliefert“ werden können. Gemäß den Usancen der deutschen Börsen sind alle Wertpapierkassengeschäfte am zweiten Börsentag nach dem Tag des Geschäftsabschlusses durch Lieferung zu erfüllen<sup>37</sup>. Die Einhaltung dieser Lieferfristen nach den deutschen Börsenusancen bereitete aber auch bei der Zweitverbriefung US-amerikanischer Aktien weiterhin erhebliche Schwierigkeiten<sup>38</sup>. Darüber hinaus war diese Art der Abwicklung immer noch zeit- und kostenaufwändig, weil nämlich Arbitragegeschäfte jeweils eine Entwertung und Neuausstellung von Urkunden (*issuance and cancellation*) erforderlich machten. Schnell und unkompliziert können demgegenüber Arbitragegeschäfte nur dann vorgenommen werden, wenn der grenzüberschreitende Handel US-amerikanischer Aktien durch bloße Umbuchungen erfolgen kann ohne jeweilige Entwertung und

---

<sup>33</sup> *BT-Drucks.* 10/1904, S. 7, hierbei ist auch auf die Empfehlung der EG-Kommission vom 25.7.1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiere hingewiesen worden, nach denen unterschiedliche Preise auf den verschiedenen internationalen Wertpapiermärkten möglichst vermieden werden sollten.

<sup>34</sup> *Meyer-Sparenberg*, WM 1996, 1117 (1119); *Than*, WM-Festgabe für Thorwald Hellner, 1994, 85 (88).

<sup>35</sup> *Meyer-Sparenberg*, WM 1996, 1117 (1119); *Kümpel*, WM 1985, 1381 (1383); *Keßler*, Die Bank 1985, 443 (444).

<sup>36</sup> In diesem Fall veranlasste die in den USA Aktien kaufende deutsche Bank zur Durchführung von Arbitragegeschäften, dass die Wertpapiere in das Sammeldepot des AKV eingeliefert wurden. Im Gegenzug veranlasste der AKV nach Hochschreibung des Inhaber-Sammelzertifikates um die Anzahl der erworbenen Aktien, dass der deutsche Kassenverein der deutschen Bank eine Girosammeldepotgutschrift erteilte.

<sup>37</sup> So z. B. § 14 Abs. 1 Geschäftsbedingungen der Börse Frankfurt; weitere Vorgaben zur Erfüllung von Wertpapiergeschäften enthalten Nr. 10-12 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte 1999; kommentiert von *Jütten-BuB*, Band 4, Rdnr. 7/72 f.

<sup>38</sup> Vgl. hierzu *Kümpel*, WM 1976, 942 (949).

## 1. Kapitel

Neuausstellung von Urkunden. In solchem Fall spricht man von einem *Effektengiroverkehr*, wie er in Deutschland zwischen den einzelnen Wertpapiersammelbanken bereits seit langem besteht.

Mit Einführung des § 5 Abs. 4 DepotG<sup>39</sup> im Jahre 1985 hat der deutsche Gesetzgeber es nun auch ermöglicht, US-amerikanische Aktien, die in Deutschland gehandelt werden, in den Effektengiroverkehr dadurch einzubeziehen, dass Girosammelanteile bei Verwahrern in den USA auf den deutschen Erwerber rein buchmäßig, das heißt ohne Bewegung von Wertpapierurkunden, übertragen werden. Dazu werden Kontenverbindungen mit den ausländischen Wertpapiersammelbanken unterhalten. Man spricht hier auch von der *Internationalisierung der deutschen Sammelverwahrung*. Da auf diese Weise die Belieferung von Börsengeschäften über ausländische Aktien ohne die Beibringung effektiver Stücke und, ohne dass Urkunden entwertet und neu ausgestellt werden müssten, durch schlichte Umbuchung erfolgen, bereitet die Einhaltung der Erfüllungsfristen den einzelnen Börsenplätzen keine Schwierigkeiten mehr<sup>40</sup>, so dass Arbitragegeschäfte nunmehr technisch problemlos und zügig durchführbar sind.

Der Direkthandel US-amerikanischer Aktien ist nach Einführung des § 5 Abs. 4 DepotG sowie nach der Etablierung einer Kontoverbindung zwischen der Clearstream Banking AG (vormals Deutsche Börse Clearing AG (DBC)), und dem größten US-amerikanischen Sammelverwahrer, der *Depository Trust Company (DTC)*, sowohl rechtlich möglich, als auch tatsächlich problemlos durchführbar. Mit dem internationalen Effektengiroverkehr zwischen den USA und Deutschland ist somit der direkte Handel US-amerikanischer Aktien in Deutschland nunmehr Realität geworden.

## V. Ergebnis

US-amerikanische Aktien erfüllen die Grundvoraussetzungen zum Handel an einer deutschen Börse. Die ehemals anstelle der Direktnotierung praktizierte Handelsform, die Zweitverbriefung über das AKV-Inhabersammelzertifikat, war dennoch zweckmäßig, weil die Direktnotierung die Verbringung der Aktien bei Geschäften zwischen Teilnehmern verschiedener Börsen erforderlich machte. Nach Einführung des § 5 Abs. 4 DepotG und der Aufnahme einer Kontoverbindung zwischen dem deutschen Sammelverwahrer, der Clearstream Banking AG, und dem größten US-Sammelverwahrer, der *Depository Trust Company*, im Jahre 1985 besteht dieses Hindernis nicht

---

<sup>39</sup> BGBl. 1985 I, S. 1507.

<sup>40</sup> Die Notwendigkeit eines internationalen Effektengiroverkehrs erkannte *Heinsius* schon einige Jahre zuvor, als er zu dieser Problematik ausführte: „In der Erkenntnis, dass alle auf ein Land beschränkten Maßnahmen notwendigerweise Stückwerk bleiben müssen und die Probleme des grenzüberschreitenden Effektenverkehrs auf die Dauer nur mit Hilfe eines internationalen Effektengiroverkehrs gelöst werden können, an den sämtliche im internationalen Effektengeschäft tätige Institute angeschlossen sind, ist der Deutsche Auslandskassenverein nach dem Konzept seiner Gründer von vorneherein so angelegt worden, dass er seinerseits die Voraussetzungen für die Teilnahme an einem solchen internationalen Effektengiroverkehr erfüllt.“ *Heinsius*, ZKW 1971, 21 (24).

mehr, da sämtliche rechtliche Einschränkungen weggefallen sind. Aktien US-amerikanischer Gesellschaften können daher in Deutschland an der Frankfurter Wertpapierbörse direkt notiert werden, ohne dass Schwierigkeiten bei der Vornahme von Arbitragegeschäften bestehen.

## § 2 Der börsliche Umlauf deutscher Aktien in den USA

Im Folgenden wird erörtert, unter welchen Voraussetzungen die Aktien deutscher Gesellschaften in den USA an der Direktnotierung teilnehmen können (I) und welche Bedeutung einer Zweitverbriefung über Aktienersatzscheine zukommt (II), bevor die Frage nach den Gründen für die Zurückdrängung der deutschen Inhaberaktie im US-amerikanischen Direkthandel der dortigen Börsen gestellt wird (III).

### I. Die Direktnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften

Ebenso wie *registered shares* in Deutschland als Aktien und damit als Wertpapiere im Sinne des Börsengesetzes und des Depotgesetzes akzeptiert werden, erfüllen deutsche Aktien den US-amerikanischen Wertpapierbegriff, sowohl als Inhaber- wie auch als Namensaktien (*bearer or registered certificates*). Sie werden als *certificated securities* im Sinne des § 8–102 *Uniform Commercial Code (UCC)*<sup>41</sup> angesehen<sup>42</sup>.

Obwohl damit eine entscheidende Voraussetzung für den Handel deutscher Aktien an US-amerikanischen Börsen gegeben ist, können deutsche Aktien in den USA nicht in allen Fällen an einer dortigen Börse direkt notiert werden. Verantwortlich dafür sind Vorschriften der US-amerikanischen Börsen und Sammelverwahrer, die nur ganz bestimmte Aktienarten für handelbar

<sup>41</sup> Bei dem *Uniform Commercial Code* handelt es sich um das wenn auch mit gewissen Modifikationen in allen Bundesstaaten der USA außer Louisiana übernommene Modellhandelsgesetzbuch.

<sup>42</sup> Vgl. dazu die Definitionen in § 8-102 *UCC*

(a) In this Article:

(2) „*Bearer form*“, as applied to a certificated security, means a form in which the security is payable to the bearer of the security certificate according to its terms but not by reason of an endorsement.

(4) „*Certificated Security*“ means a security that is represented by a certificate.

(13) „*Registered form*“, as applied to a certificated security, means a form in which:

(i) the security certificate specifies a person entitled to the security; and

(ii) a transfer of the security may be registered upon books maintained for that purpose by or on behalf of the issuer, or the security certificate so states.

(15) „*Security*“, except as otherwise provided in Section 8-103, means an obligation of an issuer or a share, participation, or other interest in an issuer or in property or an enterprise of an issuer:

(i) which is represented by a security certificate in bearer or registered form, or the transfer of which may be registered upon books maintained for that purpose by or on behalf of the issuer;

(ii) which is one of a class or series or by its terms is divisible into a class or series of shares, participations, interests, or obligations; and

(iii) which:

is, or is of a type, dealt in or traded on securities exchanges or securities markets; or

is a medium for investment and by its terms expressly provides that it is a security governed by this Article.

erklären. Anders als an der Frankfurter Wertpapierbörse können demnach an den meisten US-amerikanischen Börsen wie an den New Yorker Börsen *NYSE* und *AMEX* und der Computerbörse *NASDAQ* ausschließlich *Namensaktien* zum Handel zugelassen werden<sup>43</sup>. Dies stellt für viele deutsche Aktiengesellschaften ein entscheidendes Hindernis beim Gang an den US-amerikanischen Kapitalmarkt dar, weil in Deutschland üblicherweise Inhaberaktien emittiert werden<sup>44</sup>. Zurückzuführen ist die Durchsetzung der Inhaberaktie in Deutschland<sup>45</sup> auf die mit diesem Papier verbundene größere Investorenanonymität und Fungibilität, da die Aktieninhaber nicht in die Bücher der Gesellschaft eingetragen werden<sup>46</sup>. In den USA hingegen legt man großen Wert auf einen engen Kontakt zwischen Aktionär und Gesellschaft (*investor relation*<sup>47</sup>), der mit der namentlichen Festhaltung des Aktionärs in dem Register der Gesellschaft erreicht werden soll<sup>48</sup>. Wegen der Vorschriften der US-Börsen und der US-Sammelverwahrer kommen als Formen der Erschließung des US-amerikanischen Kapitalmarktes über eine Direktnotierung ausschließlich die folgenden beiden Möglichkeiten in Betracht. Es können „*Ordinary Shares*“ oder „*American Shares*“, auch als *New York Shares* bekannt<sup>49</sup>, ausgegeben werden. In beiden Fällen handelt es sich um die den deutschen Namensaktien vergleichbaren *registered shares*.

Im Unterschied zu den „*Ordinary Shares*“, die im Heimatland der jeweiligen Gesellschaft, also etwa auch in Deutschland, emittiert und gehandelt werden<sup>50</sup>, unterliegen die „*American Shares*“ amerikanischem Recht und ihr Nennbetrag lautet auf US-Dollar, soweit nicht nennwertlose Aktien ausgegeben werden. Für deutsche Aktiengesellschaften schied diese zweite Form der Kapitalmarktpräsenz bisher aus, da deutsche Aktien gemäß der §§ 6, 8 AktG auf einen Nennbetrag in Deutsche Mark lauten mussten und somit ein Rückgriff auf *American Shares* per Gesetz ausgeschlossen war. Seit der Neufassung der §§ 6, 8 AktG durch das Stückaktiengesetz vom 25.3.1998 sind nunmehr auch nennwertlose Aktien zugelassen, so dass damit auch für deutsche Aktiengesellschaften grund-

<sup>43</sup> Die *NYSE* gibt hierfür steuerliche Bestimmungen an, die eine ordnungsgemäße Besteuerung von Dividenden gewährleisten sollen. Für US-amerikanische *corporations* ist schon nach den meisten einzelstaatlichen Gesellschaftsrechten die Ausgabe von Inhaberpapieren untersagt.

<sup>44</sup> Nur in bestimmten Fällen ergibt sich für deutsche Gesellschaften die Verpflichtung zur Ausgabe von Namensaktien, nämlich dann,  
- wenn die Einlage noch nicht voll geleistet ist (§ 10 Abs. 2 AktG): die Aktiengesellschaft muss wissen, von wem sie den noch ausstehenden Betrag verlangen kann;  
- wenn die Übertragung der Aktien durch die Satzung von der Zustimmung der Aktiengesellschaft abhängig gemacht wird (§ 68 Abs. 2 AktG); denn nur so kann die (praktisch seltene) Vinkulierung der Aktien durchgesetzt werden.

<sup>45</sup> Die Inhaberaktie wurde allerdings erst mit dem Aktiengesetz von 1965 als die Regel-Aktienart eingeführt (§ 24 Abs. 1 a. F. AktG 1965). Zur Neuregelung von 1979 (Wegfall des Abs. 1) *Hüffer*, NJW 1979, 1065 (1066). Zur Gesetzesentwicklung in Deutschland hinsichtlich der auszugebenden Aktienart vgl. *Noack*, FS für Bezenberger, 2000, 291 (291 f.); *Happ*, FS für Bezenberger, 2000, 111 (112 ff.).

<sup>46</sup> *Zachert*, AG 1994, 207 (215).

<sup>47</sup> Zu dem Begriff *investor relation* *Ekkenga-Noack/Spindler*, Unternehmensrecht und Internet, S. 101 (101), 2001.

<sup>48</sup> *Zachert*, AG 1994, 207 (215).

<sup>49</sup> Vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis*, Offers and Sales of Securities by a Non-US Company in the US, S. 94, Fn. 315.

<sup>50</sup> *Royston*, North Carolina Journal of international law and commercial regulation 1985, 87 (87) Fn. 3; *Tomlinson*, Business Lawyer 1977, 463 (464).



sätzlich die Möglichkeit des Zugangs zum US-amerikanischen Eigenkapitalmarkt über „*American Shares*“ besteht. Der Vorteil des Kapitalmarktzugangs über „*American Shares*“ liegt für ein in den USA operativ tätiges Unternehmen darin, dass hierdurch eine währungskongruente Eigenkapitalfinanzierung erreicht werden kann<sup>51</sup>.

Der grenzüberschreitende Effektenverkehrsverkehr von Deutschland in die USA ist mittlerweile ebenso verwirklicht wie in der Gegenrichtung, da die Kontoverbindung zwischen der Clearstream Banking AG und der *Depositary Trust Company* seit dem Börsengang der *DaimlerChrysler AG* keine Einbahnstraße in Richtung Deutschland mehr ist und in den USA gehandelte deutsche Aktien zur Sammelverwahrung in Deutschland zugelassen sind<sup>52</sup>. So erübrigt sich auch hier die Verbringung der Aktienurkunden bzw. als Ersatz für die Verbringung deren Entwertung in Deutschland mit anschließender Neuausgabe in den USA.

## II. Zweitverbriefung über Aktienersatzscheine (*American Depositary Receipts*)<sup>53</sup>

Ogleich deutsche Aktien an den US-Börsen im Wege der Direktnotierung gehandelt werden können, ist die bis heute vorherrschende Form der Kapitalmarktpräsenz die Notierung über Aktienersatzscheine, sogenannte *American Depositary Receipts (ADR)*<sup>54</sup>. Dies liegt daran, dass Inhaberaktien an den US-Börsen nicht zum Handel zugelassen sind. Ähnlich wie das Inhabersammelzertifikat des AKV die *registered shares* US-amerikanischer Gesellschaften in Inhaberpapiere umwandelt, transformiert das *ADR* als Ersatzschein das deutsche Inhaberpapier in ein Orderpapier. Die Originalaktie braucht wiederum nicht in die USA verbracht zu werden. Mit der Einführung der *ADR* wurde ein rechtliches Instrument geschaffen, mit dem die deutsche Inhaberaktie in den USA als Namensaktie gilt und damit dort gehandelt werden kann.

<sup>51</sup> Keutner, Die Emission von Euro-Aktien aus der Sicht der Marktteilnehmer, 1989, S. 73 f.; Schulte, Internationaler Aktienemissionsmarkt, S. 239.

<sup>52</sup> Das Hindernis für Kontoverbindungen (wie im deutschen Recht gemäß § 5 Abs. 4 DepotG) bestand im US-amerikanischen Recht darin, dass ausländische Sammelverwahrer grundsätzlich nicht unter den Begriff der Verwahrbank (*custodian bank*) im Sinne des *UCC* § 8 von 1978 fielen (vgl. *UCC* § 8-320(1)(a), *UCC* § 8-102(4) alte Fassung von 1978). Gemäß der Definition in § 8-102 (4) musste ein Finanzinstitut, das die Voraussetzungen des Begriffs der *custodian bank* i.S.d. *UCC* § 8-320(1)(a) sowie *UCC* § 8-102 (4) erfüllt, US-amerikanischer Aufsicht unterliegen. Daher waren Kontoverbindungen dergestalt, wie sie im deutschen Recht durch die Regelung des § 5 Abs. 4 DepotG ermöglicht wurden, nach amerikanischem Recht grundsätzlich nicht zulässig. Dies gilt mittlerweile nicht mehr für den Staat New York. Hier wurde durch die Gesetzesänderung des *UCC* im Jahre 1994 klargestellt, dass auch ausländischem Recht unterliegende Clearingorganisationen mit der Verwahrung der Wertpapiere betraut werden können. In den Bundesstaaten, in denen diese Modifikationen des *UCC* (bisher) nicht vorgenommen wurden, können US-amerikanische Clearinggesellschaften ausländische Verwahrbanken nach wie vor nicht mit der Sammelverwahrung beauftragen.

<sup>53</sup> Einen Überblick über dieses Rechtsinstrumentarium bieten: Roquette/Stanger, WM 1994, 137 (138 f.); Zachert, ZIP 1993, 1426 (1427 ff.); Zachert, DB 1993, 1985 (1985 ff.); Zachert, AG 1994, 207 (216 f.); Böckenhoff/Ross, WM 1993, 1781 ff. (Teil I) und S. 1825 ff. (Teil II), Röhler, *American Depositary Shares*.

<sup>54</sup> Von den vierzehn an der *New York Stock Exchange* notierten deutschen Unternehmen haben zwölf *American Depositary Receipts* ausgegeben. Lediglich die *DaimlerChrysler AG* und die *Celanese AG* sind über Namensaktien (*global share*) direkt notiert.

Rechtstechnisch spielt sich die Zweitverbriefung über ein *ADR* wie folgt ab:

Eine US-Depotbank (*depository bank*) stellt über eine oder mehrere Aktien<sup>55</sup> eventuell auch nur über einen Bruchteil einer Aktie<sup>56</sup> ein Zertifikat aus. Da es sich hierbei um ein US-amerikanisches Wertpapier handelt, unterliegt das Zertifikat US-amerikanischem Recht. Als Aktionär wird derjenige Erwerber eingetragen, dessen Anspruch gegenüber der Bank auf Vermittlung der aus der zugrundeliegenden Aktie resultierenden Rechte in dem *ADR* verbrieft wird. Die Originalaktie wird für die US-amerikanische Bank, die das *ADR* ausgestellt hat, in Deutschland verwahrt.

Im Hinblick auf den Träger bzw. Initiator ist zwischen zwei Typen von *ADR*-Programmen zu unterscheiden. Einerseits kann ein *ADR*-Programm ohne Beteiligung und sogar ohne Zustimmung des jeweiligen deutschen Unternehmens als sogenanntes *unsponsored ADR-program* aufgelegt werden, andererseits besteht die Möglichkeit, ein *ADR*-Programm unter Beteiligung des deutschen Unternehmens als sogenanntes *sponsored ADR-program*, aufzulegen. Nur im letzten Fall wird zwischen der Depotbank und dem Unternehmen ein Hinterlegungsvertrag („*depository agreement*“) abgeschlossen, in dem sich die Depotbank verpflichtet, die Inhaber der *ADR* über Bezugsrechtsangebote, Stimmrechtsvollmachten<sup>57</sup> und sonstige für den Inhaber des Zertifikats, den Anleger, wesentliche Informationen<sup>58</sup> zu unterrichten. Demgegenüber müssen sich Inhaber von *unsponsored ADR* ihre Informationen selbst beschaffen. Außerdem übernimmt im Falle eines *sponsored ADR-program* die Depotbank die Verwaltung der deutschen Aktien bei einer in Deutschland ansässigen Hinterlegungsbank, der sogenannten *custodian bank*, die im Einverständnis mit der deutschen Gesellschaft von der Depotbank ausgewählt wird<sup>59</sup>. Die Hinterlegungsbank übernimmt ihrerseits den Verkauf der deutschen Aktien in Deutschland, wenn *ADR* in den USA zurückgegeben werden und somit die den *ADR* zu Grunde liegenden deutschen Aktien wieder verkauft werden können.

Derzeit überwiegen die *sponsored ADR*-Programme, da ein *sponsorship* erforderlich ist, falls die *ADR* an einer US-amerikanischen Börse (*NYSE* oder *AMEX*) notiert<sup>60</sup> oder in Verbindung mit einer öffentlichen Emission ausgegeben werden sollen<sup>61</sup>. Im Hinblick hierauf können *unsponsored ADR*-Programme mithin im Folgenden außer acht gelassen werden.

<sup>55</sup> Das Instrument des *ADR* ist nicht auf Aktien beschränkt. *ADR* können für jegliche Arten von Wertpapieren ausgegeben werden.

<sup>56</sup> *Royston*, North Carolina Journal of international law and commercial regulation 1985, 87 (87); vgl. auch zu der früher benutzten Terminologie, wonach als *ADR* die Urkunden und als *depository shares* die in diesen Urkunden verbrieften Rechte bezeichnet wurden *Böckenhoff/Ross*, WM 1993, 1781 (1783); *Royston*, North Carolina Journal of international law and commercial regulation 1985, 87 (87).

<sup>57</sup> Die Depotbank übernimmt die Stimmrechtsausübung gemäß den Instruktionen des *ADR*-Inhabers.

<sup>58</sup> *Adler/Bieber*, Butterworths Journal of International Banking and Finance, July 1989, 308 (308).

<sup>59</sup> In der Regel handelt es sich bei der *custodian bank* um eine Auslandsfiliale der *depository bank*.

<sup>60</sup> *Böckenhoff/Ross*, WM 1993, 1781 (1785).

<sup>61</sup> *Adler/Bieber*, Butterworths Journal of International Banking and Finance, July 1989, 308 (309).

### III. Die Frage nach den Gründen für die Ablehnung von Inhaberaktien im Direkthandel

Ist es nach alledem deutschen Unternehmen in den USA, anders als US-amerikanischen Unternehmen in Deutschland, verwehrt, die im Heimatland bislang vorherrschende Aktienform börslich handeln zu lassen, so stellt sich die Frage, ob es eine Erklärung dafür gibt, dass an den meisten US-Börsen nur Namensaktien gehandelt werden und dass die Wertpapiersammelbanken zur Verwahrung nur Namensaktien zulassen, nicht aber die in Deutschland vorwiegend ausgegebenen Inhaberaktien.

Rechtliche Einschränkungen sind hier nicht erkennbar, da der *Uniform Commercial Code* Inhaberaktien ausdrücklich zum Handel zulässt<sup>62</sup> und sie auch als für eine Sammelverwahrung geeignet bezeichnet<sup>63</sup>. Die ausschließliche Zulassung der Namensaktie könnte auf die mit ihr gegebene enge Verbindung zwischen Gesellschaft und Anteilseigner zurückzuführen sein, auf die man in den USA besonderen Wert legt. Insoweit könnte deren Ausgabe als Maßnahme zur Festigung der *investor relation* angesehen werden<sup>64</sup>. Einen überzeugenden Grund, die Inhaberaktie auszuschließen, stellt dies jedoch nicht dar, denn in der Praxis hat sich der Handel mit Namensaktien in den USA dem Handel mit Inhaberaktien weitgehend angenähert<sup>65</sup>.

Anstelle des Anlegers wird nämlich in der Regel ein Dritter, der die Namensaktien für den wirtschaftlichen Inhaber (*beneficial owner*<sup>66</sup>) hält, in das Aktienregister eingetragen. Im Falle der Sammelverwahrung handelt es sich bei dem eingetragenen Aktionär (*record oder legal holder*<sup>67</sup>) um einen von der Wertpapiersammelbank beauftragten *nominee*<sup>68</sup>. So sehr hierdurch auch die Anonymität der Inhaber und die leichte Übertragbarkeit der Aktien durch die Einschaltung eines Dritten gesteigert werden, da die für Namensaktien sonst erforderliche Umschreibung im Aktienregister entfällt, so gehen doch auf der anderen Seite die der Ausgabe von Namensaktien typischerweise

---

<sup>62</sup> § 8-102 (a)(15)(i) *UCC*.

<sup>63</sup> Dies ergibt sich aus einer Zusammenschau von § 8-102(a)(5), (9) und (15) *UCC*.

<sup>64</sup> *Zachert*, AG 1994, 207 (215).

<sup>65</sup> *Meyer-Sparenberg*, WM 1996, 1117 (1122).

<sup>66</sup> Dieser Begriff wird in rule 13d-3 *SEA* (17 CFR 240.13d-3) folgendermaßen definiert: A beneficial owner includes any person who, directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise has or shares (1) Voting power or (2) Investment power. Zu den Einzelheiten vgl. rule 13d-3 *SEA*.

<sup>67</sup> Dieser Begriff wird definiert in rule 14a-1(i) *SEA* (17 CFR 240.14a-1(i)).

<sup>68</sup> Das rechtsformale Eigentum (*legal ownership*), der „*title*“ im Sinne des *Common Law*, liegt bei der im Register als Aktionär eingetragenen Institution. Von der *legal ownership* ist zu unterscheiden die *beneficial ownership*; sie beinhaltet nicht nur obligatorische Ansprüche, sondern auch eine „*equitable ownership*“, also Eigentum nach *Equity*-Recht, geschützt durch die *Courts of Equity*. Nach US-amerikanischem Recht ist diese Rechtsstellung als eine Art dingliche Belastung des formalen Eigentums der im Register eingetragenen Institution anzusehen. Bei Vorliegen einer *beneficial ownership* fallen die zugrundeliegenden Aktienrechte nicht in die Insolvenzmasse des *legal owner* und sind gegen Vollstreckungen seiner Gläubiger geschützt. Bei einer entgeltlichen treuwidrigen Verfügung des *legal owner* wird jedoch der gutgläubige Erwerber geschützt.

immanenten Vorzüge verloren. Eine direkte Ansprache des wirtschaftlichen Inhabers der Aktie ist nicht mehr möglich.

Dass letztlich über den *nominee* doch der Kontakt zwischen Gesellschaft und Inhaber der Aktienrechte gewährleistet wird,<sup>69</sup> liegt nicht an der Ausgabe von Namensaktien, da wie gesagt nicht der materiell Berechtigte, sondern ein Dritter in das Aktienregister eingetragen wird. Grund hierfür ist eine Treuhandvereinbarung zwischen dem wirtschaftlichen Anteilsinhaber und dem *nominee*. Eine solche Vereinbarung, in der die Vermittlung von Aktionärsrechten versprochen wird, kann aber auch im Falle der Ausgabe von Inhaberaktien durch eine Vereinbarung zwischen der amerikanischen Sammelbank und der deutschen Aktiengesellschaft gewährleistet werden, wie dies umgekehrt zugunsten deutscher Aktionäre für US-amerikanische Aktien geschieht, die von der Clearstream Banking AG in den deutsch-amerikanischen Effektengiroverkehr einbezogen werden<sup>70</sup>. Es zeigt sich somit, dass unter dem Gesichtspunkt der Beziehung der Gesellschaft zum Kapitalanleger keine Notwendigkeit besteht, an den US-Börsen ausschließlich Namensaktien zuzulassen. Auch beim Handel deutscher Inhaberaktien könnte durch eine Vereinbarung mit der deutschen Aktiengesellschaft dem Interesse des Anlegers an einer engen Verbindung zwischen ihm und der Gesellschaft in dem Maße entsprochen werden, wie dies in der USA unter dem Handel von Namensaktien der Fall ist.

Auch steuerliche Gesichtspunkte sprechen nicht gegen eine Zulassung von Inhaberaktien an den US-Börsen. Weder wird durch die Namensaktie in den USA die Erhebung der Stempel- und Kapitalzuwachssteuer<sup>71</sup> erleichtert, noch wird durch sie der Steuerhinterziehung vorgebeugt<sup>72</sup>. Auch solche Überlegungen gehen nämlich von der Prämisse aus, dass der steuerpflichtige Anleger in das Buch der Gesellschaft eingetragen wird. Bei der Verwendung von Aktienersatzscheinen (*ADR*) lauten die Zertifikate aber auf den Namen eines *nominee* und gerade nicht auf den Namen des letztlich steuerpflichtigen Anlegers<sup>73</sup>. Und das ist in den USA zur gängigen Praxis geworden. Da mithin kein Grund ersichtlich ist, der die Ablehnung deutscher Inhaberaktien im US-amerikanischen Direkthandel verständlich macht, bleibt abzuwarten, ob nicht die US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde (*Securities Exchange Commission (SEC)*), die einzelnen Börsen und die Sammelverwahrer von ihrer bisherigen ablehnenden Haltung gegenüber den deutschen Inhaberaktien in Zukunft abrücken. Dann bestünde für deutsche Unternehmen, die eine Direktnotierung in den USA

<sup>69</sup> Zachert, AG 1994, 207 (215); Delorme, Die Girosammelverwahrung von ausländischen Wertpapieren und der Effektengiroverkehr mit dem Ausland, 1974, 93 (94 f.); Bruns, Zur Problematik einer rationelleren Abwicklung grenzüberschreitender Effektengeschäfte, 10 f.; ders., Entwicklungsprobleme des Effektenwesens, 1966, S. 44-46.

<sup>70</sup> Than, WM-Festgabe für Thorwald Hellner, 1994, 85 (93).

<sup>71</sup> Vgl. dazu Honeygold, International finance markets, 1991, S. 96.

<sup>72</sup> Vgl. dazu Higgins, Analysis for Financial Management, 1992, S. 161.

<sup>73</sup> Than, WM-Festgabe für Thorwald Hellner, 1994, 85 (93).

anstreben, nicht mehr die Notwendigkeit, Namensaktien auszugeben oder gar von Inhaber- auf Namensaktien umzustellen.

#### IV. Ergebnis

Deutsche Aktiengesellschaften sind beim Gang an eine US-amerikanische Börse bei der Wahl der Handelsform ihrer Aktien insofern eingeschränkt, als eine Direktnotierung ausschließlich mit deutschen Namensaktien möglich ist, nicht aber auch mit deutschen Inhaberaktien. Um dennoch mit deutschen Inhaberaktien auf dem US-Markt handeln zu können, bedient sich die Praxis einer Zweitverbriefung über Aktienersatzscheine, die *American Depositary Receipts*. Hierdurch werden deutsche Inhaberaktien in den USA in Orderpapiere transformiert. Der Grund für die Nichtzulassung von Inhaberaktien zur Direktnotierung liegt nicht in rechtlichen Hindernissen, sondern allein in von der Sache her nicht gerechtfertigten besonderen Anforderungen der US-amerikanischen Börsen und Sammelverwahrer an die Aktienart.

#### § 3 Zur Wahl zwischen der deutschen Namensaktie und der Zweitverbriefung von Inhaberaktien in den USA

Deutsche Unternehmen können ihre Aktien an einer US-amerikanischen Börse entweder über eine Direktnotierung, nämlich bei der Ausgabe von Namensaktien, oder über eine Zweitverbriefung mit Hilfe von Aktienersatzscheinen, den *American Depositary Receipts (ADR)*, handeln lassen. Waren deutsche Aktiengesellschaften früher an US-amerikanischen Börsen ausschließlich über *ADR* präsent, so sind neuerdings bereits einige Unternehmen in den USA über *Ordinary Shares*, Aktien nach deutschem Recht also, direkt notiert<sup>74</sup>. Diese Entwicklung wirft die Frage auf, ob die zunehmende Erschließung des US-amerikanischen Kapitalmarktes in Form der Direktnotierung<sup>75</sup> tatsächlich die sinnvollere Kapitalmarktzugangsform für deutsche Aktiengesellschaften darstellt. Zur Beantwortung der Frage sind sowohl rechtliche als auch wirtschaftliche Überlegungen vorzunehmen.

Zunächst ist festzuhalten, dass sich die rechtlichen Rahmenbedingungen des Kapitalmarkts beim Zugang über *ADR* und bei der Direktnotierung ebensowenig unterscheiden wie die Anforderungen an die Zulassung zur Börse, insbesondere die Publizitäts- und Offenlegungspflichten<sup>76</sup>. Auch die Voraussetzungen des Handels sind die gleichen, da im Falle einer Börsennotierung sowohl beim

<sup>74</sup> Als Beispiele sei hier die *DaimlerChrysler AG* genannt.

<sup>75</sup> Bei der Direktnotierung bleibt der Zugang über *American Shares* außer Betracht, da diese Form des Kapitalmarktzugangs für deutsche Unternehmen keine Rolle spielt und auch nicht abzusehen ist, dass sich dies in Zukunft ändern wird; das *New York Registered Share Listing* wird aber von einigen niederländischen Unternehmen als Variante zu der Ausgabe von *ADR* bevorzugt, so z. B. von der *Philips N.V.*, der *Polygram N.V.* und der *Unilever N.V.*

<sup>76</sup> Dies gilt zumindest soweit ein *ADR*-Programm mit dem Ziel eines Börsenlistings aufgelegt wird.

Handel von *ADR* als auch bei einer Direktnotierung über deutsche Namensaktien eine Registrierungsstelle (*registrant*) und ein Transferagent (*transfer agent*) in den USA eingeschaltet werden müssen<sup>77</sup>. Dennoch unterscheiden sich die Notierung über *ADR* und die Direktnotierung in wesentlichen Punkten. Die jeweilige Kapitalmarktzugangsform hat unterschiedliche Vor- und Nachteile:

### I. ADR-Listing

Bis zum Jahr 1994 sprach insbesondere das sogenannte *Nennbetragsargument* für die Ausgabe von *ADR*. Wegen des bis dahin höheren Nennbetrages deutscher Aktien wiesen sie in der Regel einen höheren Börsenkurs auf als vergleichbare US-amerikanische Aktien, das heißt US-amerikanische Aktien, die Anteile an Unternehmen gleicher Wirtschaftszweige repräsentieren. Daher ergab sich für die am US-amerikanischen Kapitalmarkt präsenten deutschen Unternehmen die Notwendigkeit, den Börsenkurs der ausgegebenen Wertpapiere in etwa dem des vergleichbaren US-amerikanischen Papiers anzupassen<sup>78</sup>. Um dies zu erreichen, bot sich das *ADR* als Instrumentarium an, da es auch einen bloßen Teil einer Aktie verbriefen, den Nennbetrag der Aktie gewissermaßen aufgespalten konnte.

Mit der Neufassung des § 8 AktG von 1994, wonach der Mindestnennbetrag deutscher Aktien zunächst auf DM 5,-<sup>79</sup> und im Jahr 1998 durch eine weitere Neufassung auf einen Euro herabgesetzt wurde, hat das Nennbetragsargument aber entscheidend an Bedeutung verloren. Die Ausgabe sogenannter *penny stocks*, hochspekulativer Aktien, die meist weniger als einen Dollar kosten, ist allerdings trotz der Zulassung von Stückaktien<sup>80</sup> in Deutschland im Jahre 1998 für deutsche Gesellschaften weiterhin nicht möglich. Anders als in den USA, wo es die echte nennwertlose Aktie gibt<sup>81</sup>, ist in Deutschland nämlich lediglich die unechte nennwertlose Stückaktie zugelassen. Von der sogenannten „echten“ nennwertlosen Aktie spricht man, wenn eine Verknüpfung mit dem Grundkapital fehlt, andernfalls von der sogenannten „unechten“ nennwertlosen Aktie. Der auf jede deutsche Stückaktie entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals darf den Betrag von 1 Euro aber nicht unterschreiten (§ 8 Abs. 3 S. 3 AktG)<sup>82</sup>. Allerdings ist zum einen zu bedenken, dass die gro-

<sup>77</sup> Bei *ADR* ist dies in der Regel die *Depository Bank*. Sie führt ein Register der *ADR*-Inhaber, stellt die *ADR*-Zertifikate aus und ist für die Auszahlung von Dividenden und die Weiterleitung von Geschäftsberichten an die Anteilinhaber verantwortlich.

<sup>78</sup> Die Handelseinheit für eine Daimler-Benz Aktie an der *NYSE* in Form eines *ADR*-Programms betrug bei deren Einführung am 05.10.93 lediglich 1/10 einer Aktie im Nennbetrag von DM 50,-.

<sup>79</sup> Neufassung von § 8 Abs. 1 Satz 1 AktG (inzwischen: § 8 Abs. 2 Satz 1 AktG) durch die Aktienrechtsreform 1994, Zweites Finanzmarktförderungsgesetz; dazu *Seibert AG* 1993, 315 (315).

<sup>80</sup> *Funke AG* 1997, 385 (385); vgl. auch *Ekkenga*, WM 1997, 1645 (1645 ff.).

<sup>81</sup> Dies hängt damit zusammen, dass US-Gesellschaften kein nominelles Grundkapital i.S.d. kontinentaleuropäischen Rechtsverständnisses (mehr) haben, dazu *Hirte*, WM 1991, 753 (756); vgl. zur nennwertlosen Aktie auch *Rosen/Helm*, Die nennwertlose Aktie, 1997, 1 (14); *Schwung*, WiB 1997, 113 (115); *Kübler*, WM 1990, 1853 (1855).

<sup>82</sup> Dass die Aktiengesellschaften ein Grundkapital und die Aktien einen Bezug dazu haben müssen, schreibt die Zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie des Rates (sogenannte Kapitalrichtlinie, Nr. 77/91 EWG – ABl. EG Nr. L

ßen US-amerikanischen Unternehmen keine *penny stocks* ausgeben, und zum anderen, dass nach Zulassung der Stückaktie mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital in Höhe von 1 Euro deutsche Unternehmen ihre Aktien den *penny stocks* anpassen können. Zwar müssen deutsche Unternehmen, die an den US-Kapitalmarkt gehen wollen, auf Stückaktien umstellen, sofern sie einen geringeren international vergleichbaren Börsenkurs erreichen wollen. Größtenteils aber haben die Unternehmen heute bereits unabhängig vom Gang an den US-Kapitalmarkt mit Rücksicht auf die Einführung des Euro auf Stückaktien umgestellt<sup>83</sup>. Das Nennbetragsargument gegen eine Direktnotierung in den USA ist daher nahezu bedeutungslos geworden.

Für den Handel von ADR könnte aber sprechen, dass damit dem Problem des „*flow back*“ begegnet werden könnte. Unter dem „*flow back*“ versteht man den Rückfluss von im Ausland gehandelten Aktien in das Heimatland des Emittenten, wodurch der beabsichtigten Aktienstreuung und Imageverbesserung des Unternehmens entgegengewirkt wird. Durch einen solchen Aktienrückfluss wird überdies das Angebot auf dem Heimatmarkt vergrößert, was in der Regel zu Kursrückgängen führt. Der *flow back* kann durch die Ausgabe von ADR zwar nicht völlig beseitigt werden, immerhin besitzt aber bei einem ADR-Programm die US-amerikanische Depositärbank aufgrund ihrer direkten Beziehung zum Investor gute Möglichkeiten, auf die gewünschte Aktionärsbreite und ein längeres Halten der Aktien hinzuwirken. Einen entscheidenden Vorteil gegenüber dem Handel mit Namensaktien stellt dies allerdings nicht dar, da auch bei der Ausgabe von Namensaktien eine enge Verbindung unmittelbar zwischen Aktionär und Unternehmen besteht.

Ebenfalls heute nicht mehr von Bedeutung ist die Übernahme von Serviceleistungen durch die Depotbank wie z. B. die Einziehung der Dividenden, die landesgerechte Informationsübermittlung oder die Stimmrechtszuteilung<sup>84</sup>. Denn beim Direkthandel mit Namensaktien ist der einzelne US-amerikanische Investor dem deutschen Unternehmen bekannt, so dass ohnehin ein enger Kontakt zwischen Anleger und der Aktiengesellschaft besteht. Wird aber statt des wirtschaftlichen Inhabers der Aktien und für ihn ein Dritter in das Aktienregister der Gesellschaft eingetragen, so übernimmt dieser sogenannte *nominee* die gleichen Serviceleistungen wie bei Inhaberaktien die Depositärbank.

---

26 vom 31. Januar 1977, S. 1 ff.) zwingend vor. Dadurch ist der Einführung der echten nennwertlosen Aktie in der EU derzeit ein Riegel vorgeschoben.

<sup>83</sup> Vgl. dazu *Zachert*, AG 1994, 207 (214); *Seibert* weist in AG 1993, 315 (317) darauf hin, dass einem Aktiensplitting keine rechtlichen Hindernisse entgegenstehen, sofern eine ordnungsgemäße Satzungsänderung nach § 23 Abs. 3 AktG stattgefunden hat.

<sup>84</sup> *Zachert*, ZIP 1993, 1426 (1430).

## II. Direktnotierung über Namensaktien

Für den Kapitalmarktzugang über Namensaktien nach deutschem Recht, die *Ordinary Shares* also, spricht, dass die US-amerikanischen Anleger diesen Papieren eine höhere Akzeptanz entgegenbringen<sup>85</sup>. Die dadurch erreichte stärkere Anbindung an und Identifikation mit der Gesellschaft wird als wünschenswert betrachtet<sup>86</sup>. Soweit demgegenüber angenommen wird, die *ADR* stießen bei US-Anlegern deshalb auf eine höhere Akzeptanz, weil es sich um in den USA weit verbreitete US-amerikanische Papiere handelt, die zudem in US-Dollar notiert seien, ist dem entgegenzuhalten, dass selbst wenn sich einzelne Anleger vom Kauf einer in Euro notierten Aktie abhalten lassen sollten, *ADR* schon wegen ihrer Bezeichnung als Zweitverbriefungen im Handel im Verhältnis zu *shares of US registry* eher als ausländische Papiere identifizierbar sind. Darüber hinaus werden vielfach Stückaktien ausgegeben werden, die gemäß § 8 Abs. 3 S. 1 AktG auf keinen Nennbetrag lauten, so dass diese Argumentation an Bedeutung verliert<sup>87</sup>.

Des Weiteren sind Investoren an klaren und einfach zu durchschauenden Vertragsstrukturen interessiert, wie sie bei einer Direktnotierung gegeben sind, wohingegen beim *ADR*-Handel die Gestaltung des Vertragswerkes zwischen emittierender Gesellschaft, Depositärbank und US-amerikanischem Anleger vergleichsweise kompliziert ist<sup>88</sup>. Es entsteht eine Reihe ungelöster Rechtsfragen, insbesondere haftungsrechtlicher Art<sup>89</sup>.

Zu guter Letzt – und das ist entscheidend – erhält auch der US-Investor den unmittelbaren Aktionärsstatus, da die Ausgabe eines „Surrogats“ entfällt. Er wird somit hinsichtlich aller unternehmerischen Aktivitäten, wie zum Beispiel bei Dividendenzahlungen und Stimmrechtsvollmachten, den deutschen Aktionären gleich behandelt. Dies verbessert das Unternehmensimage und stärkt die Identifikation des Anlegers mit dem Unternehmen.

Von besonderer Relevanz ist in diesem Zusammenhang, dass dem US-Anleger beim Direkthandel von Namensaktien in den USA bei einer Kapitalerhöhung ohne weiteres gemäß § 186 Abs. 1 AktG auch Bezugsrechte zustehen. Das Unternehmen ist – sofern man von der Möglichkeit des Bezugsrechtsausschlusses absieht – gegenüber dem Anleger zur Gewährung des Bezugsrechts verpflichtet. Demgegenüber ist der *ADR*-Inhaber schlechter gestellt, da nach seinem Hinterlegungsvertrag mit

<sup>85</sup> Meyer-Sparenberg, WM 1996, 1117 (1121).

<sup>86</sup> In diesem Sinne auch *DAI-Stellungnahme* zum NaStraG-Entwurf v. 15. Dezember 1999, Frankfurt am Main, S. 2.

<sup>87</sup> Auch die Aktie der *DaimlerChrysler AG* (DCX-Aktie) wird als Stückaktie ausgegeben.

<sup>88</sup> Bungert/Paschos, DZWir 1995, 221 (225 ff.).

<sup>89</sup> Vgl. zu den Rechtsproblemen des *ADR*-Mechanismusses Meyer-Sparenberg, WM 1996, 1117 (1123); Bungert/Paschos, DZWir 1995, 221 (225 ff.) sowie die ausführliche Darstellung von Röhler, *American Depositary Shares*, S. 149 ff.



der Depositärbank (*depository agreement*) im Fall einer Kapitalerhöhung der deutschen Gesellschaft die Vermittlung des Bezugsrechts in das Ermessen der Bank gestellt ist. Eine solche Vereinbarung ist zweckmäßig, weil die Gewährung von Bezugsrechten bereits wegen US-amerikanischer kapitalmarktrechtlicher Vorschriften erhebliche Schwierigkeiten verursacht. Ebenso wie die ADR stellen nämlich auch die Bezugsrechte *securities* im Sinne des US-Rechts dar, die einer Registrierung unter *Section 5* des *Security Act* von 1933 (SA) bedürfen<sup>90</sup>, sofern sie US-Bürgern öffentlich zum Verkauf angeboten werden. Da eine Registrierung seitens der deutschen Gesellschaft in der Regel unterbleibt, werden die Bezugsrechte in Geld abgegolten<sup>91</sup>, indem die Depositärbank sie in Deutschland verkauft und den Erlös den ADR-Inhabern gutschreibt. In dieser meist auf Betreiben der das Programm einrichtenden Aktiengesellschaft zustande gekommenen Regelung liegt nicht ein sogenannter faktischer Bezugsrechtsausschluss, selbst wenn man davon ausgeht, dass die Depositärbank in der Regel die Bezugsrechte verwerten statt ausüben wird<sup>92</sup>. Denn unter einem faktischen Bezugsrechtsausschluss versteht man tatsächliche Erschwernisse, die einem Bezugsrechtsausschluss gleichkommen, trotz formalrechtlicher Gewährung des Bezugsrechts<sup>93</sup>. Entscheidend ist daher, dass bei der Ausgabe von Namensaktien nicht ein Depositär, sondern ausschließlich die Gesellschaft das Bezugsrecht ausschließen kann. In diesem Fall steht dem Aktionär dann aber die Möglichkeit offen, Anfechtungsklage zu erheben.

Ein weiterer Vorteil der Ausgabe von Namensaktien in den USA liegt darin, dass unter dieser Voraussetzung international Unternehmenskäufe finanziert werden können. In vielen Fällen sind die Aktionäre der zu übernehmenden Gesellschaft nämlich nicht daran interessiert, bar bezahlt zu werden. Vielmehr verlangen sie eine Auszahlung in Aktien der übernehmenden Gesellschaft. Das ist aber nur möglich, wenn eine international fungible Aktienart als „Zahlungsmittel“ angeboten wird<sup>94</sup>. Da die Namensaktie aber insbesondere im anglo-amerikanischen Raum wesentlich verbreiteter ist als die Inhaberaktie, bietet die Notierung über Namensaktien in dieser Hinsicht erhebliche Vorteile<sup>95</sup>.

Ein weiterer Vorteil der Direktnotierung über *Ordinary Shares* kann in der Erleichterung von Arbitragegeschäften liegen, welche die Preisunterschiede für Wertpapiere zum Ausgleich bringen. Die

---

<sup>90</sup> In Deutschland bedürfen Bezugsrechte auf Aktien keiner eigenen Zulassung zum Börsenhandel, da sie rechtliche Bestandteile der Wertpapiere sind, *Schäfer*, Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz 1999, BörsG § 36, Rdnr. 5; *Schwark*, Kommentar zum Börsengesetz 1994, § 36, Rdnr. 8.

<sup>91</sup> FAZ v. 04.10.99, Vertragsbeilage Unternehmensbeteiligungen, S. B 15; *Zachert*, AG 1994, 207 (220 f.).

<sup>92</sup> Dazu *Fraune*, RIW 1994, S. 126 (137, Fn. 171); *Bungert/Paschos*, DZWIR 1995, 221 (230).

<sup>93</sup> *Hefermehl/Bungeroth-Geßler*, Aktiengesetz, § 186 Rdnr. 145 f.; *Groß*, AG 1993, 449 (454 ff.); *Lutter-Kölner* Kommentar zum AktG, 2. Aufl. 1990, § 186 Rdnr. 87.

<sup>94</sup> Dieser Aspekt soll einer der Hauptgründe des beabsichtigten Gangs der Deutsche Bank AG an die NYSE sein, vgl. dazu FAZ vom 28. Juli 2000, Nr. 173, S. 16, „Deutsche Bank beschleunigt Pläne zum Gang an New Yorker Börse“; vgl. auch *Noack*, Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 27.

<sup>95</sup> So auch *Grumann/Soehlke*, DB 2001, 576 (576).

## 1. Kapitel

bei Arbitragegeschäften unter der Ausgabe von *ADR* erforderliche Entwertung bzw. Neuausgabe<sup>96</sup> entfällt nämlich bei Arbitragegeschäften im Effekten giroverkehr, soweit auch an anderen Kapitalmärkten, insbesondere an der Frankfurter Wertpapierbörse ebenfalls Namensaktien ausgegeben werden.

Ob transatlantische Handelsgeschäfte durch die erleichterte Abwicklung bei Namensaktien auch kostengünstiger werden, lässt sich generell hingegen nicht beantworten. Die *DaimlerChrysler AG* beziffert die Gebühr für die Entwertung und Neuausstellung mit bis zu 5 cents pro ausgegebener bzw. zurückgegebener *American Depositary Share*. Demgegenüber erhebt die *Depositary Trust Company (DTC)* beim Direkthandel eine grenzüberschreitende Zahlungsgebühr von \$ 5 pro Zahlungsabrechnung, unabhängig von der Anzahl der Aktien. Es kommt daher entscheidend darauf an, wieviele Aktien der Kunde erwirbt.

Soweit eine Gesellschaft bislang ausschließlich Inhaberaktien ausgegeben hat, entstehen ihr Kosten bei der Umstellung von Inhaber auf Namensaktien. Sie sind im Verhältnis zu den damit verbundenen Vorteilen und der Einmaligkeit des Vorgangs aber eher unbedeutend.

### III. Ergebnis

Inhaberaktien können in den USA nicht direkt notiert werden. Möglich ist lediglich die Zweitverbriefung über *ADR*, wodurch die Inhaberaktien in den US-Namensaktien vergleichbare Orderpapiere umgewandelt werden. Namensaktien, deren Ausgabe in Deutschland rechtlich schon immer möglich war und die zunehmend die Inhaberaktien verdrängen, können im Wege der Direktnotierung an US-amerikanischen Börsen gehandelt werden. Im Vergleich zu einer Direktnotierung über Namensaktien stellt die Zweitverbriefung über *ADR* keine gleichwertige Alternative mehr dar. Der entscheidende Vorteil der *ADR* gegenüber der Direktnotierung, nämlich die Transformation der Inhaberaktie in ein Orderpapier, besteht gegenüber der Namensaktie nicht mehr. Vielmehr begründet die Tatsache, dass es sich bei dem *ADR* um eine Zweitverbriefung handelt, erhebliche Nachteile im Vergleich zur Direktnotierung über die Namensaktie. Sowohl die vertragliche Gestaltung als auch die Abwicklung des grenzüberschreitenden Handels ist wesentlich komplizierter. Einzig das Nennbetragsargument bestand unabhängig von der Transformation der Inhaberaktie in ein Orderpapier. Nach Einführung der Stückaktie ist aber auch dieser Vorteil des *ADR* gegenüber der Namensaktie, weggefallen. Zudem verleiht der Kapitalmarktzugang über die Namensaktie einem Unter-

---

<sup>96</sup> Meyer-Sparenberg, WM 1996, 1117 (1121); insbesondere in den Anfangsphasen eines *ADR*-Programms werden die meisten Handelsgeschäfte mit *ADR*-Ausgaben und *ADR*-Auflösungen grenzüberschreitend abgewickelt. Sobald sich ein liquider *ADR*-Markt entwickelt, finden 95% der Handelstätigkeit auf dem betreffenden Binnenmarkt bzw. von *ADR* zu *ADR* statt. Dennoch sind Arbitragegeschäfte und somit eine Entwertung mit späterer Neuausstellung weiterhin erforderlich, um die *ADR*-Kurse den Aktienkursen auf dem Heimatmarkt anzugleichen (Parität).

nehmen mehr Wachstumsflexibilität, da man so eine international verwendbare Akquisitionswährung erhält. Betrachtet man ausschließlich den US-amerikanischen Kapitalmarkt, ist eine US-Direktnotierung der Notierung über *ADR* vorzuziehen<sup>97</sup>. Die Namensaktie eröffnet folglich neue Möglichkeiten der internationalen Börsenpräsenz. Es ist somit damit zu rechnen, dass in Zukunft viele deutsche Aktiengesellschaften die Notierung über *ADR* zugunsten einer Direktnotierung aufgeben werden<sup>98</sup>. Imagegewinn, die Verbesserung der Beziehungen der Aktiengesellschaft zu ihren Kapitalanlegern und Kostenersparnis sind die Gesichtspunkte, die für die Namensaktie sprechen<sup>99</sup>. Allerdings kann ein *ADR*-Programm im Einzelfall als Einstieg in den US-Kapitalmarkt dienen.

#### § 4 Die Vorzugsstellung der deutschen Namensaktie in den USA in ihrer Rückwirkung auf die Bedeutung der Namensaktie in Deutschland

Die damit gegebenen Vorteile der Direktnotierung gegenüber dem Handel von *ADR* in den USA, eine einzige „*global share*“<sup>100</sup>, das heißt eine universell handelbare Aktie, auszugeben, ferner die damit gegebene Möglichkeit, die Arbitragegeschäfte entscheidend zu vereinfachen, sind allerdings nur dann zu erreichen, wenn nicht ausschließlich in den USA Namensaktien ausgegeben werden, sondern auch in Deutschland eine Umstellung von Inhaberaktien auf Namensaktien erfolgt<sup>101</sup>. Andernfalls müsste entweder auf Arbitragegeschäfte verzichtet oder aber die in den USA ausgegebenen Namensaktien bei grenzüberschreitenden Geschäften in Inhaberaktien bzw. die in Deutschland gehandelten Inhaberaktien in Namensaktien umgeschrieben werden. Eine Umwandlung ist aber zeit- und kostenaufwändig. Eine zügige Abwicklung des Handels wird daher nur dann gewährleistet, wenn die Umschreibung im grenzüberschreitenden Handel überflüssig ist, wie dies bei Ausgabe einer *global share* der Fall ist. Nur dann können Börsengeschäfte problemlos innerhalb der in den USA und in Deutschland üblichen Erfüllungsfristen abgewickelt werden. Es besteht deshalb ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen der Ausgabe von Namensaktien in den USA und in Deutschland. Allein auf diese Weise können die Vorteile der Namensaktie im internationalen Umlauf in vollem Umfang genutzt werden. Diese Abhängigkeit zwischen ausländischem und heimischem Kapitalmarkt wird dadurch bestätigt, dass die Unternehmen, die am US-amerikanischen Kapitalmarkt Namensaktien ausgegeben haben, zugleich die bis dahin in Deutschland ausgegebenen

<sup>97</sup> Teilweise wird aber auch die Ansicht vertreten, dass die globale Namensaktie gegenüber *ADR* nur wenige greifbare Vorteile biete. Der im Vergleich zur Einführung eines *ADR*-Programms zu Beginn größere Kostenaufwand sei daher nicht gerechtfertigt, vgl. *Ruhkamp*, Börsenzeitung vom 2.11.2000.

<sup>98</sup> Entgegen dieses allgemeinen Trends hat die *BASF AG* die Inhaberaktie beibehalten und sich demnach für ein *ADR-listing* an der *NYSE* entschieden. Die Aktien sind seit dem 07.06.2000 über ein *sponsored ADR-program* gelistet. Vorher wurden die Aktien bereits über ein *sponsored ADR-program* am *OTC-Market* gehandelt.

<sup>99</sup> Dem entspricht die Auffassung der Clearstream Banking AG, wonach in fünf Jahren rund 80 % der DAX-Gesellschaften nur noch Namensaktien haben werden.

<sup>100</sup> Vgl. zu den Vorteilen einer *global share* auch *Coffee*, *Northwestern University Law Review* 1993, 641 (648 ff.), der von „*The Need for Global Scale*“ spricht.

<sup>101</sup> So auch *Röhler*, *American Depositary Shares*, S. 353.

Inhaberaktien durch Namensaktien ersetzt haben. Im Folgenden wird untersucht, ob die Ausgabe von Namensaktien unter Kapitalmarktgesichtspunkten auch in Deutschland Vorteile gegenüber der bislang üblichen Ausgabe von Inhaberaktien bietet (I). Des Weiteren wird untersucht welche Rechtsfragen und praktischen Probleme bei der Einführung der Namensaktie auftauchen, die ehemals wenig praktische Bedeutung besaß (II).

## I. Namensaktie und Inhaberaktie am deutschen Kapitalmarkt in ihren beiderseitigen Vorzügen und Nachteilen

Die Namensaktie wurde in der Vergangenheit nur von wenigen Aktiengesellschaften als Alternative zur weit verbreiteten Inhaberaktie angesehen<sup>102</sup>. Abgesehen von den Vorteilen, welche die Einführung der Namensaktien auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt mit sich bringt und die zweifellos der Auslöser für den Trend weg von der Inhaberaktie und hin zur Namensaktie war<sup>103</sup>, hat die Namensaktie inzwischen auch auf dem deutschen Kapitalmarkt eine neue Bewertung erfahren. Entscheidend für diese Neubewertung der Namensaktie sind technische Neuerungen, insbesondere Entwicklungen in der Datenverarbeitung<sup>104</sup>. Während nämlich lange Zeit vor allem die Führung eines Aktienbuchs als aufwendig und kostenintensiv empfunden wurde, können Aktienbücher mittlerweile elektronisch geführt<sup>105</sup> und Umschreibungen im elektronischen Aktienregister<sup>106</sup> über das Abwicklungssystem CASCADE-RS<sup>107</sup> innerhalb von 48 Stunden vorgenommen werden. Dies führt zur Kostensenkung und damit zu einer ökonomisch vertretbaren Abwicklung der einzelnen Geschäftsvorgänge<sup>108</sup>. Neben der Umschreibung im Aktienregister ist auch die Verwahrung von Namensaktien erheblich erleichtert worden, da sie seit März 1997 nicht mehr in Streifenbandverwah-

---

<sup>102</sup> Zu den bisherigen Gründen für die Ausgabe von Namensaktien vgl. *Noack*, FS für *Bezenberger*, 2000, 291 (292 ff.); Traditionell führen Versicherungsgesellschaften Namensaktien, da vielfach teileingezahlte Aktien ausgegeben werden (§ 10 Abs. 2 AktG); siehe dazu *Zöllner*, AG 1985, 19 (19); *Raiser*, Recht der Kapitalgesellschaften, 1992, § 9 Rdnr. 9; Bei der Lufthansa AG waren es besondere Gründe internationaler Luftverkehrsabkommen, die zu vinkulierten Namensaktien führten (vgl. Gesetz zur Sicherung des Nachweises der Eigentümerstellung und der Kontrolle von Luftfahrtunternehmen für die Aufrechterhaltung der Luftverkehrsbetriebsgenehmigung und der Luftverkehrsrechte vom 01.07.1997; BGBl. 1997 I, S. 1322-1324, vgl. dazu v. *Franckenstein*, NJW 1998, 286 (286); *Helm*, Die Deutsche Lufthansa AG: Ihre gesellschafts- und konzernrechtliche Entwicklung, 1999.

<sup>103</sup> So auch *Happ*, FS für *Bezenberger*, 2000, 111 (114).

<sup>104</sup> So auch *Grumann/Soehlke*, DB 2001, 576 (580).

<sup>105</sup> *Leuring*, ZIP 1999, 1745 (1745); *Huep*, WM 2000, 1623 (1626).

<sup>106</sup> So auch die Formulierung im Aktiengesetz nach Verabschiedung des NaStraG.

<sup>107</sup> CASCADE-RS steht für Central Application for Settlement, Clearing And Depositary Expansion-Registered Shares. Es handelt sich um ein spezielles Abwicklungsverfahren der Clearstream Banking AG für alle Namensaktien in Girosammelverwahrung. Die Schnittstelle zu den Aktienbüchern der Aktiengesellschaft ermöglicht die elektronische Übermittlung der Aktionärsdaten.

<sup>108</sup> Vor Einführung des Abwicklungssystems CASCADE-RS gestaltete sich die Abwicklung wie folgt: Die Bank des Verkäufers sendete die Wertpapierurkunden zusammen mit der Eintragungsbestätigung und der Abtretungserklärung an die Bank des Käufers. Der Käufer seinerseits musste einen Eintragungseintrag an die Aktiengesellschaft richten. Nach Zustimmung zum Eigentumswechsel erstellt die Aktiengesellschaft eine Eintragungsbestätigung sowie eine Blankoabtretungserklärung und sendete diese an die Depotbank des Käufers. Erst nach vollzogener Umschreibung hatte der Aktionär alle mit der Aktie verbundenen Rechte erworben. Diese Art der Abwicklung konnte bis zu zwei Monate dauern.

rung, also in separate Verwahrung, genommen werden müssen<sup>109</sup>. Trotzdem liegt der Kostenaufwand bei der Übertragung von Namensaktien im nationalen Effektenverkehr höher als bei Inhaberaktien. Bisweilen werden diese zusätzlichen Kosten den Banken aufgebürdet. Ob dies in Zukunft aber so bleibt, ist zur Zeit noch offen<sup>110</sup>. Sollten die Kosten von den Gesellschaften getragen werden müssen, könnte dies zum Rückgang des Handels mit Namensaktien führen.

Des Weiteren wird die Einführung der Namensaktie als Maßnahme zur Intensivierung der Beziehungen einer Aktiengesellschaft zu ihren Kapitalanlegern, die auch von deutschen Gesellschaften zunehmend als richtig angesehen werden, positiv gewertet<sup>111</sup>. Die direkte Ansprache der Mitglieder einer deutschen Aktiengesellschaft war bisher mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden, da im System der Inhaberaktie der jeweilige Gesellschaftsangehörige nicht oder nur ausnahmsweise<sup>112</sup> bekannt war. Das ist gänzlich anders, wenn Name, Geburtsdatum und Adresse des Aktionärs aus dem Aktienregister (§ 67 Abs. 1 AktG) ersichtlich sind. Da Aktienbücher in der Form elektronisch geführter Register eine gezielte Auswertung der Aktionärsdaten ermöglichen, kann die Pflege der Beziehungen einer Aktiengesellschaft zu ihren Anlegern auf konkrete Zielgruppen ausgerichtet werden. Entscheidend ist insoweit, dass mit Hilfe der Abwicklung über das CASCADE-RS System eine Umschreibung im Aktienregister der Gesellschaft bei jeder Aktienübertragung erfolgen kann<sup>113</sup>. Dies führt zumindest zu der Möglichkeit, den jeweiligen Aktionär ohne Zwischenschaltung eines Dritten im Aktienregister direkt zu erfassen<sup>114</sup>. Es wäre wünschenswert, dass in Deutschland die Eintragung des Aktionärs in das Aktienregister zur Regel würde, und der deutsche Kapitalmarkt hierin dem US-amerikanischen, der immer noch die Einschaltung eines *nominee* zur Ansprache des eigentlichen Aktionärs durch das Unternehmen erfordert, ein Vorbild wäre. Dies könnte auch zu einer Aufwertung der *investor relation* in deutschen Unternehmen führen.

Sind die Aktionäre der Gesellschaft aber bekannt, so erfüllt die Namensaktie einen weiteren Zweck: sie bietet Schutz vor feindlichen Übernahmen<sup>115</sup>. Das Zusammenkaufen von Aktienpaketen bleibt wegen der Eintragungen im Aktienregister nicht geheim, so dass die Gesellschaft vor derartigen Absichten rechtzeitig gewarnt wird. Hinzu kommt, dass immer mehr junge Gesellschaften mit in-

<sup>109</sup> Mit Weitblick *Kümpel*, WM 1983, Sonderbeilage 8, 1 (4); vgl. auch *Grumann/Soehlke*, DB 2001, 576 (580).

<sup>110</sup> Vgl. zu dieser Problematik *FAZ* v. 2.11.2000, Nr. 255, S. 33 „Streit um Kosten für den Handel von Namensaktien“.

<sup>111</sup> *Grumann/Soehlke* sehen hierin – aus Sicht der betroffenen Gesellschaften – den größten Vorteil der Namensaktie, *Grumann/Soehlke*, DB 2001, 576 (576).

<sup>112</sup> Insbesondere bei freiwilliger Registrierung, z. B. bei im Forum T-Aktie der Deutschen Telekom oder im APN-Programm der Gold Zack AG. Neuerdings gibt es auch Kontaktpflege der Emittenten via e-mail, wenn die Aktien elektronisch über virtuelle Emissionshäuser (z.B. netipo AG) erworben wurden; zur Internet-Emission *Weber*, MMR 1999, 385 (385 ff.).

<sup>113</sup> So auch *Grumann/Soehlke*, DB 2001, 576 (580).

<sup>114</sup> Darin zeigt sich der entscheidende Unterschied zum US-Recht.

<sup>115</sup> So auch *Grumann/Soehlke*, DB 2001, 576 (576); *Noack*, DB 2001, 27 (28); zu Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Allgemeinen vgl. *Schanz*, NZG 2000, 337 (337 ff.).

novativem Unternehmensgegenstand ihre Mitarbeiter in Aktien bzw. Aktienoptionen bezahlen. Sie werben schon vor einem Gang an die Börse (*going public*) im Kreise der Geschäftspartner und Interessierten um Beteiligung, manchmal sogar darüber hinaus im Internet<sup>116</sup>. Werden bei diesem „*Pre-Initial Public Offering*“ Inhaberaktien ausgegeben, ist der spätere Gang an das bevorzugte Börsensegment Neuer Markt hochgradig gefährdet. Die Zulassung dort verlangt nämlich, dass mindestens 90% der Altaktionäre die Verpflichtung unterschreiben, sechs Monate lang ihre Aktien nicht zu verkaufen. Indessen sind eben diese Altaktionäre wegen der Anonymität der Inhaberaktie nicht immer zuverlässig aufzufinden. Hier sind Namensaktien vorteilhafter.

Die vorgehenden Erörterungen zeigen, dass die Namensaktien auch unter Aspekten des heimischen, das heißt des deutschen Kapitalmarktes, eine interessante Alternative zur herkömmlichen Inhaberaktie darstellen. Es überrascht somit nicht, dass auch eine Reihe zwar in Deutschland aber nicht in den USA präsen- ter deutscher Aktiengesellschaften von Inhaber- auf Namensaktien umgestellt haben, oder dass sie gleich bei Gesellschaftsgründung nicht Inhaber- sondern Namensaktien ausgegeben haben<sup>117</sup>.

## II. Probleme im Zusammenhang mit der Ausgabe und dem Umlauf von Namensaktien in Deutschland

Angesichts der Tatsache, dass in Deutschland lange Zeit die Inhaberaktie dominierte, die deshalb auch das Leitbild für das Aktiengesetz von 1965 darstellte, wirft das gestiegene Interesse an der Namensaktie eine Reihe von Rechtsfragen und praktischen Problemen auf, die bei der Ausgabe von Inhaberaktien nicht bestehen. Die Einführung der Namensaktie hat bei manchen Zeitgenossen Befürchtungen aufkommen lassen, die in dem Schlagwort vom „*gläsernen Aktionär*“, zum Ausdruck kommen. Befürchtungen, die sich aus der Eintragung des Aktionärs ins Aktienregister der Gesellschaft herleiten<sup>118</sup>. Zwar ist am 25.01.2001 das Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (Namensaktiengesetz – NaStraG) in Kraft getreten<sup>119</sup>, das unter anderem auch das Recht der Namensaktie neu regelt und eine Reihe der veralteten Vorschriften ersetzt hat<sup>120</sup>. Insbesondere wurden die Probleme gelöst, die sich daraus ergaben, dass die Regelungen des Aktiengesetzes zur Namensaktie veraltet waren und den technischen Neuerungen im Bereich der Kom-

<sup>116</sup> Weber, MMR 1999, 385 (385).

<sup>117</sup> So z. B. die Deutsche Bank AG, die Mannesmann AG, die QS Communications AG, die AC Service AG, die Info Business Solutions AG und die Drillisch AG.

<sup>118</sup> Vgl. dazu z. B. das Interview mit dem Bundesbeauftragten für Datenschutz *Joachim Jakob* in Welt am Sonntag Nr. 32 v. 8.8.1999, S. 57.

<sup>119</sup> *BGBI. I* 2001, S. 123 ff.; lediglich die durch das NaStraG vorgenommene Änderung des § 52 AktG trat rückwirkend bereits zum 01.01.2000 in Kraft.

<sup>120</sup> Eine kurze Übersicht über das NaStraG mit Auszügen aus dem Bericht des Rechtsausschusses gibt *Seibert*, ZIP 2001, 53 (53 ff.); *ders-Noack/Spindler*, Unternehmensrecht und Internet, S. 251 (255 ff.), 2001.

munikation und Datenverarbeitung nicht ausreichend Rechnung trugen, da sie vom damaligen Gesetzgeber noch nicht bedacht werden konnten. Trotzdem bestehen auch weiterhin ungelöste Rechtsfragen und praktische Probleme bei der Ausgabe und dem Umlauf von Namensaktien, von denen einige im Folgenden erörtert werden.

Die zu erörternden Fragen betreffen im Einzelnen die Umstellung von Inhaberaktien auf Namensaktien durch Satzungsänderung (1), die Informationsgewinnung aus dem Aktienregisters (2), die Person des Meldepflichtigen bei Namensaktien (3) und die Vorbereitung der Hauptversammlung und die Ausübung des Stimmrechts (4).

### 1. Die Umstellung von Inhaberaktien auf Namensaktien durch Satzungsänderung

Hat sich eine Gesellschaft dazu entschlossen, im Hinblick auf die Vorteile, die mit der Namensaktie verbunden sind, in Deutschland und in den USA Namensaktien auszugeben, so ist es erforderlich, dass sie ihre Inhaberaktien auf Namensaktien umstellt<sup>121</sup>. Das Ziel einer solchen Umstellung muss darin liegen, dass sich nur noch Namensaktien im Umlauf befinden. Dies ist zum einen wegen des hohen Verwaltungsaufwands erforderlich, der sich aufgrund der unterschiedlichen Rechtslagen für die Hauptversammlungsvorbereitung und –durchführung ergibt<sup>122</sup> und zum anderen deswegen, weil anderenfalls die Vorteile der Namensaktie beim grenzüberschreitenden Handel nur begrenzt zum Tragen kämen, da ein deutscher Aktionär im Besitz einer Inhaberaktie vor einem Verkauf am US-amerikanischen Markt, zuvor die Umwandlung in eine dort handelbare Namensaktie betreiben müsste.

Ein Recht auf Umwandlung einer Inhaberaktie in eine Namensaktie<sup>123</sup> kann bereits in der Satzung vorgesehen sein, § 24 AktG. Es kann auch nachträglich durch Satzungsänderung nach den §§ 179 ff. AktG eingeräumt werden<sup>124</sup>. In diesem Fall gilt das satzungsmäßige Umwandlungsrecht im Zweifel auch für diejenigen Aktionäre, deren Aktien vor Aufnahme dieses Rechts in die Satzung ausgegeben wurden<sup>125</sup>. Allerdings gewährleistet ein satzungsmäßiges Umwandlungsrecht nicht, dass tatsächlich alle Aktionäre von ihrem Recht Gebrauch machen und ihre Inhaberaktien in Namensaktien umwandeln. Es überrascht somit nicht, dass dieses Umstellungsverfahren durch bloße Einräumung eines Umwandlungsrechts in der Praxis nicht vorkommt, wenn eine Gesellschaft, die eine Notierung an einer US-amerikanischen Börse anstrebt, eine Umwandlung sämtlicher Aktien

<sup>121</sup> Zu den Umstellungen von Inhaber- auf Namensaktien vgl. *Koch*, Eine Bilanz der Hauptversammlungen, in *FAZ* v. 28.06.1999, S. 15.

<sup>122</sup> Vgl. dazu *Noack*, DB 1999, 1306 (1308 ff.).

<sup>123</sup> Selbstverständlich gilt dies auch für den umgekehrten Fall, dass eine Namensaktie in eine Inhaberaktie umgewandelt werden soll. Dieser Situation ist hier aber nicht weiter nachzugehen.

<sup>124</sup> *Barz*-Aktiengesetz, Großkommentar, 3. Aufl., § 24, Rdnr. 3.

<sup>125</sup> *Schlegelberger/Quassowski*, Aktiengesetz, § 17 Rdnr. 3.

beabsichtigt. Im Weiteren kann daher das Recht auf Umwandlung nach § 24 AktG außer Betracht bleiben.

Diejenigen Gesellschaften, die bisher in ihren Hauptversammlungen von Inhaber- auf Namensaktien umgestellt haben, haben allesamt eine Satzungsänderung in Verbindung mit einer Kraftloserklärung (§ 73 AktG) oder einem Aktienumtausch vorgenommen. Fraglich ist aber, ob eine Umwandlung durch Satzungsänderung überhaupt rechtlich zulässig ist.

Gemäß § 23 Abs. 3 Nr. 5 AktG muss die Satzung bestimmen, ob Inhaber- oder Namensaktien ausgestellt werden. Beabsichtigt die Gesellschaft die Satzung dahingehend zu ändern, dass nunmehr nur noch Namensaktien und keine Inhaberaktien mehr ausgestellt<sup>126</sup> werden, so erfordert die Umstellung eine Satzungsänderung, also einen Beschluss der Hauptversammlung (§ 179 Abs. 1 S. 1 AktG)<sup>127</sup>. Dieser muss gemäß § 179 Abs. 2 S. 1 AktG mit der Mehrheit von Drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals gefasst werden. Diesem Erfordernis wurde auf den Hauptversammlungen der Gesellschaften, die von Inhaber- auf Namensaktien umgestellt haben, entsprochen. Zu prüfen ist aber, ob darüber hinaus nicht noch weitere Voraussetzungen für einen satzungsändernden Beschluss erforderlich sind.

Ein Satzungsbeschluss nach § 179 Abs. 2 S. 1 AktG ist nicht ausreichend, wenn Aktien verschiedener Gattungen ausgegeben sind und das Verhältnis dieser Gattungen zum Nachteil einer Gattung geändert wird. Für diesen Fall wäre ein Sonderbeschluss nach § 179 Abs. 3 S. 1 AktG zu fassen, der zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der benachteiligten Aktionäre bedarf. Über die Zustimmung haben die benachteiligten Aktionäre einen Sonderbeschluss zu fassen, für den § 179 Abs. 2 AktG gilt. Sind somit Aktien verschiedener Gattungen ausgegeben und soll das Verhältnis der Gattungen zum Nachteil einer Gattung geändert werden, wie dies bei der Umwandlung von Inhaber- in Namensaktien der Fall ist, reicht ein Sonderbeschluss nach § 179 Abs. 2 S. 1 AktG, also die Zustimmung von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals nicht aus. Statt dessen müssten die Inhaberaktionäre mit einer Mehrheit von Drei Vierteln zustimmen<sup>128</sup>. Da ein Sonderbeschluss nach § 179 Abs. 3 S. 1 AktG aber die Veränderung des Verhältnisses mehrerer Gattungen von Aktien voraussetzt, müsste es sich bei Inhaber- und Namensaktien um verschiedene Aktiegattungen handeln.

---

<sup>126</sup> Die Formulierung des § 23 Abs. 3 Nr. 5 AktG ist missverständlich. Nach dem Wortlaut der Vorschrift „ausgestellt werden“ könnte man meinen, der Anwendungsbereich umfasse nur neue Aktien und nicht solche, die von einer Art in eine andere umgewandelt werden.

<sup>127</sup> Dies ist auch dann erforderlich, wenn eine Gesellschaft die sowohl Inhaberaktien als auch Namensaktien ausgegeben hat, ausschließlich auf Namensaktien umzustellen beabsichtigt.

<sup>128</sup> Sind hingegen alle Aktien von der Umstellung betroffen, können sich weitere Voraussetzungen zumindest nicht aus § 179 Abs. 3 S. 1 AktG ergeben.



Der Begriff der Aktiengattung wird in § 11 S. 2 AktG legaldefiniert. Danach bilden diejenigen Aktien eine Gattung, die gleiche Rechte gewähren<sup>129</sup>. In diesem Zusammenhang ist unter dem Begriff „Aktie“ die Mitgliedschaft und nicht das Wertpapier zu verstehen<sup>130</sup>. Es kommt daher auf die Rechte- und Pflichtenlage insgesamt an. Inhaber- und Namensaktien als solche weisen in dieser Hinsicht aber keine Unterschiede auf. Sowohl die Verwaltungs- als auch die Vermögensrechte sind gleich ausgestaltet. Beispielhaft seien hier das Dividendenrecht (§ 58 Abs. 4 AktG) und das Stimmrecht (§§ 133 ff. AktG) genannt.

Womöglich sind Inhaber- und Namensaktien bereits deshalb gattungsverschieden, weil auch der Zugang zur Ausübung der Verwaltungs- und Vermögensrechte<sup>131</sup> oder die Übertragung des Wertpapiers, das die Mitgliedschaft verbrieft, bei der Bestimmung des Gattungsbegriffs zu berücksichtigen wären. Da aber weder der Zugang zur Ausübung eines Rechts der eigentlichen Ausübung gleichzusetzen ist, noch die rechtstechnische Durchführung der Fungibilität der Mitgliedschaft als Gattungsmerkmal zu betrachten ist, und es sich demnach um kein „Recht“ im Sinne von § 11 Satz 2 AktG handelt<sup>132</sup>, begründet dieser Gesichtspunkt keine Gattungsverschiedenheit zwischen Inhaber- und Namensaktien.

Zudem ergeben gesetzessystematische Überlegungen, dass Inhaber- und Namensaktien keine Aktien verschiedener Gattungen darstellen können. Gemäß § 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG ist in der Satzung die Zahl der Aktien jeder Gattung anzugeben. Demnach kann aber mit Blick auf § 23 Abs. 3 Nr. 5, der darüber hinaus in der Satzung auch die Angabe verlangt, ob die Aktien auf den Inhaber oder auf Namen ausgestellt sind, nur anzunehmen sein, dass das Gesetz Inhaber- bzw. Namensaktien als Aktien einer Gattung ansieht<sup>133</sup>, da andernfalls Abs. 3 Nr. 5 des § 23 AktG überflüssig wäre. Auch aus § 24 AktG lässt sich entnehmen, dass das Gesetz Inhaber- und Namensaktien als gattungsgleich behandelt<sup>134</sup>. Andernfalls müsste die Satzung bei jedem Umwandlungsbegehren eines Aktionärs aufgrund § 24 AktG geändert werden. Außerdem ergibt sich aus den §§ 10, 11 AktG, dass der Gesetzgeber Inhaber- und Namensaktien einer Gattung zuordnet<sup>135</sup>, da er in § 10 Abs. 1 AktG zunächst die Unterscheidung zwischen Inhaber- und Namensaktien trifft, bevor in § 11 AktG ausdrücklich Aktien verschiedener Gattungen zugelassen werden.

<sup>129</sup> Dazu BegrRegEntw AktG 1965, bei *Kropff*, Aktiengesetz, S. 24.

<sup>130</sup> *Noack*, FS für *Bezenberger*, 2000, 291 (301).

<sup>131</sup> Während es bei der Inhaberaktie zur Legitimation auf den Besitz ankommt, ist bei der Namensaktie die Eintragung im Aktienbuch entscheidend (§ 68 Abs. 2 AktG).

<sup>132</sup> *Noack*, FS für *Bezenberger*, 2000, 291 (301).

<sup>133</sup> *Noack*, FS für *Bezenberger*, 2000, 291 (302); *Röhricht-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 24 Rdnr. 11.

<sup>134</sup> *Noack*, FS für *Bezenberger*, 2000, 291 (302); *Röhricht-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 24 Rdnr. 11.

<sup>135</sup> *Röhricht-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 24 Rdnr. 11.

Inhaber- und Namensaktie sind folglich gattungsverschieden<sup>136</sup>. Somit ist ein Satzungsbeschluss nach § 179 Abs. 2 S. 1 AktG ausreichend. Ein Sonderbeschluss nach § 179 Abs. 3 S. 1 AktG ist hingegen nicht erforderlich.

Die Zustimmung jedes einzelnen Aktionärs zur Umwandlung seiner Inhaber- in eine Namensaktie wäre dennoch notwendig, wenn Inhaber- und Namensaktien ein wertpapierrechtliches Individualrecht beinhalten würden, das über das reine Mitgliedschaftsrecht hinausgeht<sup>137</sup> und nur mit Zustimmung des Aktionärs geändert werden könnte. Eine solche Auffassung wird damit begründet, dass die Aktie als Wertpapier erst dann entsteht, wenn die Verbindung von Recht und Papier hergestellt ist. Nach herrschender Auffassung kommt diese Verbindung zustande, wenn die Urkunde ausgestellt und mit dem Aktionär ein Begebungsvertrag geschlossen ist<sup>138</sup>. Hier zeigt sich der Unterschied zur Aktie als Mitgliedschaft, die bereits mit Eintragung der Aktiengesellschaft in das Handelsregister entsteht. Mit der Schaffung der Aktie als Wertpapier – so die Vertreter dieser Auffassung – soll der Aktionär eine individualrechtliche Position erwerben, und zwar unabhängig von der Mitgliedschaft. Deshalb könne sie auch nicht durch eine Satzungsänderung gegen den Willen des Aktionärs verändert werden. Anders als bei einem Sonderbeschluss nach § 179 Abs. 2 S. 1 AktG reiche folglich kein Mehrheitsbeschluss aus, vielmehr sei die Zustimmung jedes betroffenen Aktionärs erforderlich.

Dem wird entgegengehalten, dass diese Auffassung der wertpapierrechtlichen Komponente zuviel Gewicht beimesse. Außerdem habe die die Mitgliedschaft verbriefende Urkunde zunehmend an Bedeutung verloren. Dies zeige sich an der Verwahrung und Übertragung von Wertpapieren im Effekten giroverkehr und daran, dass Wertpapierurkunden als einzelne so gut wie gar nicht mehr verwahrt, sondern zu einer Dauerglobalurkunde zusammengefasst würden. Demzufolge werde die Übertragung von Wertpapieren heutzutage in der Praxis durch bloße Umbuchungen vorgenommen. Mit der Dauer-Globalurkunde für Millionen von Aktien sei man jedenfalls näher am dematerialisierten Wertrecht<sup>139</sup> als am gegenständlichen Wertpapier. Konstruktiv wird diese Auffassung noch damit gestützt, dass der Begebungsvertrag eine dynamische Klausel beinhalte, wonach sich die Wertpapiereigenschaft nach der jeweiligen statuarisch vorgesehenen Aktie richte, mit anderen Worten das Individualrecht des Aktionärs durch die von der Satzung vorgesehen Aktienart begrenzt

<sup>136</sup> So auch *Huep*, WM 2000, 1623 (1624).

<sup>137</sup> So *Kraft-Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Aufl., § 24 Rdnr. 18.

<sup>138</sup> *Lutter-Kölner Kommentar zum AktG*, 1985, § 67 Rdnr. 3 und Anh. § 68 Rdnr. 9; vgl. auch *Zöllner*, Wertpapierrecht, S. 184; nach anderer Ansicht entsteht die Aktie als Wertpapier bereits, wenn eine Urkunde einem Aktionär durch die Gesellschaft zugeteilt ist, der Aktionär erwirbt nach dieser Ansicht dann Eigentum an der Urkunde entsprechend § 952 BGB; *Zöllner*, Wertpapierrecht, S. 184.

<sup>139</sup> Dazu *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, 1995, S. 201 ff., 584; *Dechamps*, Wertrechte im Effekten giroverkehr, S. 1989; *Peters* WM 1976, 890 (890 ff.).

ist, er sich also nicht auf eine bestimmte Aktienart – also Inhaber- oder Namensaktie – berufen könne.

So sehr diese Gegenmeinung im Ergebnis zu begrüßen ist, erscheint die Begründung doch als äußerst zweifelhaft. Zum einen mag es ausnahmsweise ein begründetes Interesse des Aktionärs geben, eine bestimmte Aktienart beizubehalten. Schwerer dürfte aber wiegen, dass die dynamische Klausel im Begebungsvertrag für den Aktionär, also den Inhaber des Individualrechts bei Vertragsabschluss nicht erkennbar ist. Schließlich beruht diese Klausel nicht etwa auf einer gesetzlichen Regelung. Zutreffender dürfte die Pflicht zur Umwandlung der Aktie als Wertpapier aus der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht herzuleiten sein. Zwar besteht bis heute keine Einigkeit über die dogmatische Begründung der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht, es ist aber sowohl in der Rechtsprechung<sup>140</sup> als auch in der Literatur<sup>141</sup> einhellig anerkannt, dass der einzelne Aktionär gegenüber der Gesellschaft und gegenüber den Mitgesellschaftern besonderen Treuebindungen unterliegt. Dennoch kann sich eine rechtliche Verpflichtung zur Umwandlung der Inhaberaktie in eine Namensaktie allerdings nur aus besonderen Umständen ergeben. Für den Regelfall ist das Individualrecht des Aktionärs zu berücksichtigen, wonach der Aktionär über eine Umwandlung selbst entscheiden kann, sofern sich seine individualrechtliche Position im Falle der Umwandlung ändert. In solchem Fall muss eine Weigerung des Aktionärs, seine Aktie umzuwandeln, respektiert werden. Eine beachtliche und deshalb zu berücksichtigende Veränderung der individualrechtlichen Position des Aktionärs ist jedoch ausschließlich bei kleinen, nicht börsennotierten Gesellschaften denkbar, bei denen die Wertpapiere nicht in die Girosammelverwahrung mit einbezogen sind. Bei börsennotierten Publikumsgesellschaften hingegen, deren Inhaber- und Namensaktien in die Girosammelverwahrung einbezogen sind, lässt sich ein relevanter Unterschied in der individualrechtlichen Position nicht ausmachen. Demnach ist nach der hier vertretenen Auffassung in diesen Fällen einer satzungsmäßig vorgesehenen Umwandlung nachzukommen. Die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht gebietet es, dass der Aktionär solchen gesellschaftsrechtlichen Beschlüssen zustimmt, die ihm ersichtlich keine Nachteile bringen, für die Gesellschaft aber von Vorteil sind.

## 2. Die Informationsgewinnung aus dem Aktienregister

Jedem Aktionär steht gemäß § 67 Abs. 6 AktG ein Recht auf Auskunft über die Eintragungen zur eigenen Person im Aktienregister zu. Ein umfassendes Recht zur Einsichtnahme gibt das Gesetz

<sup>140</sup> *BGHZ* 103, 184 (194 f.) („Linotype“); *BGH*, NJW 1992, 3167 (3171) („IBH/Scheich Karmel“); *BGH*, ZIP, 1995, 819 (821) („Girmes“); *BGH DB* 1999, 1747 (1747); *OLG Dresden*, AG 1996, 565 (566).

<sup>141</sup> *Bungert*, DB 1995, 1749 (1749); *Henze*, FS für Kellermann, 1991, 141 (141 ff.); *Henze*, BB 1996, 489 (489); *Henze*, ZHR 162 (1998), 186 (186); *Hüffer*, FS für Steindorff, 1990, 59, (64 ff.); *Lutter*, JZ 1976, 225 (225); *Lutter*, ZHR 153 (1989), 446 (453 ff.); *Lutter*, JZ 1995, 1053 (1054 f.); *Lutter*, ZHR 162 (1998), 164 (164); *Timm*, WM 1991, 481 (482 ff.).

hingegen nicht<sup>142</sup>. Auch weitergehende Rechte, insbesondere ein Recht auf Abschrift der eigenen Position, gewährt § 67 Abs. 6 AktG nicht<sup>143</sup>. Die Begrenzung des Auskunftsrechts auf eigene Daten des Aktionärs wurde im Schrifttum kritisiert, weil sie die Binnenkommunikation der Aktionäre behindere<sup>144</sup>. Denn die Bildung von Ad-hoc-Aktionärsvereinigungen mit dem Zweck, dem Streubesitz gegenüber Großaktionär und Verwaltung stärkeren Einfluss zu sichern, werde so verhindert<sup>145</sup>. Diese Bedenken erscheinen nicht unbegründet. Immerhin bleibt es den Aktionären aber unbenommen, ihre persönlichen Daten – verbunden mit einem entsprechenden Vermerk im Aktienregister – freiwillig zur Verfügung zu stellen<sup>146</sup>.

Trotz der Beschränkung des Einsichtsrechts auf die Eintragungen zur eigenen Person stellt sich dessen Ausübung auf Seiten der Gesellschaft als Kostenfaktor dar, da die Einsichtnahme nicht von der Leistung eines Beitrages abhängig gemacht werden darf<sup>147</sup>. Darüber hinaus ist die Ausübung des Rechts auf Einsicht sowohl für den Aktionär als auch für die Gesellschaft aufwendig. Eine Lösungsmöglichkeit liegt in der Einsichtnahme per Internet unter Eingabe eines Passwortes, was Kosten und Aufwand einer Einsichtnahme reduzieren würde.

Auch die Gesellschaft kann nur beschränkt und nur ausnahmsweise über die Daten der eingetragenen Aktionäre verfügen. Nach dem Bundesdatenschutzgesetz (BDSG) sind Verarbeitung und Nutzung personenbezogener Daten nur dann zulässig, wenn sie aufgrund dieses Gesetzes oder anderer Vorschriften ausdrücklich erlaubt ist oder der Betroffene eingewilligt hat (§ 4 Abs. 1 BDSG). Verarbeitung personenbezogener Daten ist gemäß § 3 Abs. 5 S. 1 BDSG jedes Speichern, Verändern, Übermitteln, Sperren und Löschen von Daten. Unter Nutzung versteht man nach § 3 Abs. 6 BDSG jede Verwendung personenbezogener Daten, soweit es sich nicht um Verarbeiten handelt. Erlaubt, weil durch das Aktiengesetz ausdrücklich zugelassen, ist die Führung des Aktienregisters selbst (Einschreibung, Umschreibung, Löschung)<sup>148</sup>. Des weiteren darf die Aktiengesellschaft die Daten auch verwenden, um ihre gesetzlich ausdrücklich festgelegten Aufgaben gegenüber den eingetragenen Aktionären wahrzunehmen. So hat die Aktiengesellschaft den Namensaktionären die Einberufung der Hauptversammlung, die Bekanntmachung der Tagesordnung und Wahlvorschläge von Aktionären mitzuteilen. Eine darüber hinausgehende Nutzung der personenbezogenen Daten durch die Gesellschaft ist gemäß § 67 Abs. 6 AktG nur zulässig, soweit es sich bei der Datennutzung um Aktivitäten der Gesellschaft im Verhältnis zu den Aktionären, also um sogenannte *investor relati-*

<sup>142</sup> Kritisch zu der Streichung des Rechts auf umfassende Einsichtnahme durch das NaStraG *Hüther*, AG 2001, 68 (75 ff.).

<sup>143</sup> *Diekmann*, BB 1999, 1985 (1987); *Bungeroth/Hefermehl-Geßler*, Aktiengesetz, § 67 Rdnr. 100.

<sup>144</sup> *Huep*, WM 2000, 1623 (1628); *Hüther*, AG 2001, 68 (75 f.).

<sup>145</sup> *Noack*, DB 1999, 1306 (1307).

<sup>146</sup> So auch *Noack*, DB 2001, 27 (27); *Kindler*, NJW 2001, 1678 (1681).

<sup>147</sup> *Bungeroth/Hefermehl-Geßler*, Aktiengesetz, § 67 Rdnr. 100.

<sup>148</sup> *Noack*, DB 2001, 27 (28).

on-Tätigkeit<sup>149</sup>, handelt. Zur Werbung für das Unternehmen dürfen die Daten allerdings nur dann verwendet werden, wenn der Aktionär, dessen Name zu diesem Zweck genutzt wird, dem nicht widerspricht. Über ihr Widerspruchsrecht sind die Aktionäre in angemessener Weise zu informieren. Die Regelung des § 67 Abs. 6 AktG trägt dem Interesse der Gesellschaft Rechnung, ihre Aktionärsstruktur zu analysieren, um danach ihre *investor relation*-Tätigkeit auszurichten<sup>150</sup>. Dies liegt auch im Interesse der Aktionäre. Zur Verwendung der Aktionärsdaten zu weitergehenden Zwecken, insbesondere zu deren Weitergabe an Dritte, ist die Gesellschaft nicht befugt<sup>151</sup>.

### 3. Zur Person des Meldepflichtigen bei Namensaktien

Im Rahmen des § 67 Abs. 2 AktG, wonach im Verhältnis zur Gesellschaft als Aktionär nur gilt, wer als solcher im Aktienregister eingetragen ist, stellt sich die Frage, wer zur Meldung des Erreichens, Überschreitens oder Unterschreitens bestimmter Stimmrechtsquoten an die Gesellschaft und das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel nach § 21 Abs. 1 WpHG verpflichtet ist. Nach § 21 Abs. 1 WpHG ist derjenige meldepflichtig, der 5, 10, 25, 50 oder 75 Prozent der Stimmrechte an einer börsennotierten Gesellschaft erreicht, überschreitet oder unterschreitet (Meldepflichtiger). Da bei Namensaktien eine Aufspaltung zwischen formeller und materieller Rechtsstellung auftreten kann, kommt als Meldepflichtiger sowohl der im Aktienregister der Gesellschaft Eingetragene als auch der davon abweichende wirkliche Inhaber der Aktien in Betracht. Vereinigen sich die formelle und die materielle Rechtsstellung hingegen in ein und derselben Person, ist also der wirtschaftlich Berechtigte auch im Aktienregister eingetragen, tritt dieses Problem nicht auf.

Fraglich erscheint, ob für die Beurteilung, wem das für die Meldepflicht relevante Stimmrecht zuzuordnen ist, auf die Eintragung im Aktienregister oder auf die tatsächliche Inhaberschaft abzustellen ist. In diesem Zusammenhang lohnt ein Blick auf den Begriff des Stimmrechts. Unter dem Stimmrecht versteht man die mitgliedschaftliche Befugnis, durch Stimmabgabe am Zustandekommen von Hauptversammlungsbeschlüssen mitzuwirken und in den durch die Stimmzahl gesetzten Grenzen ihren Inhalt zu bestimmen<sup>152</sup>. Weil der Aktiengesellschaft der Beschlussinhalt als ihr Wille zugerechnet wird, geht es um Teilhabe an der Bildung des Gesellschaftswillens, mithin um ein Verwaltungs- oder Herrschaftsrecht. Das Stimmrecht steht somit in enger Beziehung zur Gesellschaft. Ihm kommt nur im Verhältnis zur Gesellschaft Relevanz zu. Da für die Aktiengesellschaft aber – soweit die Beziehung zwischen ihr und dem Aktionär in Rede steht – ausschließlich die Eintragung im Aktienregister maßgeblich ist (vgl. § 67 Abs. 2 AktG), kann für die Beurteilung der

<sup>149</sup> Zu diesem Begriff ausführlich *Noack*, DB 2001, 27 (28).

<sup>150</sup> So auch *Spindler*, ZGR 2000, 420 (426).

<sup>151</sup> So auch *Diekmann*, BB 1999, 1985 (1988).

<sup>152</sup> *Hüffer*, AktG, § 133 Rdnr. 16.

Stimmrechtsinhaberschaft im Sinne des § 21 Abs. 1 WpHG und der damit verbundenen Meldepflicht nichts anderes gelten.

Dem wird entgegengehalten, dass das Stimmrecht von der Mitgliedschaft wegen § 8 Abs. 3 AktG nicht abgetrennt werden könne<sup>153</sup>. Auch die Legitimationsübertragung führe nicht zur Übertragung des Stimmrechts, sondern nur dazu, dass der Dritte ermächtigt wird, fremde Stimmrechte im eigenen Namen auszuüben. Hieraus folge, dass meldepflichtig nach § 21 WpHG nur derjenige sein könne, dem Stimmrechte „aus ihm gehörenden Anteilen zustehen“. Der Legitimationsaktionär, also der im Aktienregister Eingetragene, sei daher gerade nicht meldepflichtig<sup>154</sup>. Diese Argumentation lässt aber außer Betracht, dass es bei der Stimmrechtsausübung auf das Verhältnis zur Gesellschaft ankommt. In diesem ist der im Aktienregister Eingetragene aber als Aktionär anzusehen, so dass eine gegen das in § 8 Abs. 3 AktG normierte Abspaltungsverbot verstoßende Trennung des Stimmrechtes von der Mitgliedschaft nicht vorliegt. Anders als die Gegenmeinung stellen die §§ 21 ff. WpHG nach ihrem Wortlaut nicht auf Eigentumspositionen, sondern auf Stimmrechte ab. Und wer selbst nicht im Aktienregister eingetragen ist, bedarf zur Ausübung des Stimmrechtes einer Vollmacht dessen, der eingetragen ist, selbst dann wenn dieser als Fremdbesitzer eingetragen ist. Meldepflichtig nach § 21 Abs. 1 WpHG ist somit der im Aktienregister der Gesellschaft als Aktionär Eingetragene<sup>155</sup>.

Dieses Ergebnis bedeutet jedoch nicht, dass der nicht eingetragene Aktionär, falls ihm eine Anzahl von Aktien gehören, die 5% der Stimmrechte gewähren, nicht meldepflichtig ist. Es entfällt lediglich eine Meldepflicht gemäß § 21 Abs. 1 WpHG. Eine Meldepflicht für die nicht im Aktienregister eingetragenen Aktionäre besteht nämlich auch dann, wenn ihnen nach § 22 WpHG die Stimmrechte der Eingetragenen zugerechnet werden können. Nach § 22 Abs. 1 Nr. 6 WpHG stehen den Stimmrechten des Meldepflichtigen (also des eingetragenen Aktionärs) die Stimmrechte aus Aktien einer börsennotierten Gesellschaft gleich, die der Meldepflichtige oder ein von ihm kontrolliertes Unternehmen durch einseitige Willenserklärung erwerben kann. Diese auf Kaufoptionen abstellende Regelung, wonach die Erwerbsmöglichkeit durch einseitige Willenserklärung ausreicht, kann nach ihrem Grundgedanken auch für den Fall angewandt werden, dass nur noch eine Anmeldung zur Umschreibung gemäß § 68 Abs. 3 S. 1 AktG aussteht<sup>156</sup>, so dass eine Zurechnung der Stimmrechte analog § 22 Abs. 1 Nr. 6 WpHG und damit eine Meldepflicht des nicht eingetragenen Aktionärs nach dieser Vorschrift angenommen werden kann<sup>157</sup>.

<sup>153</sup> *Schneider-Assmann/Schneider*, WpHG, § 21 Rdnr. 19 f.

<sup>154</sup> So im Ergebnis auch *Weber*, NZG 2001, 337 (344).

<sup>155</sup> So auch: *Diekmann*, BB 1999, 1985 (1987); *Noack*, DB 1999, 1306 (1308).

<sup>156</sup> Zur Rechtsnatur der Anmeldung *Wiedemann*, Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften, 1965, S. 139.

<sup>157</sup> *Noack*, DB 1999, 1306 (1308); zustimmend *Diekmann*, BB 1999, 1985 (1987).

#### 4. Die Vorbereitung der Hauptversammlung und die Ausübung des Stimmrechts

Die Ausgabe von Namensaktien bringt gegenüber der Ausgabe von Inhaberaktien Änderungen bei der Einberufung und Vorbereitung der Hauptversammlung sowie der Stimmrechtsausübung mit sich. Im Einzelnen werden die Anmeldung zur Hauptversammlung (a) und die Frage der Anonymität des Aktionärs bei der Ausübung des Stimmrechts durch ein Kreditinstitut untersucht (b).

##### a) Anmeldung zur Hauptversammlung

Um die Durchführung der Hauptversammlung zu erleichtern, das Teilnehmerverzeichnis vorzubereiten und das Recht der Aktionäre zur Teilnahme an der Hauptversammlung kontrollieren zu können, ist es jeder Aktiengesellschaft erlaubt, in der Satzung die Teilnahme an der Hauptversammlung entweder von der Hinterlegung der Aktie (§ 123 Abs. 3 AktG) oder der Anmeldung des Aktionärs zur Hauptversammlung (§ 123 Abs. 4 AktG) abhängig zu machen.

Umstritten ist aber, ob das Erfordernis der Hinterlegung der Aktie auch dann zulässig ist, wenn Namensaktien ausgegeben worden sind. Dies erscheint deshalb zweifelhaft, weil für die Legitimation gegenüber der Gesellschaft nach dem insoweit eindeutigen Wortlaut des § 67 Abs. 2 AktG grundsätzlich die Eintragung ins Aktienregister maßgeblich ist<sup>158</sup>. Denn dass bei der Frage der Teilnahme an der Hauptversammlung das Verhältnis zur Gesellschaft betroffen ist, steht außer Zweifel. Demzufolge wird die Auffassung vertreten, die satzungsrechtliche Anordnung der Hinterlegung von Namensaktien sei unzulässig<sup>159</sup>. *Diekmann* spricht insoweit von einer Umgehung des § 67 Abs. 2 AktG<sup>160</sup>.

Hingegen soll es nach anderer Ansicht auch bei Namensaktien zulässig sein, das Recht des Aktionärs auf Teilnahme an der Hauptversammlung von der Hinterlegung der Aktie abhängig zu machen<sup>161</sup>. Hierzu wird vorgebracht, der Zweck der Hinterlegung bestehe darin, gegenüber der Gesellschaft den Nachweis der Aktionärseigenschaft zu führen und die Vorlage der Aktien am Beginn der Hauptversammlung somit entbehrlich zu machen. Der Gesellschaft komme es gerade darauf an, dass nur derjenige sein Mitverwaltungsrecht ausüben könne, der noch im Besitz der Aktien sei und diese nicht etwa weiterveräußert habe, ohne die Umschreibung im Aktienregister betrieben zu haben<sup>162</sup>. Schon die Prämisse, die Gesellschaft sei daran interessiert, dass nur der *materiell Berech-*

<sup>158</sup> Vgl. *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991 Rdnr. 641.

<sup>159</sup> *Diekmann*, BB 1999, 1985 (1989); *Lutter-Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Aufl., § 67 Rdnr. 31; *Eckardt-Geßler*, Aktiengesetz, § 123 Rdnr. 31; *Rottenburg*, Inhaber- und Namensaktien, 1967, S. 55; *Leuernig*, ZIP 1999, 1745 (1748).

<sup>160</sup> *Diekmann*, BB 1999, 1985 (1989).

<sup>161</sup> *Werner-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 123 Rdnr. 34; *Zöllner-Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, § 123 Rdnr. 17; einschränkend: *Hüffer*, AktG, § 67 Rdnr. 14 sowie § 123 Rdnr. 7.

<sup>162</sup> *Zöllner-Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, § 123 Rdnr. 17.

tigte sein Recht ausüben, ist zweifelhaft, dient das Aktienregister doch dazu, der Gesellschaft eine Legitimationsgrundlage zu verschaffen. Des Weiteren stellt § 67 Abs. 2 AktG eine unwiderlegliche Vermutung dar<sup>163</sup>, welche die Aktionärsstellung des Eingetragenen im Verhältnis zur Gesellschaft begründet. Eine Differenzierung verbietet sich daher. Das Gesetz knüpft an die Eintragung zugunsten der Gesellschaft die Vermutung, dass der Eingetragene Aktieninhaber ist.

Eine differenzierende Auffassung geht schließlich davon aus, das Hinterlegungserfordernis sei lediglich dann zulässig, wenn Namensaktien blanko indossiert seien<sup>164</sup>. Da blanko indossierte Namensaktien hinsichtlich ihrer Umlauffähigkeit Inhaberaktien gleichzusetzen seien, müsse eine Satzungsregelung, die das Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung von der Hinterlegung der Aktien abhängig mache, in diesem Fall zulässig sein. Indessen kann der Sinn und Zweck einer Gleichstellung blanko indossierter Namensaktien mit Inhaberaktien jedoch nur darin bestehen, dass entweder Aktionärs- oder Gesellschaftsinteressen angemessener berücksichtigt werden. Da sich aber dem Aktionär die Möglichkeit bietet, die Änderung der Aktieninhaberschaft in das Aktienregister einzutragen, und die Gesellschaft aufgrund der Vermutungswirkung des § 67 Abs. 2 AktG ausreichend geschützt ist, begründen weder Aktionärs- noch Gesellschaftsinteressen eine Gleichstellung. Letztlich ist noch zu bedenken, dass die Möglichkeit des Auseinanderfallens von formeller und materieller Aktionärsstellung nicht nur bei blanko indossierten Namensaktien besteht, da auch bei einem Vollindossament die Übertragung der Aktie der Gesellschaft nicht zur Kenntnis gelangen muss.

Somit ist festzustellen, dass die Teilnahme an der Hauptversammlung von einer Hinterlegung nach § 123 Abs. 3 Satz 1. Fall AktG nur bei Inhaberaktien abhängig gemacht werden darf, nicht aber bei der Namensaktie. Demzufolge ist etwa eine entsprechende Satzungsvorschrift, deren Aufhebung im Rahmen der Umstellung von Inhaber- auf Namensaktien unterblieb, nicht zu berücksichtigen<sup>165</sup>.

Zur besseren Einschätzung der Teilnehmerzahl, die sowohl der Vorbereitung der Hauptversammlung als auch der Abfassung des nach § 129 Abs. 1 AktG aufzustellenden Teilnehmersverzeichnis dient, kommt daher lediglich das in § 123 Abs. 3 AktG vorgesehene Anmeldeverfahren in Betracht. Es führt allerdings nicht dazu, dass sich die anmeldenden Aktionäre gegenüber der Gesellschaft legitimieren müssen. Das ist auch nicht erforderlich, da die Legitimation bereits durch das Aktien-

---

<sup>163</sup> OLG Zweibrücken AG 1997, 140 (140); OLG Zelle AG 1984, 266 (266); LG Köln AG 1981, 81 (81); Lutter-Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl. 1988, § 67 Rdnr. 30; Noack, ZIP 1999, 1993 (1995); Leuring, ZIP 1999, 1745 (1748); nicht eindeutig die frühere Rechtsprechung des RG: RGZ 123, 279 (286); RGZ 86, 160 f.

<sup>164</sup> Hüffer, AktG, § 67 Rdnr. 14 sowie § 123 Rdnr. 7.

<sup>165</sup> Anders insoweit wohl Noack, ZIP 2001, 57 (60), der für statuarische Hinterlegungsklauseln einen eigentümlichen Anwendungsbereich bei der organisierten Stimmrechtsvertretung von Namensaktien sieht.



register erbracht wird<sup>166</sup>. Gleichwohl ermöglicht eine Anmeldung der Gesellschaft auch, die Legitimation des Angemeldeten noch vor der Hauptversammlung zu überprüfen und etwaigen sich aus dem Aktienregister ergebenden Unklarheiten nachzugehen<sup>167</sup>.

Rechtlich problematisch ist die Einführung eines sogenannten Hauptversammlungsstopps<sup>168</sup>. Darunter versteht man die Festsetzung eines Stichtages, ab dem keine Umschreibungen im Aktienregister mehr vorgenommen werden (vgl. § 68 Abs. 3 AktG). Das führt dazu, dass derjenige, der eine Namensaktie nach dem Hauptversammlungsstopp erwirbt, nicht mehr als gegenüber der Gesellschaft formell legitimierter Aktionär in das Aktionärsregister eingetragen wird, was zur Folge hat, dass er seine Aktionärsrechte in der Hauptversammlung nicht ausüben kann. Da eine Umschreibung aber stets so schnell wie möglich vorzunehmen ist<sup>169</sup>, müssen Veränderungen im Aktienbestand vor der Hauptversammlung im Aktienregister vollzogen werden, soweit dies technisch möglich ist<sup>170</sup>.

Neben dem rechtlichen ist auch auf einen wirtschaftlichen Aspekt einzugehen. Bestimmt nämlich die Satzung, dass Übertragungen von Aktien nach der Anmeldung erst wieder nach Beendigung der Hauptversammlung in das Aktienregister eingetragen werden, so weiß derjenige, der Aktien an der Börse erwirbt, nicht, ob sich der Verkäufer bereits zur Hauptversammlung angemeldet hat oder nicht, eine Ungewißheit, die sich auf den Aktienkurs negativ auswirken muss.

### *b) Die Frage der Anonymität des Aktionärs bei Ausübung des Stimmrechts durch ein Kreditinstitut*

Hat eine Gesellschaft Namensaktien ausgegeben, so zeigen sich bei der Stimmrechtsabgabe in der Hauptversammlung markante Unterschiede zur Abgabe der Stimmrechte aus Inhaberaktien.

Soweit der materiell Berechtigte im Aktienregister der Gesellschaft als Aktionär eingetragen ist, formelle und materielle Aktionärsstellung demnach zusammenfallen, konnten die Stimmrechte bislang durch ein Kreditinstitut gemäß § 135 Abs. 7 S. 1 2. Fall AktG a. F. nur unter Benennung des Aktionärs und in dessen Namen ausgeübt werden. Eine Ausübung des Stimmrechts im Namen dessen, den es angeht (§ 129 Abs. 2 AktG), wie dies bei Inhaberaktien möglich ist, schied hingegen aus<sup>171</sup>. Nicht zu unterschätzen war der psychologische Effekt des Erfordernisses der namentlichen

<sup>166</sup> Werner-Aktiengesetz, Großkommentar, § 123 Rdnr. 56; Eckhardt-Geßler, Aktiengesetz, § 123 Rdnr. 51.

<sup>167</sup> Zöllner-Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, § 123 Rdnr. 31.

<sup>168</sup> Ausführlich zu dieser Problematik Grumann/Soehlke, DB 2001, 576 (578 f.).

<sup>169</sup> Lutter-Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., § 67 Rdnr. 7.

<sup>170</sup> So auch Diekmann, BB 1999, 1985 (1989); Noack, DB 1999, 1306 (1309); Grumann/Soehlke, DB 2001, 576 (579), die einen Hauptversammlungsstopp von 24 Stunden unmittelbar vor Beginn der Hauptversammlung für notwendig erachten.

<sup>171</sup> So auch Kümpel-BuB, Band 4, Rdnr. 8/284 a; Teilweise wird die Auffassung vertreten, die Abstimmung für den, den es angeht, sei bei Namensaktien weder erforderlich noch sinnvoll, da die Anonymität des Aktionärs bereits durch die Eintragung im Aktienregister aufgehoben werde und daher ein besonderes Schutzbedürfnis nicht bestehe. Diese Ansicht übersieht aber, dass die namentliche Nennung des Aktionärs diesen mehr belastet als dies mit

Nennung des eingetragenen Aktionärs. Der Hinweis der Kreditinstitute bei Einholung der Vollmacht, dass eine anonyme Abstimmung nicht möglich sei, hätte manchen Kleinaktionär – berechtigter- oder unberechtigter Weise – womöglich von der Wahrnehmung seines Stimmrechtes in der Hauptversammlung über ein Kreditinstitut absehen lassen<sup>172</sup>. Eine Verminderung der Präsenz auf der Hauptversammlung wäre die Folge gewesen<sup>173</sup>. Auch *Barz*<sup>174</sup> spricht davon, dass der Kleinaktionär wegen Wahrung seiner Anonymität zur offenen Vollmacht nur wenig geneigt ist. Außerdem hätte eine offene Vollmachts-Stimmrechtsausübung bei großen Publikumsgesellschaften zu langen Teilnehmersverzeichnissen und zur Vorlage einer Vielzahl von schriftlichen Einzelvollmachten (§ 135 Abs. 7 S. 2 i.V.m. Abs. 4 S. 3 AktG a. F.) geführt. Die Zusammenfassung der gleichen Aktien aller Depotkunden eines Kreditinstitutes oder wenigstens einer Niederlassung des Kreditinstitutes war jedenfalls nach altem Recht nicht möglich, wodurch die Verwaltungsarbeit zur Vorbereitung der Hauptversammlung wesentlich vergrößert und erschwert wurde<sup>175</sup>.

Nach alledem war die Abstimmung für den, den es angeht, auch bei Namensaktien wünschenswert. Durch Art. 1 Nr. 14 des NaStraG ist nun § 135 AktG dahin geändert worden, dass auch bei Namensaktien die Abstimmung für den, den es angeht, möglich ist, und zwar unabhängig davon, ob der Aktionär im Aktienregister der Gesellschaft eingetragen ist oder nicht, § 135 Abs. 1 S. 1 AktG.

Fraglich ist, ob nicht dieser gesetzlichen Änderung die mit der Ausgabe von Namensaktien verbundene Legitimationswirkung des Aktienregisters entgegensteht. Grundsätzlich ist es nämlich erforderlich, dass der Stimmrechtsvertreter neben der Vertretungsmacht auch die Aktionärsstellung des Vertretenen nachweist<sup>176</sup>. Das gilt auch, wenn keine Regelung im Sinne des § 123 Abs. 2 AktG getroffen ist, da der allgemeine Grundsatz gilt, dass derjenige, der Rechte ausüben will, sich als Berechtigter zu legitimieren hat<sup>177</sup>. Bei der Ausgabe von Namensaktien gilt § 67 Abs. 2 AktG, wonach die Eintragung eine unwiderlegliche Vermutung der Aktionärsstellung begründet. Da die Legitimationswirkung der Eintragung ins Aktienregister somit untrennbar mit der namentlichen Nennung des Aktionärs verbunden ist, erscheint es naheliegend, dass die Legitimationswirkung des Aktienregisters bei der Stimmrechtsausübung für den, den es angeht, verloren geht. *Zöllner* führt demgemäß auch an, dass die Ausübung des Stimmrechtes für den, den es angeht, keinen Sinn habe, da die Nachprüfung der Stimmberechtigung allemal auf das Aktienregister Bezug zu nehmen hätte und

---

der Eintragung im Aktienregister der Fall ist, da die Mitaktionäre nur ein Recht auf Auskunft über die Eintragungen zur eigenen Person haben.

<sup>172</sup> *Grumann/Soehlke* sprechen auch in diesem Zusammenhang vom „gläsernen Aktionär“, *Grumann/Soehlke*, DB 2001, 576 (578).

<sup>173</sup> *Diekmann*, BB 1999, 1985 (1989); *Noack*, DB 1999, 1306 (1310).

<sup>174</sup> *Barz*-Aktiengesetz, Großkommentar, 3. Aufl., § 135 Anm. 24.

<sup>175</sup> *Barz*-Aktiengesetz, Großkommentar, 3. Aufl., § 135 Anm. 24.

<sup>176</sup> So auch *Noack*, ZIP 2001, 57 (59).

<sup>177</sup> *Hüffer*, AktG, § 123 Rdnr. 4.

## 1. Kapitel

damit auf den im Aktienregister Eingetragenen<sup>178</sup>. Demnach sei es folgerichtig, wenn das Gesetz die namentliche Nennung des Vertretenen verlange<sup>179</sup>. Fraglich erscheint dennoch, ob eine Offenlegung des Vertretenen und somit dessen Aufnahme in das Teilnehmerverzeichnis der Gesellschaft (§ 129 Abs. 1 AktG) erforderlich ist. Möglicherweise reicht es bereits aus, dem Vorstand gegenüber den Nachweis der Vertretungsmacht und demnach auch der Legitimation des Vertretenen zu erbringen. Die Tatsache, dass wegen der durch § 67 Abs. 2 AktG bewirkten Legitimation eine Anonymität gegenüber der Gesellschaft nicht herstellbar ist<sup>180</sup>, ist nämlich kein Grund, den vertretenen Aktionär gegenüber Mitaktionären offenzulegen<sup>181</sup>. Es ist daher nicht zu begründen, dass eine Legitimation des materiell Berechtigten nur unter dessen namentlicher Nennung und damit verbundener Aufnahme in das Teilnehmerverzeichnis möglich sein soll<sup>182</sup>. Eine Legitimation wie sie bei Inhaberaktien unter Vorlage von Hinterlegungsbescheinigungen erfolgen kann, ist bei Namensaktien hingegen nicht möglich, da im Verhältnis zur Gesellschaft gemäß § 67 Abs. 2 AktG nur der Eingetragene als Aktionär gilt.

Der Vertreter müsste somit nachweisen, dass der ihn zur Stimmrechtsausübung Bevollmächtigende mit dem im Aktienregister Eingetragenen Aktionär identisch ist. Das Stimmrecht könnte er unabhängig davon im Namen dessen, den es angeht, ausüben. Der konstruktive Unterschied liegt somit lediglich darin, dass die Legitimation des im Aktienregister Eingetragenen nicht über die Stimmrechtsausübung in dessen Namen erfolgt. Die Stimmrechtsausübung für den, den es angeht, wenn der materiell Berechtigte in das Aktienregister der Gesellschaft eingetragen ist, kann somit nur unter der Voraussetzung gesetzlich zugelassen werden, dass gegenüber der Gesellschaft ein Nachweis über die Bevollmächtigung durch den im Aktienregister Eingetragenen erbracht wird. Diese Voraussetzung sollte daher ausdrücklich in das Aktiengesetz aufgenommen werden. Ohne die namentliche Nennung des Bevollmächtigenden gegenüber der Gesellschaft ist eine solche Stimmrechtsausübung hingegen unzulässig.

Eine namentliche Nennung des Aktionärs kann hingegen unterbleiben, wenn ein Kreditinstitut die Stimmrechte für Namensaktien, die ihm nicht gehören, als deren Aktionär es aber eingetragen ist, aufgrund Ermächtigung des Aktionärs ausübt, § 135 Abs. 7 S. 1 AktG. Es handelt sich dabei um die Geltendmachung fremden Rechts im eigenen Namen. In diesem Fall vereinbaren die Beteiligten im Innenverhältnis wie das Stimmrecht auszuüben ist, so dass das Kreditinstitut aufgrund vertraglicher Beziehung zum Aktionär als auch aufgrund der §§ 128 Abs. 2, 135 Abs. 7 S. 2 Abs. 5 AktG ver-

<sup>178</sup> Zöllner-Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, § 135 Rdnr. 64.

<sup>179</sup> Zöllner-Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, § 135 Rdnr. 65; so auch *Diekmann*, BB 1999, 1985 (1989); vgl. auch *BegrRegEntw AktG 1965 bei Kropff*, Aktiengesetz, § 135, S. 199.

<sup>180</sup> *BegrRegEntw AktG 1965 bei Kropff*, Aktiengesetz, § 135, S. 199.

<sup>181</sup> *Noack*, DB 1999, 1306 (1310); *Noack*, ZIP 2001, 57 (59).

<sup>182</sup> *Noack*, DB 1999, 1306 (1310); *Noack*, ZIP 2001, 57 (59).

pflichtet ist, den Weisungen zu folgen. Die Eintragung des Kreditinstitutes macht die Vorteile, die mit der Ausgabe von Namensaktien verbunden sind, aber größtenteils zunichte, da so der direkte Kontakt zwischen Gesellschaft und Aktionär nicht mehr gegeben ist. Stellt insofern die Eintragung des Kreditinstitutes ins Aktienregister der Gesellschaft keine wünschenswerte Alternative zur Eintragung des materiell Berechtigten dar, so bleibt jedoch andererseits die Anonymität des Aktionärs bei der Stimmrechtsausübung gewahrt.

### III. Ergebnis

Der Überlegenheit der Namensaktien gegenüber dem *American Depositary Receipt* beim Zugang deutscher Aktiengesellschaften zum US-amerikanischen Kapitalmarkt wirkt sich auf den deutschen Kapitalmarkt in der Weise aus, dass er als der eigentliche Katalysator eines Trends weg von der Inhaberaktie und hin zur Namensaktie bezeichnet werden kann<sup>183</sup>.

Die Namensaktie zeigt sich der Inhaberaktie in einigen Punkten überlegen, so z. B. als Instrument gegen feindliche Übernahmen. Es ist daher nur konsequent, dass die deutschen Aktiengesellschaften sich wieder vermehrt der Namensaktie zuwenden, da deren Zurückdrängung durch die Inhaberaktie in Deutschland nicht aus Gründen einer Lockerung der Beziehung zwischen Gesellschaft und Aktionär erfolgte, vielmehr weil bei einer modernen Publikumsgesellschaft die Abwicklung massenweise getätigter Börsenhandelsgeschäfte mit der Namensaktie unter Beibehaltung der Eintragung des Aktionärs in das *Aktienbuch* der Gesellschaft nicht mehr realisierbar war. Neue Technologien haben dazu geführt, dass die Namensaktie ihren Platz im deutschen Gesellschaftsrecht zurückerobern kann. Es ist somit zu begrüßen, dass die Namensaktie auch mit Blick auf den heimischen deutschen Kapitalmarkt eine neue Bewertung erfahren hat.

---

<sup>183</sup> So auch *Happ*, FS für Bezenberger, 2000, 111 (114).

## **2. Kapitel: Vorschriften zur externen Rechnungslegung in Deutschland und den USA, ihre Reichweite, Anerkennung, Harmonisierung und Internationalisierung bei der Börsennotierung im jeweils anderen Land**

Sowohl die staatlichen Aufsichtsbehörden als auch die Börsen selbst verpflichten börslich notierte Unternehmen zur Veröffentlichung einer Reihe von Finanzdaten. Die Erfüllung dieser Verpflichtung wird als externe Rechnungslegung (*financial accounting*)<sup>184</sup> bezeichnet. Der Zweck des externen Rechnungswesens sind die Dokumentation und vor allem die Vermittlung von Informationen über die Lage des Unternehmens im Sinne einer Erfolgsermittlung, ferner die Rechenschaftslegung gegenüber Außenstehenden, insbesondere den Kapitalgebern und Gläubigern sowie schließlich – in Abhängigkeit nationaler Regelungen – die Ermittlung von Ausschüttungs- (Handelsbilanz) und Besteuerungsgrundlagen (Steuerbilanz)<sup>185</sup>. Bei den Veröffentlichungspflichten handelt es sich sowohl um einmalige Berichtspflichten, wie sie insbesondere beim erstmaligen Gang an die Börse angeordnet werden, als auch um periodische Berichtspflichten. Soweit Unternehmen beabsichtigen, ihre Aktien nicht nur an der Heimatbörse, sondern auch an einer ausländischen Börse handeln zu lassen, stellt sich daher die Frage, ob die aufgrund der nationalen Rechnungslegung gewonnenen Informationen den Publizitätsanforderungen der ausländischen Börsenaufsicht genügen oder ob und, wenn ja, inwieweit die Rechnungslegung bei der Präsenz an ausländischen Kapitalmärkten den für die dort ansässigen Gesellschaften geltenden Regeln zu folgen hat. Im Verhältnis der USA zu Deutschland ist diese Frage deshalb von besonderer Bedeutung, weil sich die Systeme der Rechnungslegung in den beiden Ländern gravierend unterscheiden.

Im Folgenden werden zunächst die grundlegenden Unterschiede zwischen den beiden Rechnungslegungssystemen, denen in den beiden Ländern gefolgt wird, dargestellt (§ 5). Sodann werden die Anforderungen an die Rechnungslegung beim Handel deutscher bzw. US-amerikanischer Aktien an den Börsen im jeweils anderen Land im Einzelnen erläutert (§ 6), bevor die Frage erörtert wird, inwieweit es als zweckmäßig erscheint, nationale Rechnungslegungsvorschriften auch auf ausländische Emittenten zu erstrecken (§ 7). Ausgesprochen dringlich erscheinen Lösungen für die Probleme der gegenseitigen Anerkennung und Harmonisierung bzw. Internationalisierung der Normen über Rechnungslegung. In diesem Bereich ist die Diskussion in vollem Gange (§§ 8 und 9).

---

<sup>184</sup> Bei der Rechnungslegung wird zwischen dem internen und dem externen Rechnungswesen unterschieden. Adressat des internen Rechnungswesens (*management accounting*) ist die Unternehmensleitung. Das externe Rechnungswesen (*financial accounting*) wendet sich hingegen an Adressaten außerhalb des Unternehmens. Ebenso wie der Adressatenkreis unterscheiden sich auch die Zielsetzungen.

<sup>185</sup> Der Zweck des internen Rechnungswesens besteht darin, Information und Instrumente zur Steuerung von Liquidität und Rentabilität zur Verfügung zu stellen, vgl. dazu *Kleekämper/Kuhlewind-Baetge/Dörner*, S. 5.

## § 5 Grundlegende Unterschiede zwischen der Bilanzierung nach deutschem und nach US-amerikanischem Recht

Die externe Rechnungslegung weist international ein heterogenes Bild auf. Dennoch sind zwei Hauptströmungen auszumachen, das kontinentaleuropäische (I) und das anglo-amerikanische System (II). Die beiden Systeme beruhen auf unterschiedlichen Zielsetzungen<sup>186</sup>.

### I. Das kontinentaleuropäische System in Deutschland

Die Rechnungslegung in Deutschland folgt dem *kontinentaleuropäischen System*. Zu dieser Gruppe gehört auch die Mehrzahl der europäischen Staaten und Japan. Das zentrale Prinzip dieses Systems ist das *Vorsichtsprinzip*, das in Deutschland in § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB festgeschrieben ist. Danach müssen bei der Bewertung der im Jahresabschluss ausgewiesenen Vermögensgegenstände und Schulden enumerativ aufgezählte Bewertungsgrundsätze eingehalten werden. Das Vorsichtsprinzip dient dem Zweck, die Haftungssubstanz zu erhalten und überhöhte Gewinnausschüttungen zu vermeiden<sup>187</sup>. Als Ausfluss aus dem Vorsichtsprinzip werden das Realisationsprinzip und das Imparitätsprinzip berücksichtigt. Nach dem *Realisationsprinzip* dürfen nur realisierte Gewinne ausgewiesen werden<sup>188</sup>. Das bedeutet, dass die bloße Wertsteigerung ruhender Vermögensgegenstände nicht erfasst wird. Die Gewinnrealisierung tritt erst ein, wenn der Unternehmer seine Lieferung oder sonstige Leistung erbracht hat und somit seine Forderung geltend machen kann. Bei Veräußerung tritt an die Stelle des gelieferten Vermögensgegenstandes der in der Regel höhere Erlös. Dadurch realisiert sich die Gewinnspanne und eventuell auch eine im Buchwert des gelieferten Vermögensgegenstandes enthalten gewesene stille Reserve. Demgegenüber sind nach dem *Imparitätsprinzip* oder dem Prinzip der Ungleichbehandlung vorhersehbare Risiken und Verluste auch dann schon zu berücksichtigen, wenn sie noch nicht realisiert, wohl aber vorhersehbar sind<sup>189</sup>. Verluste werden also, obwohl das Geschäft noch schwebt, bereits berücksichtigt, sobald sie drohen, das heißt als mögliche verursacht sind. Das geschieht durch Rückstellung gemäß § 249 Abs. 1 S. 1 HGB.

Der deutschen Rechnungslegung liegt eine umfangreiche Kodifizierung zugrunde. Das Bilanzrecht als Summe aller für die Aufstellung von Jahresabschlüssen geltenden Regeln findet sich in den §§ 238 ff. HGB. Soweit keine gesetzlichen Regeln vorhanden sind, erfolgt ein Verweis auf die Grund-

<sup>186</sup> Zur Einteilung in die verschiedenen Rechnungslegungssysteme vgl. auch *Steinberg/Arner/Olive*, The Development of Internationally Acceptable Accounting Standards, 324 (352); *Kleekämper/König*, DStR 2000, 569 (569); *Kleekämper/Kuhlewind-Baetge/Dörner*, S. 6 f.; eine vergleichende Betrachtung der Bilanzierungsgrundsätze nach HGB und US-GAAP findet sich bei *Engel-Ciric*, RIW 1998, 775 (775 ff.).

<sup>187</sup> *Tipke/Lang*, Steuerrecht, Rdnr. 316.

<sup>188</sup> Vgl. dazu *Tipke/Lang*, Steuerrecht, Rdnr. 317.

<sup>189</sup> Vgl. dazu *Tipke/Lang*, Steuerrecht, Rdnr. 318.

sätze ordnungsgemäßer Buchführung (GoB) in § 243 HGB. Eine enge Verknüpfung besteht zwischen dem handelsrechtlichen *Einzelabschluss* und der Besteuerung gemäß dem sogenannten Maßgeblichkeitsprinzip<sup>190</sup> des § 5 Abs. 1 S. 1 EStG. In vielen Fällen besteht außerdem auch eine umgekehrte Maßgeblichkeit der Steuerbilanz für die Handelsbilanz, § 5 Abs. 1 S. 2 EStG. Der Einzelabschluss ist zudem Grundlage für die Ausschüttungsbemessung. Unter Beibehaltung der Maßgeblichkeits- und Ausschüttungsbemessungsfunktion hat der Gesetzgeber durch die Bilanzrechtsreform von 1985 einige Änderungen vorgenommen<sup>191</sup>, um die Informationsfunktion des Jahresabschlusses stärker zu betonen. So werden seither Angaben über steuerliche Einflüsse auf das Jahresergebnis und eine sogenannte Segmentberichterstattung verlangt (§ 285 S. 1 Nr. 4 HGB). Danach müssen die Umsatzerlöse nach Tätigkeitsbereichen sowie nach geographisch bestimmten Märkten aufgliedert werden, wenn sie sich untereinander erheblich unterscheiden. Ferner wurde die Möglichkeit eingeräumt, die Gewinn- und Verlustrechnung nach dem Umsatzkostenverfahren und nicht mehr wie bis dahin nach dem Gesamtkostenverfahren zu gliedern (§ 275 HGB).

Bei dem sogenannten *Konzernabschluss* steht das Informationsinteresse des Anlegers im Vordergrund, da dem weder eine Funktion als Ausschüttungsbemessungs- noch als Besteuerungsgrundlage zukommt. Zur Aufstellung eines solchen Abschlusses neben den Einzelabschlüssen sind nach den §§ 290 ff. HGB nunmehr alle Konzerne verpflichtet, bei denen die Unternehmen unter der einheitlichen Leitung einer Kapitalgesellschaft (Mutterunternehmen) stehen und dem Mutterunternehmen eine Beteiligung nach § 271 Abs. 1 an einem oder mehreren unter der einheitlichen Leitung stehenden Unternehmen (Tochterunternehmen) gehört. Für den Konzernabschluss börsennotierter Unternehmen sieht das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTrAG) vom 27.04.1998 zudem eine Kapitalflussrechnung und eine Segmentberichterstattung als Pflichtbestandteil vor (§ 297 Abs. 1 S. 2 HGB) wie sie international längst üblich ist<sup>192</sup>.

## II. Das anglo-amerikanische System in den USA

An das *anglo-amerikanische Rechnungslegungssystem* knüpfen außer den USA auch Kanada, Australien, Großbritannien und die Niederlande an. Kennzeichnend für dieses System ist, dass oberstes

---

<sup>190</sup> Vgl. § 5 Abs. 1 EStG; Steuerrechtlich zugelassene Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechte werden im Allgemeinen steuerlich nur anerkannt, wenn sie auch in der Handelsbilanz ausgeübt werden. Als Folge der Maßgeblichkeit sind die GoB in großem Umfang durch die steuerrechtliche Rechtsprechung weiterentwickelt worden. In den letzten Jahren haben die vom Handelsrecht abweichenden steuerrechtlichen Regelungen, die vorwiegend oder ausschließlich fiskalisch begründet sind, allerdings derart zugenommen, daß der Maßgeblichkeitsgrundsatz eher einem löchrigen Käse als einem vernünftigen Prinzip ähnelt. Daher denkt man immer lauter über die Aufgabe des Maßgeblichkeitsgrundsatzes nach, vgl. dazu u.a. *Weber-Grellet*, DB 1998, 2435 (2435); *Oestreicher/Spengel*, DB 1999, 593 (593 ff.), m.w.N.

<sup>191</sup> BiRiLiG vom 19.12.1985 (BGBl I S. 2355).

<sup>192</sup> Zur Kapitalflussrechnung siehe auch *Pilhofer*, DStR 2000, 292 (293), zur Segmentberichterstattung *Küting/Pilhofer*, DStR 1999, 559 (559 ff.) und 603 (603 ff.).

## 2. Kapitel

Ziel die Information der Kapitalgeber ist, der Anteilseigner, aber auch der potentiellen Anleger und der Gläubiger. Dies soll durch eine *fair presentation* der Geschäftszahlen erreicht werden. Das System ist daher vornehmlich investororientiert, so dass der Gewinnausweis im Vordergrund steht. Als Gewinn in diesem Sinne ist nicht der entnahmefähige, sondern der Periodengewinn anzusehen, also der Gewinn, der im Berichtszeitraum erwirtschaftet worden ist.

Eine umfangreiche Kodifikation der Rechnungslegung wie im deutschen Recht existiert in den USA nicht. Die für die Rechnungslegung verbindlichen Normen beruhen vielmehr größtenteils auf Festlegungen durch vom Staat beauftragte Institutionen und Personen. Dazu zählen die *Securities Exchange Commission (SEC)*, das *Financial Accounting Standards Board (FASB)* sowie das *American Institut of Certified Public Accountants (AICPA)*. Die von diesen Institutionen entwickelten Rechnungslegungsgrundsätze werden als *Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP)* bezeichnet<sup>193</sup>. Inhaltlich handelt es sich um allgemein anerkannte Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften unterschiedlichen Ursprungs. Sie sind für alle Unternehmen verbindlich, deren Abschlüsse von einem Abschlussprüfer ein uneingeschränktes Testat erhalten sollen.

Anders als in Deutschland ist allerdings ein Großteil der Unternehmen ausschließlich zur steuerrechtlichen Rechnungslegung verpflichtet<sup>194</sup>. Die Aufstellung eines Jahresabschlusses in Form eines Einzelabschlusses ist hingegen nicht zwingend gesetzlich vorgeschrieben ist. Es besteht allein die Pflicht zur Aufstellung von *Konzernabschlüssen*<sup>195</sup>, aber nur für diejenigen Unternehmen, die den Regelungen der *SEC* unterfallen. Diese Regelungen knüpfen zum einen an die Notierung an einer nationale Börse, nämlich der *New York Stock Exchange (NYSE)* oder der ebenfalls in New York ansässigen *American Stock Exchange (AMEX)*, an, an einer der sechs Regionalbörsen des First Market oder an der Computerbörse *NASDAQ* an. Zum anderen gelten sie für Unternehmen, deren Wertpapiere außerbörslich gehandelt werden, wenn sie die Bilanzsumme von 5 Mio. \$ und die Anlegerzahl von 500 überschreiten. Bei Unternehmen, die diesen Kriterien nicht unterfallen, informieren sich die Anleger gegebenenfalls aufgrund ihres Rechts zur Einsicht in die Bücher<sup>196</sup>, wobei die

<sup>193</sup> Das *Accounting Principles Board (APB) 6* des *AICPA* hat 1965 eine Definition der *US-GAAP* erarbeitet, die heute noch gilt:

„Generally accepted accounting principles are those principles which have substantial authoritative support. Opinions of the Accounting Principle Board constitute substantial authoritative support“. Vgl. *APB 6* von 1965, Appendix A, Special Bulletin, Disclosure of Departures from Opinions of the Accounting Principles Board, October 1965.

Eine Interpretation liefert das *Statement of Auditing Standards SAS 52* von 1975:

„The phrase <generally accepted accounting principles> is a technical term that encompasses the conventions, rules and procedures necessary to define generally accepted accounting practise at a particular time. It includes not only broad guidelines of general application but also detailed practices and procedures (...). Those conventions, rules and procedures provide a standard by which to measure financial presentations, vgl. *AICPA* (1998a), AU § 411.02.

<sup>194</sup> Vgl. *Manning*, Legal Capital 1990, S. 203; *Dyckman/Dukes/Davis*, Intermediate Accounting 1995, S. 16.

<sup>195</sup> *Eisolt*, US-amerikanische und deutsche Konzernrechnungslegung 1992, S. 67 f.

<sup>196</sup> Vgl. *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht 1991, S. 343 ff.



*US-GAAP* in diesen Fällen nicht berücksichtigt werden müssen, es sei denn, eine Gesellschaft habe sich vertraglich dazu verpflichtet. Bei Konzernabschlüssen ist die Verbindung zur Steuerbilanz (Maßgeblichkeit) nur sehr schwach ausgeprägt<sup>197</sup>. Grundsätzlich weichen die handels- und die steuerrechtliche Rechnungslegung in den USA voneinander stark ab, so dass eine umgekehrte Maßgeblichkeit der Steuerbilanz für den Konzernabschluss regelmäßig<sup>198</sup> ebenfalls fehlt.

### III. Die Unterschiede der beiden Systeme

Vereinfacht lässt sich der Hauptunterschied der beiden Rechnungslegungssysteme in ihren Ergebnissen folgendermaßen beschreiben: Die Bilanzierung nach dem anglo-amerikanischen System führt in der Regel zum Ausweis höherer Erträge als die Bilanzierung nach dem kontinentaleuropäischen System, weil höhere Anschaffungs- oder Marktwerte oder geringere Abschreibungsbeträge anzusetzen sind<sup>199</sup>. Der Grund für diesen Unterschied der Rechnungslegungssysteme liegt in den unterschiedlichen Zielen, die mit ihnen verfolgt werden. Das in Deutschland beachtete kontinentaleuropäische System dient primär dem Gläubigerschutz, wohingegen das in den USA angewandte anglo-amerikanische System an erster Stelle das Informationsinteresse der Investoren zu befriedigen versucht. Die Bilanzierungsvorschriften des HGB sollen die Zahlungsbemessungsfunktion der deutschen Rechnungslegung gewährleisten. Im Gegensatz dazu dienen die in der US-amerikanischen Rechnungslegung angewandten *US-GAAP* der Bereitstellung entscheidungsrelevanter Information für die Anleger.

#### § 6 Anforderungen an die Rechnungslegung deutscher und US-amerikanischer Unternehmen an den Börsen des jeweils anderen Landes

Welche Anforderungen hinsichtlich der Veröffentlichung von Rechnungslegungsdaten bestehen nun beim Gang eines US-amerikanischen Unternehmens an eine deutsche Börse (I) sowie beim Gang eines deutschen Unternehmens an eine US-amerikanische Börse (II), und inwieweit werden

<sup>197</sup> Vgl. *Schreiber*, Die Bedeutung der US-amerikanischen Rechnungslegung für die Besteuerung von Gewinnen und Ausschüttungen, in: *US-amerikanische Rechnungslegung*, 2000, S. 59 ff.; *Dyckman/Dukes/Davis*, S. 5 Fn. 2.

<sup>198</sup> Die einzige Ausnahme stellt die sogenannte Lifo-Methode für Vorräte dar (sog. *conformity requirement* gem. Sec. 472 *Internal Revenue Code*).

<sup>199</sup> Daher verwundert es auch nicht, dass die *Daimler-Benz AG* (heute: *DaimlerChrysler AG*) für das Jahr 1994 nach deutschen Rechnungslegungsvorschriften einen Gewinn von 895 Mio. DM und unter Beachtung der *US-GAAP* einen Gewinn von 1052 Mio. DM auswies. Vgl. dazu *Brian Carlsberg*, „Harmonizing Accounts Worldwide“, *Financial Times*, Jan. 12, 1996, at XII. Allerdings kann sich im Jahre des Übergangs von der deutschen Rechnungslegung zu internationalen Rechnungslegungsregeln im Einzelfall ein niedriger Gewinnausweis ergeben, da sich bei den Pensionsaufwendungen erhebliche Mehraufwendungen ergeben. Im Gegensatz zur deutschen Praxis, die sich an § 6 a EStG anlehnt, sind im anglo-amerikanischen System künftig zu erwartende Steigerungen Pensionen und der Bemessungsgrundlagen für Anwartschaften zu berücksichtigen. Aus diesem Grund verzeichnete die *Daimler-Benz AG* für das Geschäftsjahr nach ihrem Börsengang an die *NYSE* (1993) nach *US-GAAP* einen Verlust in Höhe von 1839 Mio. DM und nach deutschem Recht einen Jahresüberschuss von 615 Mio. DM. In diesem Einzelfall ergab sich daher eine umgekehrte Ertragsauswirkung.

hierbei die auf der Grundlage des jeweils heimischen Rechnungslegungssystems ermittelten Daten akzeptiert?

### **I. Anforderungen an die Rechnungslegung börsennotierter US-amerikanischer Unternehmen in Deutschland**

Was die Anforderungen an die Rechnungslegung US-amerikanischer Gesellschaften angeht, deren Aktien an einer deutschen Börse gehandelt werden, ist zunächst ein kurzer Überblick über die Rechtsquellen und die staatliche Kontrolle der börslichen Rechnungslegung in Deutschland erforderlich (1) bevor auf die Regelungen im Einzelnen eingegangen wird (2). Wegen der im internationalen Handel überragenden Bedeutung der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB), ist allein der dortige Handel Gegenstand der weiteren Ausführungen.

#### **1. Rechtsquellen und staatliche Kontrolle der börslichen Rechnungslegung in Deutschland**

Die für die Rechnungslegung maßgeblichen Vorschriften bei einer börslichen Notierung von Aktien finden sich in Deutschland im Börsengesetz (BörsG) und der Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (BörsZulV). Weitere Regelungen sind in der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse (BörsO FWB) enthalten. Bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren ist schließlich noch das Gesetz über Wertpapier-Verkaufsprospekte (VerkProspG) zu beachten.

Die einzige, allerdings allgemeine staatliche Kontrolle der Rechnungslegung besteht in der Offenlegungsprüfung nach § 329 HGB. Hierbei ist jedoch unstrittig, dass diese Durchsicht lediglich eine Vollständigkeitsprüfung darstellt, die sich allein auf die eingereichten Unterlagen bezieht, sich jedoch nicht auf die Vollständigkeit des Inhalts einzelner Dokumente erstreckt. Die inhaltliche Kontrolle der Jahresberichterstattung gehört auch nicht zum Aufgabenbereich der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), welche durch das Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht am 1.5.2002 gegründet wurde<sup>200</sup>. Ebenso wenig kommt es im Rahmen einer Überwachung nach § 37 Abs. 1 S. 1 BörsG i.V.m. § 65 BörsZulV zu einer inhaltlichen Kontrolle, wie auch die Deutsche Börse AG die ihr nach dem Regelwerk des Neuen Marktes einzureichenden Jahresabschlüsse und Lageberichte<sup>201</sup> keiner inhaltlichen Prüfung unterzieht. Nach alledem unterliegt die börsliche Rechnungslegung in Deutschland keiner inhaltlichen Kontrolle<sup>202</sup>.

---

<sup>200</sup> Unter dem Dach der neuen Anstalt werden die Aufgaben der ehemaligen Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen (BaKred), das Versicherungswesen (BAV) und den Wertpapierhandel (BaWe) zusammengeführt.

<sup>201</sup> *Gruppe Deutsche Börse*, Regelwerk Neuer Markt, Abschnitt 2, 7.2.2 (2).

<sup>202</sup> Zur Verbesserung der Durchsetzung ordnungsmäßiger Rechnungslegung in Deutschland *Tielmann*, DB 2001, 1625 (1625 ff.).

## 2. Besondere Regelungen für die einzelnen Segmente des Börsenmarktes

Aktien US-amerikanischer Gesellschaften bedürfen zunächst einer Zulassung zum Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse bzw. einer Einbeziehung in diesen Handel. Eine gegenseitige Anerkennung von Börsenzulassungen im Verhältnis Deutschland-USA besteht nämlich bisweilen noch nicht<sup>203</sup>. Es ist daher auch unerheblich, ob die Gesellschaft überhaupt an einer US-amerikanischen Börse bereits notiert ist. Eine Zulassung im Sinne einer öffentlich-rechtlichen Erlaubnis ist allerdings nur für den Amtlichen Handel und den nicht amtlichen Handel erforderlich, während Aktien, die im Freiverkehr gehandelt werden sollen, lediglich einer privaten „Zulassung“, der sogenannten Einbeziehung bedürfen. Sowohl zur Zulassung als auch zur bloßen Einbeziehung von Unternehmen an deutschen Börsen bedarf es einer Rechnungslegung, wie Rechnungslegungen auch als Zulassungsfolgepflicht weiterhin zu erfolgen haben. Welche Anforderungen danach im Einzelnen maßgebend sind, hängt von dem jeweiligen börslichen Marktsegment ab. Zu unterscheiden ist hier an der Frankfurter Wertpapierbörse der Amtliche Markt (a), der Geregelte Markt (b) und der Neue Markt (c). Zu berücksichtigen ist zudem die am 01.01.2003 in Kraft getretene Aufteilung des Amtlichen und des Geregelteten Marktes an der FWB in die Teilbereiche „General Standard“ mit gesetzlichen Mindestanforderungen und „Prime Standard“ mit international üblichen Transparenzanforderungen<sup>204</sup>.

### a) Amtlicher Handel im Sinne der §§ 30 ff. BörsG, §§ 56 ff. BörsO FWB

Der Amtliche Handel ist der an den deutschen Börsen am umfangreichsten durchgeführte Handel von Wertpapieren. Die Wertpapiere sind nach einem festgesetzten, strengen Verfahren zu diesem Handel zugelassen. Für die Kursfestsetzung im Handel ist der Vorstand der jeweiligen Börse unter Mitwirkung der vereidigten, amtlichen Makler zuständig.

Gemäß § 30 Abs. 2 BörsG und § 56 BörsO FWB setzt die Zulassung zum „General Standard“ des Amtlichen Handels einen schriftlichen Antrag des Emittenten zusammen mit einem Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut voraus, das an einer inländischen Börse mit dem Recht zur Teilnahme am Handel zugelassen ist<sup>205</sup>. Kernstück des Zulassungsantrags ist der Entwurf eines Zulassungsprospektes (§ 30 Abs. 3, Nr. 2 BörsG, § 48 Abs. 2 S. 1 BörsZulVO). Er muss nach § 21 Abs. 1 BörsZulV neben einer Reihe weiterer Angaben auch solche über die Vermögens-, Finanz- und Er-

<sup>203</sup> Eine gegenseitige Anerkennung besteht aber für amtlich notierte Wertpapiere in der EG und in bestimmten Grenzen im US-amerikanisch-kanadischen Verkehr sowie zwischen Neuseeland und Australien; vgl. dazu ausführlich *Schuster*, Die internationale Anwendung der Börsenrechts, S. 607 ff. (für die EG) und S. 610 ff. (für das US-amerikanisch-kanadische Verhältnis).

<sup>204</sup> Vgl. dazu auch *Süddeutsche Zeitung*, Deutsche Börse gibt sich ein neues Gesicht, Nr. 295, 21./22. Dezember 2002, S. 29.

<sup>205</sup> Anstelle eines Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstituts kann auch ein nach § 53 Abs. 1 S. 1 oder § 53 b Abs. 1 S. 1 des Gesetzes über das Kreditwesen tätiges Unternehmen treten.

## 2. Kapitel

tragslage des Emittenten enthalten. Diese Angaben haben zwar grundsätzlich nach den Vorschriften des HGB zu erfolgen<sup>206</sup>. Eine Ausnahme hierzu bildet aber § 22 Abs. 4 BörsZulV, der für Emittenten mit Sitz außerhalb der Europäischen Gemeinschaft oder außerhalb eines anderen Vertragsstaates des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum gilt. Danach reicht bei solchen Gesellschaften, dass Jahresabschlüsse ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild von der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des ausländischen Antragstellers geben. Insoweit werden auch Jahresabschlüsse US-amerikanischer Emittenten nach *US-GAAP* von der Zulassungsstelle der Börse anerkannt. Weitere Klarstellungen nach § 22 Abs. 4 BörsZulV sind in diesem Fall nicht erforderlich<sup>207</sup>. Zudem wird nach § 13 Abs. 1 S. 3 BörsZulV die Abfassung der Jahresabschlüsse in englischer Sprache akzeptiert, während grundsätzlich nach § 13 Abs. 1 S. 2 BörsZulV deren Abfassung in deutscher Sprache gefordert wird. Darüber hinaus dürfen ausländische börsennotierte Unternehmen, die nach ausländischem Recht nur zur Aufstellung von Konzernabschlüssen verpflichtet sind, anstelle der in § 21 Abs. 1 Nr. 1 geforderten Angaben, den Konzernabschluss in den Prospekt aufnehmen, § 22 Abs. 1 S. 1 1. HS BörsZulV. Diese Möglichkeit wird von US-amerikanischen Unternehmen genutzt<sup>208</sup>.

Nach der Zulassung zum „General Standard“ des Amtlichen Aktienhandels sind die Gesellschaften zur Zwischenberichterstattung verpflichtet, § 40 Abs. 1 BörsG, §§ 53 BörsZulV. Auch bezüglich dieser Verpflichtung bestehen für Emittenten aus Drittstaaten<sup>209</sup> wie den USA Sondervorschriften. Soweit sie in ihrem Heimatstaat Zwischenberichte veröffentlichen, können diese anstelle eines Zwischenberichtes nach § 40 BörsG auch in Deutschland veröffentlicht werden, wenn die darin enthaltenen Auskünfte denen nach den §§ 53-57 BörsZulV gleichwertig sind, § 58 Abs. 1, S. 1 BörsZulV. Da die Zulassungsstelle über die Frage der Gleichwertigkeit nach ähnlichen Kriterien zu entscheiden hat, wie bei der Bilanzierungsanerkennung nach § 22 IV BörsZulV, also bei der Entscheidung über die Zulassung zum Amtlichen Handel von Aktien einer ausländischen Gesellschaft, können sämtliche US-amerikanischen Emittenten ihre in den USA veröffentlichten Zwischenbericht auch in Deutschland verwenden. Auf eine Übersetzung kann auch hier verzichtet werden, Abs. 1, S. 2 BörsZulV.

---

<sup>206</sup> Dies ergibt sich schon aus einem e-contrario Schluss aus § 22 Abs. 4 BörsZulV.

<sup>207</sup> *Ernst*, Internationale Entwicklungstendenzen in der Rechnungslegung und ihre Einwirkungen auf die Börsen und die Börsenaufsichtsbehörden, 1992, 177 (180); v. *Rosen*, Die Frankfurter Wertpapierbörse im internationalen Börsenwettbewerb, Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 87 (1991), S. 8.

<sup>208</sup> Deutsche Unternehmen müssen hingegen immer auch Einzelabschlüsse aufstellen, *Paskert*, Informations- und Prüfungspflichten bei Wertpapieremissionen, 1991, S. 77. Sie sind daher verpflichtet, beide Arten von Abschlüssen in den Prospekt aufzunehmen, § 22 Abs. 1 S. 1 2. HS BörsZulV.

<sup>209</sup> Es handelt sich um Emittenten, die nicht dem Recht eines Mitgliedstaates der EU oder eines anderen Vertragsstaates des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum unterliegen.

## 2. Kapitel

Für Aktien, die zum Amtlichen Handel („General Standard“) zugelassen sind, kann der Emittent die Zulassung zum Teilbereich des Amtlichen Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten („Prime Standard“) beantragen, § 60 BörsO FWB. Der Antrag kann zusammen mit dem Antrag auf Zulassung zum Amtlichen Markt („General Standard“) gestellt werden. Die Zulassung zum Teilbereich „Prime Standard“ setzt voraus, dass keine Umstände bekannt sind, wonach der Emittent die weiteren Zulassungsfolgepflichten des „Prime Standard“<sup>210</sup> nicht ordnungsgemäß erfüllen wird (§ 60 Abs. 3 BörsO FWB). Im Einzelnen handelt es sich um die folgenden fünf Zulassungsfolgepflichten: Der Emittent muss konsolidierte Abschlüsse nach der Rechnungslegung gemäß den *International Financial Reporting Standards (IFRS)* oder den US-amerikanischen *Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP)* erstellen, § 62 BörsO FWB. Des Weiteren sind im „Prime Standard“ nach § 63 BörsO FWB Quartalsberichte mit bestimmten Mindestangaben und gemäß § 64 BörsO FWB ein Unternehmenskalender mit den wesentlichen kapitalmarktspezifischen Terminen (z.B. Hauptversammlung, Bilanzpressekonferenz) zu veröffentlichen. Ebenfalls ist jährlich eine Analystenkonferenz durchzuführen (§ 65 BörsO FWB). Schließlich sind die Ad-hoc-Mitteilungen gemäß § 15 WpHG in englischer Sprache zu veröffentlichen (§ 66 BörsO FWB).

### *b) Geregelter Markt im Sinne der §§ 49 ff. BörsG, §§ 68 ff. BörsO FWB*

Seit 1987 gibt es an der deutschen Börse das Marktsegment Geregelter Markt, das hinsichtlich der Anforderungen an die Zulassung und hinsichtlich der Publizitätspflicht dem Amtlichen Handel nachgeordnet werden kann. Die Kursermittlung erfolgt hier in Anlehnung an die Verfahrensweise des Amtlichen Marktes.

Die Zulassungsvoraussetzungen ergeben sich auf bundesgesetzlicher Ebene aus § 49 Abs. 1 BörsG, der auf § 30 Abs. 2 BörsG und damit auf die Zulassung zum Amtlichen Markt verweist, sowie aus § 51 BörsG. Die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse verweist sowohl für die Einbeziehung in den „General Standard“ des Geregelten Marktes als auch für die Einbeziehung in den „Prime Standard“ dieses Segments auf die Vorschriften des Amtlichen Marktes. Die Zulassungs- und Zulassungsfolgepflichten im Geregelten Markt sind daher – was die Rechnungslegungspflichten angeht – mit denen im Amtlichen Markt weitestgehend deckungsgleich. Ein lediglich formaler Unterschied zur Zulassung zum Amtlichen Handel besteht darin, dass anstatt eines Zulassungsprospektes ein bloßer Unternehmensbericht zu veröffentlichen ist, § 51 Abs. 1 Nr. 2 BörsG. Dessen Mindestinhalt ergibt sich aus der VerkProspVO, die aufgrund des § 7 Abs. 2 und 3 VerkProspG erlassen wurde. Inhaltlich erfordert § 8 VerkProspVO allerdings, ebenso wie der Zulassungsprospekt, Angaben über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten, wozu nach Abs. 1

---

<sup>210</sup> Die Kompetenz der Frankfurter Wertpapierbörse zum Erlass weiterer Zulassungsfolgepflichten ergibt sich aus § 42 BörsG.

## 2. Kapitel

Nr. 1 der Vorschrift auch ein Jahresabschluss gehört. Was den Inhalt des Unternehmensberichts betrifft, können hinsichtlich der Rechnungslegung die gleichen Fragen wie beim Zulassungsprospekt auftauchen; und hinsichtlich der im Zusammenhang mit einem Konzernabschluss stehenden Fragen, bestehen gemäß § 8 Abs. 2 VerkProspVO die gleichen Möglichkeiten wie bei der Zulassung zum Amtlichen Handel: Er kann an die Stelle eines Jahresabschlusses treten.

### c) Neuer Markt<sup>211</sup>

Der Neue Markt ist ein Handelssegment der Deutsche Börse AG für Wachstumsaktien, deren Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse stattfindet. Umfangreich geregelt ist der Neue Markt im Regelwerk Neuer Markt, das von der Gruppe Deutsche Börse verfasst wurde. Beim Neuen Markt handelt es sich nach allgemeiner Ansicht um einen Freiverkehr im Sinne des § 57 BörsG. Eine Zulassung<sup>212</sup> zum Neuen Markt setzt gemäß Abschnitt 2 Nr. 2.3 Regelwerk Neuer Markt eine vorherige Zulassung zum Geregelten Markt voraus<sup>213</sup>, sodass insoweit die im vorigen Abschnitt genannten Voraussetzungen zu erfüllen sind. Was die Rechnungslegungsvorschriften betrifft, bestand ein erwähnenswerter Unterschied zum Amtlichen und Geregelten Markt bis zur Einführung des „Prime Standard“ darin, dass nach Abschnitt 2 Nr. 4.1.9 Abs. 3 Regelwerk Neuer Markt der Unternehmensbericht des Emissionsprospektes die Angaben über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten der Rechnungslegung entweder den *IFRS*, den *US-GAAP* oder den HGB, dann aber mit entsprechender Überleitungsrechnung, entsprechen *müssen*<sup>214</sup>. Ein weiterer Unterschied zum Amtlichen und Geregelten Markt bestand darin, dass Unternehmen, die am Neuen Markt notiert sind, Quartalsberichte aufstellen und veröffentlichen müssen<sup>215</sup>. Diese beiden Unterschiede zu den anderen Marktsegmenten, also die Pflicht zur Rechnungslegung nach den *US-GAAP* oder den *IFRS* und die Pflicht zur Aufstellung von Quartalsberichten, waren Ausdruck des erhöhten Investorriskos, das eine hohe Transparenz und Publizität gegenüber aktuellen und potentiellen Aktionären erfordert<sup>216</sup>. Diese ehemaligen Besonderheiten des Neuen Marktes gehen nun im „Prime Standard“ des Amtlichen und des Geregelten Marktes auf. Damit hat der Neue Markt die Funktion eines re-

---

<sup>211</sup> Der Neue Markt wurde an der Frankfurter Wertpapierbörse am 10.03.97 als neues Marktsegment eingeführt.

<sup>212</sup> Da es sich um einen Freiverkehr im Sinne des § 57 BörsG handelt, müsste eigentlich von einer Einbeziehung gesprochen werden. Das Regelwerk des Neuen Marktes (Abschnitt 1 Nr. 1) spricht aber ausdrücklich von einer Zulassung zum Neuen Markt.

<sup>213</sup> Mit der Stellung des Zulassungsantrages zum Neuen Markt verzichtet der Antragsteller aber auf die Einführung der Aktien in den geregelten Markt.

<sup>214</sup> Abschnitt 2 Nr. 4.1.9. Abs. 3 Regelwerk NM.

<sup>215</sup> Regelwerk NM Ziffer 7.1.

<sup>216</sup> Ähnliche Regelungen gelten auch für den sogenannten SMAX, einen Qualitätsindex für Smallcaps im Amtlichen Handel und Geregelten Markt. So wird für Geschäftsjahre, die nach dem 31.12.2001 beginnen ein Abschluss bzw. Quartalsberichte nach *IAS* oder *US-GAAP* bzw. eine Überleitungsrechnung gefordert.

gulatorischen Rollenmodells für den deutschen Kapitalmarkt erfüllt. Er wird daher nach einer Übergangsfrist Ende 2003 aufgelöst werden<sup>217</sup>.

### II. Anforderungen an die Rechnungslegung börsennotierter deutscher Unternehmen in den USA

Ebenso wie US-amerikanische Unternehmen, deren Aktien an einer deutschen Börse gehandelt werden, müssen auch deutsche Unternehmen, deren Aktien an einer US-amerikanischen Börse notiert werden, verschiedene Publizitätsanforderungen erfüllen, die im Zusammenhang mit der Rechnungslegung des Unternehmens stehen.

#### 1. Rechtsquellen für die börsliche Rechnungslegung in den USA und deren Kontrolle

Die beiden wichtigsten bundesgesetzlichen Regelungswerke im Hinblick auf die börsliche Rechnungslegung in den USA sind der *Securities Act* von 1933<sup>218</sup> (*SA*), der die öffentliche Plazierung von Wertpapieren betrifft, und der *Securities Exchange Act* von 1934<sup>219</sup> (*SEA*), der den Handel mit bereits im Publikum untergebrachten Wertpapieren regelt. Die Beachtung dieser Regelungswerke überwacht die im Jahre 1934 gegründete *Securities and Exchange Commission*<sup>220</sup> (*SEC*), eine unabhängige Institution (*independant regulatory agency*)<sup>221</sup>. Sind Wertpapiere eines Unternehmens nach dem *SEA* registriert, so hat der Emittent der *SEC* unter anderem Jahres- und Vierteljahresberichte einzureichen. Diese Berichte unterliegen einer Überprüfung durch die *SEC*, die sich nicht lediglich auf die Vollständigkeit und Überwachung des fristgerechten Eingangs beschränkt. Vielmehr werden die Berichte auch inhaltlich analysiert und auf ihre Übereinstimmung mit den *US-GAAP* und den Verlautbarungen der *SEC* hin überprüft. Zur Wahrnehmung dieser Prüfungstätigkeit sind der *SEC* weitreichende Kompetenzen zugewiesen worden, die sich in umfangreichen Auskunfts- und Vorlagepflichten seitens der berichtspflichtigen Unternehmen ausdrücken. Werden Abweichungen von der Norm festgestellt, hat das Unternehmen entsprechende Korrekturen vorzunehmen<sup>222</sup>. Neben der überwachenden Funktion kommt der *SEC* im US-amerikanischen Börsenrecht auch eine rechtsgestaltende Funktion zu. Die Konkretisierung des *Securities Act* und des *Securities Exchange Act* erfolgt seitens der *SEC* sowohl im Wege einer materiellen Rechtssetzung durch *rules*, *regulations* und ergänzenden *forms* als auch informell durch *releases* und *non-action letters*.

<sup>217</sup> Die Beendigung der Zulassung zum neuen Markt lässt die bestehende Zulassung zum geregelten Markt unberührt. Daher werden die Aktien der Emittenten ab dem 1. Januar 2004 ohne weitere Mitwirkungshandlung im geregelten Markt („General Standard“) notiert, sofern kein Antrag auf Zulassung zum „Prime Standard“ gestellt wird.

<sup>218</sup> 15 U.S.C. §§ 77a et seq.

<sup>219</sup> 15 U.S.C. §§ 78a et seq.

<sup>220</sup> Die Zulässigkeit zur Gründung dieser Institution ergibt sich aus der Bundeskompetenz nach Art. I Sec. 8 Cl. 3 der US-amerikanischen Bundesverfassung.

<sup>221</sup> Vgl. zu den Aufgaben und Kompetenzen der *SEC* Tielmann, DB 2001, 1625 (1626 ff.).

<sup>222</sup> Zur Durchsetzung steht der *SEC* ein umfassendes Instrumentarium zur Verfügung, das von der Festsetzung einer Geldstrafe bis zum Aussetzen der Notierung der Aktien des betreffenden Unternehmens reichen kann.

Außer im *Securities Act* und im *Securities Exchange Act* finden sich börsenrechtliche Vorschriften, die im Zusammenhang mit der Rechnungslegung stehen, auch in den einzelstaatlichen Börsengesetzen, den sogenannten „*Blue Sky Laws*“<sup>223</sup>. Die Einzelstaaten ordnen keine Publizitätspflichten im Sinne einer Rechnungslegung beim Gang ausländischer Unternehmen an die Börse an. Teilweise müssen lediglich Wertpapiere bei Neuemissionen registriert werden<sup>224</sup>, wobei jedenfalls die Vorlage des bereits bei der *Securities Exchange Commission* nach Bundesrecht eingereichten Prospektes ausreicht, allenfalls um nach Landesrecht vorgeschriebene weitere Informationen ergänzt<sup>225</sup>.

Des Weiteren finden sich börsenrechtliche Vorgaben in den Vorschriften der Börsen. Auch die Börsen unterstehen der Aufsicht der *SEC* und damit der Bundesaufsicht<sup>226</sup>.

### 2. Die Bundesstaatlichen Publizitätspflichten

Wie bereits angedeutet sind für die börsliche Rechnungslegung die bundesrechtlichen Vorschriften des *Securities Act* und des *Securities Exchange Act* von überragender Bedeutung. Sie ordnen sowohl eine einmalige Registrierung als auch kontinuierliche Berichtspflichten an. Welche Berichtspflichten im Einzelnen erfüllt werden müssen, hängt davon ab, welchem der in den USA bestehenden Berichtssystemen die betreffende Gesellschaft unterfällt. Seit 1982 unterscheidet das US-amerikanische Recht hinsichtlich der bundesstaatlichen Registrierungs- und den kontinuierlichen Berichtspflichten zwischen dem System für die Veröffentlichung von Finanzdaten US-amerikanischer Gesellschaften („*domestic integrated disclosure system*“) und dem System für die Veröffentlichung von Finanzdaten ausländischer Gesellschaften („*foreign integrated disclosure system*“).

#### a) *Foreign integrated disclosure system*

Das „*foreign integrated disclosure system*“ gilt ausschließlich für ausländische private Emittenten („*foreign private issuers*“). Als solcher gilt jeder ausländische Emittent, der keine ausländische Regierung ist<sup>227</sup> mit Ausnahme eines solchen Emittenten, der die folgenden Merkmale aufweist<sup>228</sup>:

---

<sup>223</sup> Dieser Name geht zurück auf den Ausruf eines Landespolitikers zu Beginn des Jahrhunderts, dass manche Betrüger so unverschämt seien, dass die auch Teile des blauen Himmels verkaufen würden. Die Bezeichnung „*blue sky laws*“ ist auch deshalb gängig geworden, weil sie vom Supreme Court in der Entscheidung über die Verfassungsmäßigkeit der „*blue sky laws*“ 1917 verwendet wurde. Das erste „*blue sky law*“ trat 1911 in Kansas in Kraft. 1913 hatten schon 23 Bundesstaaten „*blue sky laws*“ verabschiedet.

<sup>224</sup> In diesem Fall handelt es sich um die *securities registration method*, die von mehr als 40 Bundesstaaten praktiziert wird, vgl. zu den anderen Methoden *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991, Rdnr. 452 f.

<sup>225</sup> Vgl. zum Ganzen *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991, Rdnr. 450 ff.; *Schuster*, Die internationale Anwendung des Börsenrechts, S. 113.

<sup>226</sup> Vgl. auch *Green/Beller/Cohen/Hudson/Rosen*, U.S. Regulation of the International Securities Markets (1991), § 9.07 [3].

<sup>227</sup> Für ausländische Regierungen gelten wiederum andere Regelungen, die hier nicht näher zu erläutern sind.



## 2. Kapitel

(1) Mehr als 50 Prozent der Aktien werden von sogenannten *US-residents* gehalten und zwar entweder direkt oder indirekt über *nominees*; und (2) alternativ: (i) Die Mehrheit des Vorstandes oder des Aufsichtsrates der Gesellschaft sind US-Bürger oder sogenannte *US-residents*, (ii) mehr als 50 Prozent des Gesellschaftsvermögens befindet sich in den USA, oder (iii) die Geschäftstätigkeit des Emittenten wird hauptsächlich von den USA aus verwaltet.

Für „*foreign private issuer*“ ergeben sich weniger strenge Berichtsanforderungen als für Unternehmen, die dem „*domestic integrated disclosure system*“ unterfallen, womit die Unternehmensklassifikation wesentliche Bedeutung erlangt. Alle deutschen Unternehmen, die zur Zeit am US-Kapitalmarkt notiert sind, sind als „*foreign private issuer*“ zu klassifizieren. Die Registrierung und die kontinuierlichen Berichtspflichten haben „*foreign private issuers*“ unter Verwendung der sogenannten *F-forms* vorzunehmen. Dabei handelt es sich nicht, wie das Wort es nahelegt, um Vordrucke, die auszufüllen wären, sondern um Verordnungen für die Erstellung der erforderlichen Unterlagen. Die *F-forms* weichen inhaltlich von den *forms* ab, die „*US reporting issuers*“, also US-amerikanische Unternehmen, zu verwenden haben.

Ziel dieser Zweiteilung des Berichtswesens war es, US-amerikanischen Anlegern Investitionen in ausländische Wertpapiere zu erleichtern, indem die Anforderungen an die Berichterstattung, insbesondere an die Rechnungslegung, nicht so hoch geschraubt wurden, dass ausländische Gesellschaften keine Wertpapieremissionen in den USA durchgeführt hätten, und andererseits dennoch US-amerikanische Anleger bei ausländischen Emittenten annähernd den gleichen Informationsstand erhalten wie bei US-amerikanischen Unternehmen.

### *b) Registrierung und kontinuierliche Berichtspflichten nach dem Securities Exchange Act von 1934*

Wertpapiere, die an der *NYSE* oder der *AMEX* gehandelt werden sollen, bedürfen gemäß § 12(b) *Securities Exchange Act (SEA)* der Registrierung bei der *Securities Exchange Commission (SEC)*. Gleiches gilt nach § 12(g) *SEA* für einen beabsichtigten Handel an der Computerbörse *NASDAQ*. Des weiteren besteht für die Emittenten gemäß §§ 13(a) *SEA* eine jährliche Berichtspflicht<sup>229</sup>.

<sup>228</sup> Die Definition eines „*foreign private issuer*“ findet sich sowohl in Rule 405 *SA* als auch in Rule 3b-4(c) *SEA* (17 CFR 230.405 bzw. § 240.3b-4(c)).

A foreign private issuer is „any foreign issuer other than a foreign government except an issuer meeting the following conditions: (1) More than 50 percent of the outstanding voting securities of such an issuer are held of record either directly or through voting trust certificates or depositary receipts by residents of the United States; and (2) any of the following: (i) The majority of the executive officers or directors are United States citizens or residents, (ii) more than 50 percents of the assets of the issuer are located in the United States, or (iii) the business of the issuer is administered principally in the United States.“

<sup>229</sup> Eine Pflicht ausländischer Unternehmen, Quartalsberichte gemäß *form 10-Q* einzureichen, besteht hingegen nicht. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass sie *form 6-K* Genüge tun (vgl. *SEA* rule 13a-13(b)(2) i.V.m. rule 13a-16 sowie rule 15d-13(b)(2)).

## 2. Kapitel

Sowohl für die Registrierung als auch für den jährlichen Bericht hat der Emittent *form 20-F* zu verwenden<sup>230</sup>, das in 4 Teile (*parts*) und 20 Unterpunkte (*items*) untergliedert ist. Das bei der Registrierung abzugebende *registration statement* hat die *parts* I, II und IV der *form 20-F* zu enthalten, der bei der jährlichen Berichtspflicht abzugebende *annual report* die *parts* I, III und IV. Das in Teil IV der *form 20-F* aufgeführte *financial statement* ist mithin in beiden Fällen einzureichen. *Financial statement* ist in der US-amerikanischen Bilanzierungspraxis der allgemeine Ausdruck für alle Aufstellungen und Berichte des Finanzwesens<sup>231</sup>. Es besteht aus der Gewinn- und Verlustrechnung (*income statement*), der Eigenkapitalverwendungsrechnung (*statement of retained earnings*), der Kapitalflussrechnung (*statement of cash flows*) und der Bilanz (*balance sheet*). Hinzu kommen verbale Erläuterungen (*notes*) sowie Zusatzinformationen zu einzelnen Bilanzposten (*schedules*), vergleichbar dem deutschen Anhang im Sinne der §§ 284 ff. HGB und den Anlage- und Verbindlichkeitspiegeln. Die *notes* sollen alle Informationen enthalten, die in den übrigen Jahresabschlussbestandteilen nicht vorhanden sind, aber für Kapitalgeber wichtig sein können. Insbesondere sind dazu Erläuterungen der angewandten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden, Hintergrundinformationen zu einzelnen Positionen der *financial statements* sowie zusätzliche Angaben freiwilliger Art zu geben. Nach den Anweisungen des Unterpunktes 17 zu Teil IV der *form 20-F* müssen ausländische Gesellschaften die *financial statements* in dem gleichen *Umfang* einreichen wie inländische Gesellschaften. Insoweit zeigt sich daher kein Unterschied zwischen den *financial statements* ausländischer und denen inländischer Gesellschaften.

Für den Inhalt sämtlicher *financial statements*, die als Teil eines *registration statement* oder eines *annual report* eines ausländischen Unternehmens bei der SEC eingereicht werden müssen, gelten gemäß der Anweisungen des Unterpunktes 17 zu Teil IV der *form 20-F* zum Einen die *US-GAAP* und zum anderen die *regulation S-X*<sup>232</sup> (sogenannte *accounting regulation*<sup>233</sup>), die eine Zusammenfassung der in den einzelnen Anmeldeformularen enthaltenen Anweisungen und überhaupt alle wichtigen Rechnungslegungsvorschriften der SEC enthält. Grundsätzlich müssen die *financial statements* ausländischer Gesellschaften auf den *US-GAAP* beruhen, soweit die SEC keine eigenen und damit vorrangigen Vorschriften erlassen hat<sup>234</sup>. Allerdings – und das ist für ausländische Gesellschaften hilfreich – können die *financial statements* auch nach einer „*comprehensive body of accounting principles other than those generally accepted in the United States*“, also auch nach den

<sup>230</sup> Vgl. 17 CFR 249.220 f. (a).

<sup>231</sup> Lück, Die externe Rechnungslegung der Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland und in den Vereinigten Staaten von Nordamerika, 1970, S. 46.

<sup>232</sup> CFR 210; vgl. zum Anwendungsbereich der *regulation S-X* rule 1-01(a).

<sup>233</sup> Rappaport, SEC accounting practice and procedure, S. 2-4, *Loss/Seligman*, Securities Regulation, Vol. II, S. 689.

<sup>234</sup> Vgl. rule 4-01(a) *regulation S-X*.

deutschen Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung, erstellt werden<sup>235</sup>. In diesem Fall muss aber eine Überleitungsrechnung (*reconciliation*) durchgeführt werden. Alle wesentlichen Abweichungen von den *US-GAAP* müssen erläutert und sowohl der Nettogewinn des Emittenten als auch alle Bilanzposten müssen zusätzlich nach *US-GAAP* quantifiziert werden<sup>236</sup>. Erwähnenswert ist bereits an dieser Stelle, dass auch die internationalen Rechnungslegungsstandards, die *International Financial Reporting Standards (IFRS)*, als vergleichbare Rechnungslegungsstandards (*comprehensive body of accounting standards*) angesehen werden. Daher ist auch bei der Verwendung dieser Rechnungslegungsgrundsätze eine *reconciliation*, eine Überleitungsrechnung also, erforderlich<sup>237</sup>.

Nach alledem hat ein deutsches Unternehmen sowohl bei der erstmaligen Registrierung als auch bei den kontinuierlichen Berichtspflichten *ein financial statement* abzugeben, das zwar auch nach den deutschen Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung oder den *International Financial Reporting Standards (IFRS)* erstellt werden kann<sup>238</sup>, dann aber über eine sogenannte *reconciliation* auf US-amerikanische Rechnungslegungsregeln übergeleitet werden muss.

Von der Pflicht zur Quartalsberichterstattung nach dem *SEA* sind zwar ausländische Emittenten befreit, nicht aber nach den Zulassungsbedingungen der *NYSE* und der *AMEX*, die ihrerseits eine Quartalsberichterstattung vorsehen<sup>239</sup>. Im Übrigen enthalten die Vorschriften der Börsen keine Vorgaben, die über die Anforderungen hinausgehen, welche die *Securities Exchange Commission* aufgestellt hat<sup>240</sup>.

### c) Registrierung und kontinuierliche Berichtspflichten nach dem *Securities Act* von 1933

Der Vollständigkeit halber soll auch auf die Registrierung von Wertpapieren unter dem *Securities Act (SA)* eingegangen werden. In den USA bedarf es nämlich auch dann einer Registrierung, wenn Aktien emittiert und öffentlich verkauft werden (*public offering*)<sup>241</sup>, ohne dass sie an der Börse ge-

<sup>235</sup> 17 CFR 219.4-01; regulation S-X item 4-01 (a)(2).

<sup>236</sup> Item 17(c)(2), item 18(c)(2), form 20-F.

<sup>237</sup> Allerdings hält die *SEC* bei drei Standards der *IAS* eine Überleitung zu den entsprechenden *US-GAAP* für entbehrlich; vgl. items 17 und 18 der *form 20-F* für eine Beschreibung der Erleichterungen hinsichtlich der Überleitung (*reconciliation*), soweit *IAS* oder vergleichbare Standards verwendet werden, 17 CFR 294.220 f.

<sup>238</sup> 17 CFR 219.4-01; regulation S-X item 4-01 (a)(2).

<sup>239</sup> Die Regeln des *NASDAQ* verweisen hingegen lediglich auf die nach dem *SEA* geforderte Publizität, welche die Quartalsberichterstattung ausländischer Unternehmen gerade nicht vorsieht.

<sup>240</sup> Die „*listing standards*“ der Börsen bestehen vor allem aus verschiedenen Größenkriterien (*numerical standards*). Es muss eine bestimmte Anzahl von Aktionären und gestreuten Aktien vorhanden sein. Diese Aktien müssen einen bestimmten Marktwert erreichen – u. U. genügen „*net tangible assets*“ in einer bestimmten Größenordnung. Schließlich muss das Unternehmen eine bestimmte „*earning power*“ nachweisen können. Für ausländische Unternehmen gelten wahlweise „*alternate listing requirements*“, die das Erreichen der Grenzwerte etwas erleichtern. Außerdem werden bestimmte Anforderungen an die „*corporate governance practices*“ gestellt. An der *NYSE* werden keine Wertpapiere gehandelt, solange sie nicht bei der *SEC* angemeldet sind.

<sup>241</sup> Förmlicher Anknüpfungspunkt für die Registrierungspflicht ist insoweit die Nutzung von Einrichtungen des zwischenstaatlichen Handelsverkehrs oder der Post beim Angebot von Wertpapieren, ihrem Verkauf, bei Kaufange-

## 2. Kapitel

handelt werden. Es ist sogar möglich, dass beides, sowohl eine Registrierung nach dem *SEA* als auch nach dem *SA* erfolgen muss<sup>242</sup> (doppelte Zulassung), nämlich dann, wenn deutsche Aktien in den USA öffentlich ausgegeben werden und gleichzeitig an einer Börse oder im *NASDAQ* notiert werden sollen. In der Praxis kommt es nicht selten vor, dass der Gang an den US-amerikanischen Kapitalmarkt mit einer Neuemission verbunden wird, da nur dadurch ein Großteil der mit einer internationalen Kapitalmarktpräsenz verbundenen Vorteile genutzt werden kann<sup>243</sup>. In solchem Fall kommen dann sowohl die Vorschriften des *SEA* als auch die des *SA* zur Anwendung.

Da ein *public offering* und eine Notierung der Aktien somit nicht selten zusammenfallen, wurden die Offenlegungsvorschriften nach dem *Securities Act (SA)* und dem *Securities Exchange Act (SEA)* mit Einführung des „*integrated disclosure system*“ im Jahre 1980 im Wesentlichen vereinheitlicht. Die Anforderungen stimmen seitdem inhaltlich größtenteils überein. Soweit der Emittent bereits unter dem *SEA* berichtspflichtig ist, reicht bei Anmeldungen unter dem *SA* teilweise sogar eine Bezugnahme (sog. *incorporation of reference*)<sup>244</sup> auf *form 20-F* aus. Hinsichtlich der periodischen Berichtspflichten ergeben sich überhaupt keine Unterschiede, so dass bei einer Registrierung unter dem *SEA* auf periodische Berichtspflichten im Rahmen des *SA* vollständig verzichtet wird<sup>245</sup>.

Zur Registrierung gemäß § 5 *Securities Act* haben ausländische Gesellschaften ein *registration statement* bei der *SEC* einzureichen, das unter Verwendung der *F-forms* zu erstellen ist. Grundsätzlich ist die *form F-1* zu verwenden<sup>246</sup>. Der erste, umfangreiche Teil des zweiteiligen *registration statement* enthält die Informationen, die auch der später den potentiellen Anlegern zur Verfügung stehende Verkaufsprospekt (*prospectus*) enthalten muss. Der zweite Teil des *registration statement* enthält die Informationen, die nur an die *SEC* gehen. Außer in den *F-forms* sind die Inhalte von *registration statement* und *prospectus* in Secs. 7 und 10(a) sowie ergänzend in *schedule A* des *Securities Act* geregelt. Ein wesentlicher Unterschied zum *registration statement* unter dem *SEA* besteht darin, dass *form F-1* in *part I item 11 (2)* ein *financial statement*“ nach *item 18 form 20-F* verlangt. Dieses geht inhaltlich über ein gemäß Unterpunkt 17 erstelltes *financial statement* hinaus und führt im Ergebnis dazu, dass die Rechnungslegung des ausländischen Unternehmens bis ins Detail der

---

boten oder bei der Versendung der Wertpapiere zum Zwecke ihrer Übergabe nach Abschluss eines Geschäfts (sec. 5 *SA* 1933).

<sup>242</sup> In Deutschland hingegen finden die Regelungen zum Vertrieb von Effekten im Wege des öffentlichen Angebots (vgl. dazu VerkProspG, VerkProspV) bei zum Handel an einer inländischen Börse zugelassenen Effekten keine Anwendung mehr, so dass auch beim börslichen Handel neu ausgegebener Aktien lediglich eine Zulassung erforderlich ist.

<sup>243</sup> Vgl. dazu die in der Einleitung aufgezählten Vorteile.

<sup>244</sup> „*Incorporation by reference*“ ist allgemein in *SEA* Rule 12 b-23 geregelt. Die Übernahme von Informationen aus *form 20-F* im Rahmen einer *SA* Anmeldung wird auch „*short term registration*“ genannt.

<sup>245</sup> Die nach sec. 15(d) *SEA* geforderten periodischen Berichtspflichten gelten daher nur für Emittenten, deren Aktien nicht an einer US-amerikanischen Börse oder dem *NASDAQ* notiert werden.

<sup>246</sup> Anstelle dieser *form* kommen noch die *forms F-2* und *F-3* in Betracht, die eine Verweisung auf die gemäß dem *SEA* eingereichten Unterlagen zulassen.

eines US-amerikanischen Unternehmens entsprechen muss. Demnach ist bei einer Registrierung unter dem SA ebenfalls eine *reconciliation* vorzunehmen, die allerdings wesentlich umfangreicher ausfällt als bei einem *registration statement* im Rahmen einer Registrierung oder Berichtspflicht nach dem *Securities Exchange Act*.

### III. Zusammenfassung

Gegenüber Unternehmen aus den USA, die an deutschen Börsen notieren wollen, sind deutsche Unternehmen beim Gang an eine US-amerikanische Börse, was die Pflicht zur Rechnungslegung angeht, deutlich benachteiligt. Für US-Unternehmen ergeben sich nämlich hinsichtlich der Veröffentlichung von Finanzdaten keine wesentlichen Erschwerungen gegenüber einer Zulassung an ihrem Heimatmarkt. Denn das deutsche Recht gestattet es US-amerikanischen Unternehmen, die zu veröffentlichenden Daten unter Verwendung der *US-GAAP* zu gewinnen. Im „Prime Standard“ des Amtlichen und des Geregelten Marktes ist eine Bilanzierung nach international anerkannten Rechnungslegungsstandards, wozu die *US-GAAP* und die *International Financial Reporting Standards (IFRS)* zu zählen sind, sogar vorgeschrieben.

Demgegenüber sieht sich ein deutsches Unternehmen, das eine Notierung an einer US-amerikanischen Börse oder in der Computerbörse *NASDAQ* beabsichtigt, einer Reihe von Rechnungslegungsvorschriften gegenüber, die von den heimischen erheblich abweichen. Zwar ist grundsätzlich die Rechnungslegung nach den deutschen Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung zulässig. In diesem Fall begnügt sich das US-amerikanische Recht aber nicht mit einer Erläuterung der Unterschiede zwischen den Bilanzierungsstandards, sondern fordert eine konkrete Übersetzung (*reconciliation*) in die US-amerikanischen Rechnungslegungsregeln, die *US-GAAP*. Für den Fall, dass ein deutsches Unternehmen eine Notierung an einer US-Börse oder im *NASDAQ* mit der neuen Ausgabe von Aktien verknüpfen will, muss die Rechnungslegung sogar bis in Details der US-amerikanischen entsprechen. Außerdem lässt es das US-Recht nicht einmal zu, dass deutsche Unternehmen ihrer Registrierungs- und Berichtspflicht allein unter Verwendung der *International Financial Reporting Standards (IFRS)* nachkommen. Auch hier wird eine *reconciliation* verlangt.

Im Ergebnis ist mithin festzustellen, dass die Akzeptanz ausländischer bzw. internationaler Rechnungslegungsstandards in Deutschland bereits weit vorangeschritten ist, wohingegen in den USA für deutsche Unternehmen, deren Aktien an einer US-Börse notiert werden, nur vordergründige Erleichterungen bestehen.

**§ 7 Zur Frage der Zweckmäßigkeit, nationale Rechnungslegungsvorschriften auf ausländische Gesellschaften zu erstrecken**

Muss nach alledem jedes deutsche Unternehmen, das an einer ausländischen Börse notiert ist, die dort geltenden Anforderungen an die Rechnungslegung erfüllen, so bleibt doch die Frage, ob es zweckmäßig ist, ausländische Gesellschaften dem Anwendungsbereich nationaler Rechnungslegungsvorschriften zu unterstellen. Es wäre daran zu denken, auch bei der Bilanzierung an das *Unternehmensstatut* anzuknüpfen, wie dies bei nicht kapitalmarktpräsenten Unternehmen der Fall ist<sup>247</sup>. Für eine solche Regelung würde sprechen, dass auch Unternehmen, die international an mehreren Börsen gelistet sind, lediglich nach den Vorschriften einer einzigen Rechtsordnung Rechnung legen müssten und nicht die Anforderungen verschiedener Börsenplätze und damit verschiedener Jurisdiktionen zu erfüllen hätten.

Hiergegen könnte allerdings eingewandt werden, dass sich bei der Anknüpfung an das Unternehmensstatut zumindest im Verhältnis zwischen den USA und Deutschland die altbekannte Frage stellen würde, ob an den Sitz des Unternehmens oder dessen Gründungsort anzuknüpfen wäre. Doch selbst wenn man diesen Gesichtspunkt aber außer Acht lässt und insoweit der in Deutschland geltenden Sitztheorie folgt, wäre eine Anknüpfung an das Unternehmensstatut nicht sachgerecht. Der Sinn der Anwendung beispielsweise der sogenannten Sitztheorie liegt nämlich darin, das Recht des Lebensschwerpunktes des Unternehmens zur Anwendung gelangen zu lassen. Bei der internationalen Kapitalaufnahme verlagert sich der Schwerpunkt der Tätigkeit aber auf ausländische Finanzmärkte, sodass von daher bereits die traditionelle Anknüpfung an den Verwaltungssitz des Unternehmens keine Rechtfertigung findet.

Gegen eine Anknüpfung an das Unternehmensstatut spricht ferner, dass bei am internationalen Kapitalmarkt präsenten Gesellschaften die Beziehung der Anteilseigner zu dem Unternehmen gelockert ist. Die Anteilseigner interessieren sich für den Unternehmensanteil vornehmlich als Gegenstand eines Handels und nur in sehr eingeschränktem Maße im Hinblick für die durch den Anteil prinzipiell gegebene Möglichkeit zur Mitgestaltung der Unternehmenspolitik. Der Handel der Anteile findet aber an der ausländischen Börse statt, so dass auch unter diesem Gesichtspunkt eher die Anknüpfung an das Recht des jeweiligen Börsenplatzes naheliegt.

Schließlich ist zu berücksichtigen, dass die Börsen für die jeweilige Volkswirtschaft von enormer wirtschaftlicher und sozialer Bedeutung sind und der jeweilige Staat deren Funktionsfähigkeit gera-

---

<sup>247</sup> *Großfeld*, AG 1997, 433 (435); nach deutschem Recht wäre dann an die Sitztheorie, nach US-Recht die Gründungstheorie anzuwenden.

de unter Berücksichtigung der nationalen Gegebenheiten erhalten und fördern will. Aus diesem Grund stellen die Börsen Zulassungsbedingungen auf, die neben der Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels vorrangig dem Schutz des Publikums dienen sollen. Insgesamt zeichnet sich eine Entwicklung ab, wonach sich der Handel von Unternehmensanteilen in seiner rechtlichen Ordnung von Fragen des eigentlichen Gesellschaftsrechts zunehmend ablöst und statt dessen ein eigenes Kapitalmarktrecht entsteht, eine Entwicklung, bei der das *Börsenstatut*<sup>248</sup>, wonach also das Recht des Börsenplatzes anzuwenden ist, als durchaus sachgerecht erscheint.

### **§ 8 Wege zur gegenseitigen Anerkennung, Harmonisierung oder Internationalisierung von Rechnungslegungsvorschriften**

Die Anknüpfung an das Börsenstatut bei der Rechnungslegung führt dazu, dass Unternehmen bei einer Auslandsnotierung neben den Rechnungslegungsvorschriften der heimischen Börse auch diejenigen Vorschriften zu beachten haben, die an der fremden Börse gelten. Es liegt auf der Hand, dass dieser Zustand der Internationalisierung und Globalisierung der Kapitalmärkte nicht förderlich ist. Für die Unternehmen bedeutet die Heterogenität der Rechnungslegungsstandards sowohl in zeitlicher als auch in finanzieller Hinsicht<sup>249</sup> eine erhebliche Belastung. Im Einzelfall kann darin geradezu eine Markteintrittsschranke liegen.

Die unterschiedlichen Anforderungen an die Rechnungslegung bringen auch den Investoren Nachteile. Zum einen erhöhen sich für den Anleger beim Erwerb einer Aktie an einem ausländischen Kapitalmarkt die Anschaffungskosten, da die Unternehmen die Kostenbelastung weiterreichen, zum anderen leidet die Vergleichbarkeit der Finanzdaten, so dass den Anlegern und Analysten eine daran ausgerichtete Bewertung nur schwer möglich ist. Die Investoren und Anleger werden sich angesichts unterschiedlicher Daten aufgrund der in den einzelnen Staaten unterschiedlichen Bestimmungen außerdem fragen, welche Finanzdaten die richtigen und daher für ihre Überlegungen maßgeblich sind<sup>250</sup>.

---

<sup>248</sup> Jenckel, Das Insiderproblem im Schnittpunkt von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht und materiell- und kollisionsrechtlicher Sicht, 1980, S. 159; Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, 1994, S. 297; Zimmer, Internationales Gesellschaftsrecht 1996.

<sup>249</sup> Scheffler, DStR 1999, 1285 (1285); Baums, FS für Raisch, 1995, 211 (214); Steinberg/Arner/Olive, Securities Regulation Law Journal 1999, 324 (326); vgl. dazu auch Artikel in FAZ, wonach sich der Börsengang der *Deutsche Bank AG* insbesondere wegen der US-amerikanischen Rechnungslegungsvorschriften verzögert.

<sup>250</sup> In diesem Zusammenhang führt die SEC aus: „When issuers prepare financial statements using more than one set of accounting standards, they may find it difficult to explain to investors the accuracy of both sets of financial statements if significantly different operating results, financial positions or cash flow classifications are reported under different standards for the same period.“, *SEC Concept Release: International Accounting Standards*, 17 CFR Parts 230 and 240, [Release NOS. 33-7801, 34-42430; INTERNATIONAL SERIES NO. 1215] FILE NO. S7-04-00 [RIN: 3235-AH65] S. 3.

Schließlich bringen die unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards auch den Börsen erhebliche Nachteile. Die Erfahrung zeigt nämlich, dass sich viele Unternehmen aufgrund der andersartigen Anforderungen an die Rechnungslegung von einer Auslandsnotierung entweder ganz abhalten lassen oder aber zumindest denjenigen Börsenplatz bevorzugen, welcher der eigenen Rechnungslegung am weitesten entgegenkommt. Dies führt aber für solche Börsen, die einer rigiden Kapitalmarktaufsicht unterstehen, zum Verlust von Marktanteilen. Das hat insbesondere die *New York Stock Exchange* erfahren. Vor allem deutsche Unternehmen haben sich lange Zeit wegen der US-amerikanischen Rechnungslegungsvorschriften von einer Notierung an einer US-amerikanischen Börse abhalten lassen. Gerade deshalb hat sich die *New York Stock Exchange (NYSE)* bereits des öfteren für die gegenseitige Anerkennung bzw. weltweite Harmonisierung oder Internationalisierung der Rechnungslegungsstandards eingesetzt<sup>251</sup>.

Aus den aufgeführten Gründen haben die einzelnen Staaten längst erkannt, dass der Ansatz der unilateralen Rechtsdurchsetzung bei der Anforderung an die Rechnungslegung ausländischer Unternehmen der Internationalisierung und Globalisierung der Kapitalmärkte nicht mehr gerecht wird. Bereits seit Jahren wird auf verschiedene Weise versucht, eine Lösung des Problems herbeizuführen. In Betracht kommt zum Einen eine Übernahme oder einseitige bzw. gegenseitige Anerkennung ausländischer Rechnungslegungsstandards (I) und zum Anderen eine grundlegende Harmonisierung bzw. Internationalisierung der Rechnungslegungsstandards (II). Im Einzelnen werden die von Deutschland und den USA eingeschlagenen Wege dargestellt und erörtert (III und IV).

### **I. Übernahme oder Anerkennung ausländischer Rechnungslegungsstandards**

Gegen eine Übernahme ausländischer Rechnungslegungsstandards spricht zum einen, dass dabei fremde nationale Rechnungslegungsvorschriften übernommen würden, dass heißt solche, die auf die Verfolgung fremder nationaler Interessen ausgerichtet sind, da sie für einen anderen Rechts- und Wirtschaftsraum geschaffen wurden. Die sich daraus ergebenden Unterschiede zu den eigenen Rechnungslegungsvorschriften sind häufig so gravierend, so dass eine unreflektierte Übernahme kaum zu sachgerechten Regelungen in dem Staat führen würde, der sich zu einer solchen Übernahme entschließen wollte.

Zum anderen ist zu bedenken, dass die Übernahme fremder Rechnungslegungsregeln, beispielsweise der *US-GAAP* in deutsches Recht, nur dann zu einer Anerkennung der darauf beruhenden Abschlüsse im Ausland führen würde, wenn neben den Standards auch deren Überprüfung und Durch-

---

<sup>251</sup> Vgl. dazu *Lowenstein*, Columbia Law Review 1996, 1335 (1336); *James L. Cochrane*, 17 Fordham International Law Journal 1994, S. 58 (61); *Greene*, 50 Business Lawyer 1995, 413 (436-438).



setzung dem Recht des ausländischen Staates entspräche<sup>252</sup>. Dies wiederum kann nicht wünschenswert sein, da es in der Konsequenz die extraterritoriale Anwendung des Aufsichtsrechts nach sich ziehen und die Hinzuziehung ausländischer Experten notwendig machen würde. Dem übernehmenden Land würde zudem jeglicher Einfluss auf die Entwicklung und Änderung der Standards fehlen. Ein solches Vorgehen wäre sogar verfassungswidrig, da die Gesetzgebungskompetenz auf den ausländischen Staat übertragen würde. Wohl wäre es verfassungsrechtlich möglich, dass ein Land zunächst Rechnungslegungsstandards übernehme und diese anschließend selbst fortentwickelte, mit hin auf seine Rechtssetzungskompetenz nicht verzichtete. In diesem Fall wäre aber wiederum nicht sichergestellt, dass die so fortentwickelten Rechnungslegungsregeln vom Ursprungsland weiterhin anerkannt würden. Auf diese Weise würden sich die zunächst übereinstimmenden Rechnungslegungsregeln auch wieder zunehmend voneinander entfernen. Das Ziel der Akzeptanz der nationalen Regeln würde auf diesem Wege nicht erreicht. Letztlich kann somit eine Übernahme fremder Rechnungslegungsstandards in die eigene Rechtsordnung nicht als dauerhafte Lösung der Problematik angesehen werden.

Aus nationaler Sicht wäre allerdings die dauerhafte Anerkennung (*recognition*) der eigenen Rechnungslegungsstandards im Ausland wünschenswert. Eine dauerhafte gegenseitige Anerkennung (*mutual recognition*) liegt jedoch wegen der erheblichen Unterschiede in den Rechnungslegungsphilosophien jedenfalls im Verhältnis USA – Deutschland außerhalb aller Wahrscheinlichkeit. Außerdem würde dies ebenso wie die einseitige Übernahme fremder Rechnungslegungsstandards dem Aspekt der erforderlichen Internationalisierung nicht ausreichend Rechnung tragen.

### **II. Internationale Bemühungen zur Harmonisierung bzw. Internationalisierung der Rechnungslegungsstandards über IFRS**

Da somit weder die einseitige Übernahme noch die dauerhafte gegenseitige Anerkennung unter Verzicht auf eine Harmonisierung von Rechnungslegungsvorschriften ideale Lösungen wären, zudem auch politisch realitätsfern sind, ist an eine Internationalisierung bzw. internationale Harmonisierung der Rechnungslegungsstandards zu denken. Um ein solches Vorhaben voranzubringen, haben sich bereits seit Jahren multilaterale Institutionen bemüht.

---

<sup>252</sup> Vgl. dazu *d'Arcy/Leuz*, DB 2000, 385 (390 f.); in diesem Zusammenhang sprechen *Küting/Lorson* von „German US-GAAP oder German IAS“, *Küting/Lorson*, FAZ v. 04.10.1999, S. 33.

## 1. Die Arbeit des IASB und der IOSCO

Eine Harmonisierung bzw. Internationalisierung der Rechnungslegungsstandards herbeizuführen, ist vor allem Aufgabe zweier internationaler Institutionen, des *International Accounting Standards Board (IASB)* und der *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*.

### a) *International Accounting Standards Board*

Das Ziel des *IASB* ist nach seiner Verfassung, Rechnungslegungsnormen für zur Publizität bestimmte Jahresabschlüsse zu entwickeln, sie zu veröffentlichen und für deren weltweite Anerkennung und Befolgung einzutreten. Die entwickelten Rechnungslegungsvorschriften werden als Internationale Rechnungslegungsstandards (*International Financial Reporting Standards, IFRS*<sup>253</sup>) bezeichnet. Neben der Entwicklung solcher Standards sieht das *IASB* seine Aufgabe darin, allgemein zur Verbesserung und internationalen Harmonisierung der externen Rechnungslegung beizutragen<sup>254</sup>. Das *IASB* ist eine privatrechtliche internationale Organisation, die im März 2001 aus dem *International Accounting Standards Committee*, welches 1973 von sechzehn Berufsorganisationen aus zehn Industrieländern gegründet wurde<sup>255</sup>, hervorgegangen ist<sup>256</sup>. Mittlerweile zählen 153 Organisationen aus 112 Ländern zu den Mitgliedern des in London ansässigen *IASB*<sup>257</sup>. Seit 1983 sind alle Mitgliedsorganisationen des *IASB* auch Mitglied der 1977 gegründeten *International Federation of Accountants (IFAC)*. Während die von der *IAFC* verabschiedeten *International Standards on Auditing (ISA)* eher prüfungstechnisch ausgerichtet sind, behandeln die Rechnungslegungsstandards *IFRS* ausschließlich Fragen der Rechnungslegung. Die *ISA* unterstützen die *IFRS* somit auf Prüfungsebene.

Seit 1997 hat das *IASB* darüber hinaus ein Programm gestartet, über das Interpretationen zu den Rechnungslegungsstandards *IFRS* herausgegeben werden. Diese Aufgabe nimmt in erster Linie das

---

<sup>253</sup> Die *IFRS* sind nicht mit den *International Accounting Standards (IAS)* gleichzusetzen. Das *IASB* veröffentlicht seine Standards als pronouncements, die als *International Financial Reporting Standards* bekannt sind. Das ist der Oberbegriff für alle *IASB*-Verlautbarungen. Bei seiner Gründung hat das *IASB* alle schon vorhandenen Standards des damaligen *IASC* unter ihrem bisherigen Titel „*International Accounting Standards*“ übernommen und diese Bezeichnung bisher nicht verändert. *IAS* ist daher eine Untermenge zu *IFRS*.

<sup>254</sup> *IASC's Constitution, approved by Members of IASC on 24 May 2000, Part A, Name and Objectives, 2 (a)-(c).*

- (a) to develop, in the public interest, a single set of high quality, understandable and enforceable global accounting standards that require high quality, transparent and comparable information in financial statements and other financial reporting to help participants in the world's capital markets and other users make economic decisions;
- (b) to promote the use and rigorous application of those standards; and
- (c) to bring about convergence of national accounting standards and International Accounting Standards to high quality solutions.

<sup>255</sup> Die Gründungsstaaten waren Australien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Japan, Kanada, Mexiko, Niederlande und die Vereinigten Staaten, vgl. *IASC, Objectives and Procedures, § 9000.24 (1983)*.

<sup>256</sup> Im weiteren wird ausschließlich der Begriff *IASB* verwendet, unabhängig davon ob von dem Zeitraum vor oder nach 2001 die Rede ist.

<sup>257</sup> Including 11 associate members and 4 affiliate members.

## 2. Kapitel

*IASCB's Standing Interpretations Committee (SIC)* wahr. Zwar haben die *IFRS* lediglich Empfehlungscharakter. Aber die Mitglieder der *IASB* haben sich dazu verpflichtet, die Durchsetzung der von ihnen entwickelten Grundsätze zu fördern.

### b) *International Organization of Securities Commissions*

Die *IOSCO* ist die weltweite Vereinigung nationaler Börsenaufsichtsorgane. Sie wurde 1983 auf der Grundlage einer pan-amerikanischen Vorgängerorganisation gegründet. Eine dominierende Stellung innerhalb dieser Organisation nimmt die US-amerikanische Börsenaufsichtsbehörde *SEC* ein. Die *IOSCO* hat etwa 135 Mitglieder (*ordinary, associate and affiliate*). Ebenso wie die *IFRS* nur Empfehlungscharakter besitzen, sind auch die Entscheidungen der *IOSCO*, obwohl sie nur einstimmig getroffen werden können, für die Mitgliedsorganisationen nicht bindend.

### c) *Entwicklung sogenannter Core Standards*

Besondere Bedeutung kommt den *International Financial Reporting Standards* durch die Zusammenarbeit des *IASB* mit der *IOSCO* zu. 1989 hat die *IOSCO* das sogenannte *Comparability Projekt* auf den Weg gebracht. Während die bis dahin vom *IASB* erarbeiteten und veröffentlichten Standards durch zahlreiche Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechte geprägt waren, die dem herrschenden Dualismus der Rechnungslegungssysteme Rechnung trugen, erreichte die *IOSCO* im Rahmen des *Comparability Projekt*, dass die *IASB* die meist kontinentaleuropäisch geprägten Bewertungsalternativen abbaute. Bei den in diesem Projekt erarbeiteten Rahmenbedingungen und Leitlinien als Grundlage für die Entwicklung konsistenter Standards („*frameworks for the preparation and presentation of financial statements*“) kam also der anglo-amerikanische Rechnungslegung erhebliches Gewicht zu, da sich das *International Accounting Standards Board (IASB)* verstärkt am US-amerikanischen Vorbild des *Financial Accounting Standards Board (FASB)* orientierte. Das führte zu einer zunehmenden Amerikanisierung der Rechnungslegungsstandards *IFRS*. Nach Abschluss der Rahmenbedingungen und Leitlinien entwarf das *IASB* 1993 eine Liste der sogenannten *Core Standards*<sup>258</sup> (Minimalvoraussetzungen für die Unterstützung der *IFRS*), in der Erwartung, die Vereinigung der nationalen Börsenaufsichtsorgane, die *IOSCO*, werde dieses Paket anerkennen und ihren Mitgliedsorganisationen empfehlen. Von der Empfehlung durch die *IOSCO* versprach sich das *IASB* die Anerkennung der *IFRS* an allen Börsen der Welt, so dass die Unternehmen künftig nur noch einen Abschluss, in der Regel einen Konzernabschluss nach *IFRS* aufstellen müssten. Obwohl inzwischen alle *Core Standards*<sup>259</sup> von dem *IASB* verabschiedet sind, ist bis heute noch keine Empfehlung der *IOSCO* erfolgt, die eben nur einstimmig ausgesprochen werden kann. Insbesondere die US-amerikanische Börsenaufsichtsbehörde *SEC* konnte sich zu einer Anerkennung der *Core Stan-*

<sup>258</sup> Näher *PricewaterhouseCoopers*, *Understanding IAS*, S. XII-XIV.

<sup>259</sup> Insgesamt wurden 39 *Core Standards* verabschiedet.

*dards* bislang nicht durchringen. Selbst aber wenn eine Empfehlung seitens der *IOSCO* erfolgen sollte, ist damit noch keineswegs sichergestellt, dass sich die Mitgliederorganisationen und insbesondere die *SEC* hieran halten werden. Für eine Übergangszeit wird hier mit zusätzlichen Überleitungsvorschriften gerechnet. Eine vollständige Anerkennung der Rechnungslegungsstandards *IFRS* durch die US-Börsenaufsicht *SEC* wird erst nach einer weiteren Angleichung der *IFRS* an die US-amerikanischen Vorschriften zu erwarten sein.

### 2. Harmonisierungsbestreben in der Europäischen Union (EU)

In der EU hat die Verabschiedung zweier Richtlinien zur Harmonisierung der einzelstaatlichen, im Übrigen sehr unterschiedlichen, Rechnungslegungsvorschriften geführt. Die 4. EG-Richtlinie (Bilanzrichtlinie) wurde 1978 und die 7. EG-Richtlinie (Konzernbilanzrichtlinie) wurde 1983 verabschiedet. Konnte man damals noch die Hoffnung haben, es würde zumindest in der EU der Weg zu einer einheitlichen Rechnungslegung frei, so zeigte sich zu Beginn der 90er Jahre eine Stagnation in dem Vereinheitlichungsprozess. Den beiden erwähnten Richtlinien folgten keine weiteren nach. Statt dessen schlug die EU unter dem Eindruck der weltweiten Internationalisierung der Kapitalmärkte einen anderen Weg ein. An die Stelle der Entwicklung einer EU-internen Rechnungslegung, die als Gegenstück zu den Standards der *IFRS* oder den Prinzipien der *US-GAAP* hätte gelten können, wurde die Anpassung der EG-Richtlinien an die *IFRS* und eine damit verbundene Öffnung des europäischen Bilanzrechts für *IFRS* ins Auge gefasst. Folgerichtig hat die Europäische Kommission den Mitgliedstaaten bereits 1995 vorgeschlagen, den in ihren Ländern ansässigen *global players* die Verwendung der *IFRS* und der *US-GAAP* bei den konsolidierten Abschlüssen unter gleichzeitiger Beachtung der EG-Richtlinien zu ermöglichen<sup>260</sup>. Diese „Neue Strategie“ beruht auf dem in Art. 29 Abs. 2 Buchstabe a der 7. EG-Richtlinie vorgesehenen Mitgliedstaatenwahlrecht. Es ermöglicht einem Mutterunternehmen, im *Konzernabschluss* Bewertungsregeln anzuwenden, die von den im Einzelabschluss angewandten Regeln abweichen. Dadurch wurde die Anwendung der *IFRS* und *US-GAAP* im Konzernabschluss grundsätzlich ermöglicht<sup>261</sup>. In Fortsetzung der „Neuen Strategie“ kündigte die Europäische Kommission am 13.6.2000 in einer weiteren Mitteilung an, dass sie ab 2005 von allen börsennotierten EU-Unternehmen einen konsolidierten Abschluss nach *IFRS* fordern werde<sup>262</sup>. Die Festlegung in dieser Mitteilung auf *IFRS* und die Abkehr von den *US-GAAP* begründete die Kommission mit der zu starken Fokussierung der *US-GAAP* allein auf US-amerikanische Verhältnisse<sup>263</sup>. Zwei Jahre später, am 06.06.2002, verabschiedete der Ministerrat der EU den be-

<sup>260</sup> Europäische Kommission, Mitteilung „Harmonisierung auf dem Gebiet der Rechnungslegung: Eine neue Strategie im Hinblick auf die internationale Harmonisierung“, KOM (95), 508; vgl. auch *Küting*, DStR 2000, 38 (38).

<sup>261</sup> Inzwischen haben sieben Mitgliedstaaten Maßnahmen ergriffen, die eine solche Verwendung ermöglichen: Belgien, Deutschland, Finnland, Italien, Luxemburg, Österreich.

<sup>262</sup> Vgl. Europäische Kommission, Rechnungslegungsstrategie der EU: Künftiges Vorgehen (KOM (2000) 359 endgültig), S. 2.

<sup>263</sup> Vgl. Europäische Kommission, Rechnungslegungsstrategie der EU: Künftiges Vorgehen (KOM (2000) 359 endgültig), S. 7.

## 2. Kapitel

reits vom Europäischen Parlament gebilligten Text einer Verordnung über die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards<sup>264</sup>. Durch diesen Gesetzgebungsakt werden die kapitalmarkt-orientierten Mutterunternehmen verpflichtet, ihre Konzernabschlüsse ab 2005 nach den *IFRS* aufzustellen<sup>265</sup>. Eine Übergangsfrist bis 2007 gilt für solche Unternehmen, deren Wertpapiere auf Grund der Anwendung internationaler Standards zum öffentlichen Handel in einem Nichtmitgliedstaat zugelassen sind<sup>266</sup>. Darüber hinaus stellt die Verordnung den Mitgliedstaaten frei, vorzuschreiben oder zu gestatten, dass börsennotierte Konzerngesellschaften ihre Jahresabschlüsse sowie andere Gesellschaften ihre Konzern- und Einzelabschlüsse nach den *IFRS* aufstellen. Mit der Verordnung setzt die EU ausdrücklich darauf, dass die *IFRS* sich weltweit durchsetzen. Eine Rechnungslegung nach *US-GAAP* ist ab 2005 nämlich nicht mehr möglich<sup>267</sup>.

Da die *IFRS* von börsennotierten Konzernunternehmen ab 2005 zwingend anzuwenden sind, stellt sich die Frage, ob die Herstellung einer Konformität der *IFRS*, die sich stark an die *US-GAAP* anlehnen, mit den EG-Richtlinien möglich ist, weil insbesondere die 4. EG-Richtlinie stark von deutscher Seite und daher kontinental-europäisch geprägt wurde<sup>268</sup>. Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Kommission am 28.5.2002 einen Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der 4. und 7. EG-Bilanzrichtlinie über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen vorgelegt<sup>269</sup>. Selbst wenn man davon ausgeht, dass die Änderungsvorschläge die *IFRS* in der jetzigen Form mit den EG-Richtlinien kompatibel machen, so darf doch bezweifelt werden, ob die im Konzernabschluss angewandten, von dem Einzelabschluss des Mutterunternehmens abweichenden Bewertungsmethoden auch mit zukünftigen Änderungen und neuen *IFRS* im Einklang stehen werden<sup>270</sup>.

Bislang hat die EU, ebenso wie auf die Entwicklung EU-eigener Rechnungslegungsregeln, auch auf die Schaffung eines Europäischen Gremiums zur Standardisierung von Rechnungslegungsvorschriften (*European Accounting Standards Board*) verzichtet. Die Einwirkungsmöglichkeit der EU bei der Entwicklung der *IFRS* besteht daher nur über den Sitz der EU-Kommission in der *IASB* als Beobachter. Dadurch erhält die EU allerdings die Möglichkeit, an Sitzungen von Arbeitsgruppen bzw. an Sitzungen des *SIC* teilzunehmen. Im übrigen besteht eine Einwirkungsmöglichkeit nur indi-

<sup>264</sup> Verordnung (EG) des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, PE-CONS 3626/02 v. 27.5.2002.

<sup>265</sup> Zur Frage der Vereinbarkeit der Verordnung mit Unionsverfassungsrecht *Heintzen*, BB 2001, 825 (825 ff.).

<sup>266</sup> Die Übergangsfrist gilt damit insbesondere für deutsche Unternehmen, die an der NYSE notiert sind und nach *US-GAAP* Rechnung legen.

<sup>267</sup> Zum Ausschluss der Anwendung von *US-GAAP* *Ernst*, BB 2001, 823 (825).

<sup>268</sup> Vgl. *Kleekämper*, IASC – das trojanische Pferd der SEC?, in: Ballwieser, US-amerikanische Rechnungslegung, 2000, S. 331 (367).

<sup>269</sup> *Europäische Kommission*, KOM (2002) 259 endgültig vom 28.5.2002, 2002/0112. Zum Inhalt der Änderungsvorschläge für die 4. und die 7. EG-Richtlinie im Einzelnen *Busse von Colbe*, BB 2002, 1530 (1532).

<sup>270</sup> *So Busse von Colbe*, BB 2002, 1530 (1535).

rekt über die Mitgliedstaaten. Die Einwirkungsmöglichkeit der EU als einheitliche Stimme bei der internationalen Normierung von Rechnungslegungsregeln ist also eher gering.

### 3. Zusammenfassung

Die Harmonisierung und Internationalisierung von Rechnungslegungsvorschriften wurde mit der Gründung des *IASC* im Jahre 1973 auf den Weg gebracht. Mittlerweile beteiligen sich 112 Länder an der Rechtsvereinheitlichung der Rechnungslegungsvorschriften. Dennoch ist das Ziel weltweit akzeptierter Rechnungslegungsstandards aber noch längst nicht erreicht. Insbesondere die US-amerikanische Börsenaufsichtsbehörde *SEC* hat deutlich gemacht, dass mit einer Anerkennung der *International Financial Reporting Standards (IFRS)* ihrerseits noch nicht zu rechnen ist. Die EU hingegen hat bereits 1995 ihren Mitgliedstaaten die Konzernrechnungslegung nach *IFRS* bzw. *US-GAAP* nahegelegt und mit der Verordnung über die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards ab 2005 die Anwendung der *IFRS* im Konzernabschluss vorgeschrieben.

### III. Nationale Bemühungen zur Internationalisierung in Deutschland

Da die Internationalisierungs- bzw. Harmonisierungsbestrebungen des *IASB* und der *IOSCO* bis heute nicht zu einem einheitlichen Rechnungslegungssystem geführt haben, das weltweit anerkannt wäre, müssen einerseits deutsche Unternehmen bei einer Auslandsnotierung in den USA immer noch eine mit enormem finanziellen und zeitlichem Aufwand verbundene Angleichung (*reconciliation*) vornehmen<sup>271</sup>; andererseits mußten aber auch US-amerikanische Unternehmen, die eine Notierung an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) beabsichtigten, lange Zeit nach den Vorschriften des HGB und den GoB Rechnung legen. Dies bedeutete einen erheblichen Wettbewerbsnachteil der FWB gegenüber solchen Finanzplätzen, deren Rechnungslegungsstandards entweder den *US-GAAP* sehr nahe kamen oder aber eine Rechnungslegung nach *US-GAAP* als ausreichend ansahen. In beiderlei Hinsicht haben der deutsche Gesetzgeber und die FWB inzwischen reagiert.

Wie bereits erörtert, ist es US-amerikanischen Gesellschaften gestattet, ihren Informationspflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse, die im Zusammenhang mit der Rechnungslegung stehen, unter Verwendung der *US-GAAP* oder aber der *IFRS* nachzukommen<sup>272</sup>. Es kann daher von der Anerken-

---

<sup>271</sup> *David Mercado*, *Evolving Accounting Standards in the International Markets*, 345 (348).

Ganz abgesehen von den Anforderungen an die Rechnungslegung im Zusammenhang mit der Börseneinführung ist auch zu bedenken, dass die am Kapitalmarkt dominierenden anglo-amerikanischen Investmentgesellschaften den Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen nicht den gleichen Informationsgehalt beimessen wie anderen Unternehmen. Daraus folgt ebenfalls eine erhebliche Benachteiligung deutscher Unternehmen am internationalen Kapitalmarkt, vgl. hierzu *Glaum/Mandler*, *Rechnungslegung auf globalen Kapitalmärkten* 1996, S. 45 ff.; zum Verhältnis von Kapitalmarkt und Rechnungslegung; vgl. auch *Böcking*, *ZfbF Sonderheft 40/98*, 17 (17 ff.).

<sup>272</sup> Siehe oben unter 2. Kapitel § 6 I 2.

nung der *US-GAAP* und der *IFRS* in Deutschland gesprochen werden, was allerdings wie oben ausgeführt (§ 9) nicht auf Gegenseitigkeit beruht.

### 1. Konzernabschluss nach IFRS oder US-GAAP

Eben diese Anerkennung von *US-GAAP* und *IFRS* hat aber für Mutterunternehmen mit Sitz in Deutschland insofern eine sogenannte Inländerdiskriminierung bewirkt, als diese Unternehmen weiterhin verpflichtet waren, die Konzernrechnungslegung nach HGB-Vorschriften vorzunehmen<sup>273</sup>, für ihre Zulassung an der *NYSE* aber zusätzlich einen Konzernabschluss nach *US-GAAP* vorlegen oder beim Jahresergebnis und Eigenkapital eine Überleitung dieser Größen von deutschen auf amerikanische Rechnungslegungsnormen aufstellen mussten, während in Deutschland Unternehmen aus den USA und anderen Ländern aufgrund ihrer nationalen Abschlüsse zum Börsenhandel zugelassen werden. Zur Beseitigung dieser Ungleichbehandlung und selbstverständlich auch, um deutschen Gesellschaften insgesamt den Zugang zu ausländischen Kapitalmärkten zu erleichtern, hat der Gesetzgeber auf den Vorschlag der Europäischen Kommission aus dem Jahre 1995 reagiert und durch das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG)<sup>274</sup> vom 20.4.1998 § 292 a in das HGB aufgenommen. Danach wird deutschen *börsennotierten* Mutterunternehmen die Möglichkeit eingeräumt, anstelle der Konzernrechnungslegung nach den §§ 290-315 HGB einen Konzernabschluss und -lagebericht nach international anerkannten Rechnungslegungsstandards aufzustellen und in deutscher Sprache gemäß §§ 325, 328 HGB offenzulegen (*befreiender Konzernabschluss*)<sup>275</sup>. Mit „Internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen“ sind in erster Linie *IFRS* und *US-GAAP*<sup>276</sup> gemeint, ohne dass andere Rechnungslegungsgrundsätze ausdrücklich ausgeschlossen wären. Es ist Sache des Abschlussprüfers zu bestätigen, dass die Bedingungen für die Befreiung erfüllt sind (§ 292 a Abs. 2 Nr. 5 HGB). Diese Regelung ist bis zum 31.12.2004 befristet<sup>277</sup>. Ab dem 01. Januar 2005 tritt die Verordnung über die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards in Kraft. Dies bedeutet, dass bis zu diesem Zeitpunkt gesetzesreife Vorschläge zur Anpassung der deutschen Kapitalrechnungslegungsvorschriften erarbeitet werden müssen<sup>278</sup>. Bis dahin ist durch § 292 a HGB somit die sogenannte Inländerdiskriminierung aufgehoben und deutschen Un-

<sup>273</sup> Begründung des Referentenentwurfs vgl. *BMJ*: Entwurf eines KapAEG v. 27.11.96, 33507/17 (hektographiert), S. 13.

<sup>274</sup> In Kraft getreten am 24.04.1998, BGBl. I, S. 707.

<sup>275</sup> Im Regierungsentwurf für ein KapAEG (*BT-Drucks.* 13/9909 v. 12.02.1998) war diese Möglichkeit noch auf Unternehmen begrenzt, deren Aktien an einer ausländischen Börse notiert sind, beschränkt worden. Wäre der Entwurf in Kraft getreten, wäre die Inländerdiskriminierung durch eine viel weitergehende Diskriminierung derjenigen deutschen Mutterunternehmen, die nur in Deutschland, aber nicht im Ausland börsennotiert sind, ersetzt worden, vgl. dazu *Busse von Colbe*, Der befreiende Konzernabschluss nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen, S. 401 (405).

<sup>276</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen in der Begr. zum Regierungsentwurf in *BT-Drucks.* 13/7141, S. 1 sowie die Beschlußempfehlung des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages vom 12.2.1998, *BT-Drucks.* 13/9909 (abgedruckt in ZIP 1998, 402 (404)).

<sup>277</sup> Vgl. Art. 5 KapAEG.

<sup>278</sup> *Ernst/Seibert/Stuckert*, KonTraG/StückAG/EuroEG, Textausgabe mit Begründungen, 1998, S. 138.

ternehmen der Zugang zu ausländischen Kapitalmärkten hinsichtlich der Rechnungslegung erheblich erleichtert worden. Trotz der grundsätzlichen Vorteile der Einfügung des § 292 a HGB für die deutschen Gesellschaften im internationalen Wettbewerb, besagt dies aber noch nichts darüber, ob die Neuregelung insgesamt begrüßenswert ist und die richtige Weichenstellung für die Zukunft der deutschen Rechnungslegung darstellt<sup>279</sup>. Dazu soll im Folgenden Stellung genommen werden.

### a) Erschwerte Vergleichbarkeit der Konzernabschlüsse?

§ 292 a HGB erlaubt börsennotierten deutschen Unternehmen eine weitere Variante zur Aufstellung des Konzernabschlusses, die neben die acht Spielarten der Konzernrechnungslegung<sup>280</sup> tritt, welche bereits vorher bestanden. Es könnte daher angenommen werden, die Vergleichbarkeit der Konzernabschlüsse deutscher Unternehmen untereinander wie auch im Verhältnis zu ausländischen Unternehmen werde durch die Einführung des § 292 a HGB nachteilig beeinflusst. Diese Bedenken sind jedoch bei genauerer Betrachtung unbegründet.

Was zunächst die Vergleichbarkeit US-amerikanischer mit den Abschlüssen deutscher Unternehmen angeht, die bereits an internationalen Kapitalmärkten tätig sind, so wurde sie mit Einführung des § 292 a HGB verbessert<sup>281</sup>. Dies folgt schon daraus, dass bisher selbst die sogenannten dualen Abschlüsse vom HGB geprägt waren, da die Vorschriften der deutschen Bilanzierung eingehalten werden mussten. Diese Fessel des *IFRS*- bzw. *US-GAAP*-Abschlusses ist mit § 292 a HGB entfallen. Zusätzlich erhöht worden wäre die Vergleichbarkeit internationaler Abschlüsse allerdings noch, wenn § 292 a HGB sich entweder auf *IFRS* oder auf *US-GAAP* als mögliche Rechnungsregelungen beschränkt hätte, wie es in der Verordnung über die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards geschehen ist. Dem stand jedoch entgegen, dass eine Beschränkung auf *IFRS*, die dem *International Accounting Standards Board (IASB)* eine mögliche Argumentationshilfe bei der aktuellen Diskussion vor allem mit der *SEC* gegeben hätte, letztlich nicht sinnvoll gewesen wäre, da *US-GAAP* die weltweit am meisten genutzten Rechnungslegungsvorschriften sind und insbesondere eine Anerkennung der *IFRS* seitens der US-Börsenaufsicht *SEC* nicht vorliegt. Somit wäre es problematisch gewesen, ausschließlich auf *IFRS* zu setzen, ohne der Anerkennung durch die *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* sicher zu sein. Gleichfalls hätte die aus-

<sup>279</sup> Eine Übersicht zu den damit verbundenen Problemen findet sich bei *Busse von Colbe*, Der befreiende Konzernabschluss nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen, S. 401 (404).

<sup>280</sup> Bisher waren die folgenden Spielarten der Konzernrechnungslegung möglich:

- Abschluss allein nach HGB;
- „dualer“ Abschluss, der sowohl nach HGB und zudem nach *IAS* oder nach *US-GAAP* vorgenommen wurde;
- doppelte Bilanzierung, einmal nach HGB und zudem nach *IAS* oder nach *US-GAAP*;
- Abschluss nach HGB mit einer Überleitungsrechnung, die den Anforderungen von *IAS* oder von *US-GAAP* entspricht;
- dualer Abschluss nach HGB/*IAS* mit Überleitung auf *US-GAAP*

Vgl. die Übersicht bei *Kübler*, ZGR 2000, 550 (553 f.).

<sup>281</sup> *Ernst*, Überblick über die Änderungen des Handelsgesetzbuchs zu Rechnungslegung und Prüfung, S. 321 (327).



## 2. Kapitel

schließliche Zulassung von *US-GAAP* nur wenig Sinn gemacht, da somit ein eindeutiges Zeichen gegen die Entwicklung der *IFRS* gesetzt worden wäre, was ebenfalls nicht im Interesse des Gesetzgebers gelegen haben kann. Praktisch dürften sich die *US-GAAP* bei den Unternehmen, die von § 292 a HGB Gebrauch machen, durchsetzen, da nur die *US-GAAP* in den USA anerkannt sind. Von erschwerter Vergleichbarkeit der deutschen Konzernabschlüsse börsennotierter Aktiengesellschaften mit den Konzernabschlüssen ausländischer am internationalen Kapitalmarkt tätigen Unternehmen durch § 292 a HGB kann dann aber erst recht keine Rede mehr sein.

Soweit sich bislang bei der doppelten Bilanzierung und der *reconciliation* aus Sicht des Anlegers Unsicherheiten über die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft ergaben, schafft § 292 a HGB ebenfalls Abhilfe. Denn die Unternehmen, die sich früher zur Rechnungslegung nach zwei Systemen gezwungen sahen, können nun ausschließlich nach *IFRS* oder *US-GAAP* bilanzieren. Mit Blick auf den Konzernabschluss stellt sich für den Anleger daher nicht mehr die Frage, welcher Abschluss – der nach dem HGB oder der nach den *US-GAAP* bzw. den *IFRS* – der richtige ist.

Was schließlich das Verhältnis der deutschen Unternehmen untereinander angeht, so sollte man im Zusammenhang mit § 292 a HGB die Frage der Vergleichbarkeit nicht überbewerten. So sehr nämlich bis zur Einführung dieser Vorschrift die acht möglichen Varianten des Konzernabschlusses allesamt den Vorschriften des HGB entsprechen mussten und damit eine gemeinsame rechtliche Grundlage hatten, so waren in tatsächlicher Hinsicht die Konzernabschlüsse verschiedener großer deutscher Unternehmen aus derselben Branche nach dem HGB in vielen Fällen nur in eingeschränktem Maße vergleichbar. Der Grund hierfür liegt eben in der großen Anzahl bestehender Wahlrechte im deutschen Bilanzrecht und damit im deutschen Bilanzrecht selbst.

Im Ergebnis ist die Vergleichbarkeit von Konzernabschlüssen zwischen ausländischen und inländischen als auch zwischen deutschen Großunternehmen mit Einführung des § 292 a HGB daher eher gefördert, denn vermindert worden, was besonders für die Aktionäre vorteilhaft ist. Anders verhält es sich allerdings bei den Abschlüssen der großen börsennotierten Unternehmen einerseits und den mittelständischen nicht börsennotierten Unternehmen, die weiterhin nach HGB bilanzieren, andererseits. Ob deren Vergleichbarkeit jedoch überhaupt erstrebenswert ist, erscheint eher zweifelhaft.

### *b) Vereinbarkeit mit EG-Recht?*

Womöglich stehen der Regelung des § 292 a HGB aber EG-rechtliche Vorschriften entgegen. Das Bilanzrecht hat eine europarechtliche Regelung erfahren. Für die EU-Mitgliedstaaten sind die dazu erlassenen EG-Richtlinien zu berücksichtigen.

## 2. Kapitel

Die Vereinbarkeit des § 292 a HGB mit EG-Recht könnte insbesondere deshalb zweifelhaft sein, weil der Konzernabschluss *im Einklang* mit der 7. EG-Richtlinie – durch Verweisung auch der 4. EG-Richtlinie – stehen muss und bislang nur *Änderungsvorschläge* für dies Richtlinien vorliegen. Eine Befreiung von verbindlichen europäischen Vorgaben durch den deutschen Gesetzgeber ist nicht möglich. Das Erfordernis des sogenannten Einklangs mit den EG-Richtlinien ist demnach auch in § 292 a Abs. 2 Nr. 1, 2 HGB festgeschrieben. Dabei stehen der Gesetzgeber des Kapitalaufnahme erleichterungsgesetzes<sup>282</sup> und der Deutsche Standardisierungsrat<sup>283</sup> auf dem Standpunkt, „Einklang“ meine nicht die Einhaltung der Richtlinienvorschriften in jedem Einzelpunkt, sondern nur die Widerspruchsfreiheit hierzu. Andernfalls handele es sich um eine Übereinstimmung. Eine volle Anwendung sämtlicher zwingender Regeln des europäischen Konzernbilanzrechts sowie der dort in Bezug genommenen zwingenden Regeln über den Einzelabschluss sei daher gar nicht erforderlich<sup>284</sup>. Dem ist zuzustimmen. Die Forderung nach Einklang mit den EG-Richtlinien hat der Gesetzgeber aus Art. 7 Abs. 2 b aa) der 7. EG-Richtlinie in deutscher Fassung übernommen. Dort ist die befreiende Wirkung von Konzernabschlüssen eines Mutterunternehmens mit dem Sitz in der EU geregelt. Durch das Kapitalaufnahme erleichterungsgesetz (KapAEG) wurde auch der Wortlaut des § 291 HGB entsprechend geändert, der zuvor noch die Übereinstimmung forderte, nunmehr aber lediglich von Einklang spricht. Auch daraus ergibt sich, dass Einklang als Widerspruchsfreiheit zu verstehen ist und weniger als Übereinstimmung bedeutet.

Selbst wenn man aber am Erfordernis des Einklangs im Sinne einer Übereinstimmung festhält, verstößt die Regelung des § 292 a HGB nicht ohne weiteres gegen EG-Recht. Zumindest kann dies nicht aus der erheblichen Abweichung zwischen den Rechnungslegungsvorschriften des HGB und den *IFRS* bzw. *US-GAAP* geschlossen werden. Bei der Frage der Vereinbarkeit international anerkannter Rechnungslegungsregeln wie *IFRS* und *US-GAAP* mit EG-Recht ist nämlich zu bedenken, dass zum einen nicht nur die deutsche Richtlinienumsetzung, sondern auch eine in einem anderen EU-Staat gebräuchliche Handhabung, die seitens der EU-Kommission geduldet wird, zulässig ist. Demnach spricht nichts dagegen, zentrale Begriffe wie z. B. den der *Realisierung* etwas *dynamischer* auszulegen als es deutschem Rechtsverständnis entspricht<sup>285</sup>. Da eine engere Auslegung eine Diskriminierung deutscher gegenüber anderen europäischen Konzernen wäre<sup>286</sup>, kann in diesem Zusammenhang auch nicht von einem fälschlicherweise gewährten „*race to the bottom*“ mit stiller

<sup>282</sup> *BT-Drucks.* 13/7141, S. 10 f. = ZIP 1997, 706, 708, wo die Richtlinienkonformität von *IAS* und *US-GAAP* von vornherein akzeptiert werden.

<sup>283</sup> Entwurf Deutscher Rechnungslegungsstandard Nr. 1 (E-DRS 1) – Befreiender Konzernabschluss nach § 292 a HGB vom 23. 9.99, Tz. 14 ff.

<sup>284</sup> So auch *Scheffler*, DStR 1999, 1285 (1285 ff.); *Mujkanovic*, BB 1999, 999 (1001); *Gelhausen/Mujkanovic*, AG 1997, 337 (341); anders hingegen *Hauptfachausschuss des IDW* vom 29.7.1999, abgedruckt in WPg 1999, 662 f., Tz. 2; *Kütting/Hütten*, WPg 1999, 12 (15 f.); kritisch auch *Schulze-Osterloh*, Die Reform der Konzernrechnungslegung nach *IAS* und *US-GAAP*, 301 (305 ff.).

<sup>285</sup> *Ernst*, Überblick über die Änderungen des Handelsgesetzbuchs zu Rechnungslegung und Prüfung, 321 (332).

<sup>286</sup> *Scheffler*, DStR 1999, 1285 (1289).

## 2. Kapitel

Duldung der Europäischen Kommission und ohne effektive Kontrolle durch den Europäischen Gerichtshof gesprochen werden<sup>287</sup>. Zur Bestimmung, ob die international anerkannten Rechnungslegungsregeln mit den EG-Richtlinien übereinstimmen, können daher nicht ausschließlich die deutschen Rechnungslegungsgrundsätze herangezogen werden.

Ebenfalls gegen eine Unvereinbarkeit der Regelung des § 292 a HGB mit EG-Recht spricht, dass sich § 292 a HGB ausschließlich auf den Konzernabschluss beschränkt, der aber – zumindest bislang – nur der Information des Anlegers dient. In diesem Fall kann aber das Vorsichtsprinzip zugunsten der Anforderungen einer korrekten Periodenabgrenzung zurückgedrängt werden. Schließlich können Abweichungen von zwingenden Vorschriften in der Bilanz und der GuV durch eine entsprechende Berichterstattung im Anhang geheilt werden. Zu guter letzt kann das „*true-and-fair-view*“-Prinzip (Art. 16 Abs. 5 Konzernbilanz-RL) Abweichungen von Einzelvorschriften gebieten. Gleiches gilt für die Ausnahmevorschrift des Art. 31 Abs. 2 Jahresabschlussrichtlinie zum Vorsichtsprinzip. Zudem ist der Einklang mit den Richtlinien im Hinblick auf den Grundsatz der „Wesentlichkeit“ zu begrenzen.

Mittlerweile hat die EU-Kommission die *International Financial Reporting Standards* als richtlinienkonforme Rechnungslegungsregeln anerkannt<sup>288</sup>. Die Richtlinienkonformität der *US-GAAP* wird zur Zeit von der EU-Kommission untersucht<sup>289</sup>. Eine Bestätigung ist aber zweifelhaft<sup>290</sup>. Trotz der dynamischen Auslegung der Richtlinien und auch bei Bestätigung der Richtlinienkonformität sowohl der *IFRS* als auch der *US-GAAP* sind Zweifel an dem Einklang mit den EG-Richtlinien weiterhin angebracht. Zwar gewähren die EG-Richtlinien durchaus einen Spielraum bei der Bewertung der Konformität von Rechnungslegungsvorschriften, letztlich wird man aber an einer Überarbeitung der Richtlinien nicht vorbeikommen, da insbesondere die 4. EG-Richtlinie kontinentaleuropäisch geprägt ist. Dies ist umso mehr deshalb geboten, weil die EU, die *IFRS* ab 2005 zwingend für den Konzernabschluss europäischer Unternehmen vorschreibt. Daher sind die Änderungsvorschläge der EG-Kommission zur Anpassung der Bilanzrichtlinien zu begrüßen.

<sup>287</sup> So aber Schön, ZGR 2000, 706 (724).

<sup>288</sup> Der Kontaktausschuss der EU-Kommission hat die *IAS* in seiner neusten Untersuchung vom 27.4.1999 (mit Ausnahme des Konsolidierungskreises – *IAS 27*) für richtlinienkonform befunden, wobei zu bedenken ist, dass sich diese Feststellung nur auf solche *IAS*-Standards bezieht, die vor dem 31.7.1998 in getreten sind, vgl. *Europäische Union, Kontaktausschuss der EU für Richtlinien der Rechnungslegung (Hrsg.)*, Drucks. XV/6005/99 ENrev. 1 v. 27.4.1999. Für die in jüngerer Zeit verabschiedeten Standards (*IAS 14, 17, 19, 35-39*) ist äußerst zweifelhaft, ob sie mit der EG-Richtlinie in Einklang stehen.

<sup>289</sup> Vgl. Breker/Naumann/Tielmann, Die Wirtschaftsprüfer als Begleiter der Internationalisierung der Rechnungslegung (Teil I), Wpg 1999, 140 (152); Niehus, 7. EG-Richtlinie = „US-GAAP“? – Duale Konzernrechnungslegung in Frankreich, Wpg 1991, 1-8.

<sup>290</sup> Vgl. dazu insbesondere die vom *FASB* durchgeführte Untersuchung zur Vergleichbarkeit von *IAS* und *US-GAAP*, wonach erhebliche Unterschiede zwischen den Rechnungslegungssystemen bestehen, *FASB (Hrsg.)*, The IASC-U.S. Comparison Project: A Report on the Similarities and Differences between IASC Standards and U.S. GAAP 1996.

### c) Nachteilige Auswirkung auf den Einzelabschluss?

Die Regelung des § 292 a HGB könnte aber dann abzulehnen sein, wenn sich die Zulassung des Konzernabschlusses nach *IFRS* oder *US-GAAP* auf das Verhältnis des Konzernabschlusses auf die Einzelabschlüsse von Tochtergesellschaften auswirkte, mit anderen Worten, wenn es auf Dauer unzutraglich wäre, wenn die Einzelabschlüsse der in den Konzernabschluss einbezogenen Unternehmen nach anderen Regeln aufzustellen wären als der international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen folgende Konzernabschluss. Es versteht sich von selbst, dass sich die Aussage über die finanzielle Lage des Unternehmens im Konzernabschlusses, der nach *IFRS* oder *US-GAAP* erstellt wird, von der in den Einzelabschlüssen, die nach dem HGB erstellt werden, wesentlich unterscheidet. Dies ergibt sich sowohl im Verhältnis der *US-GAAP* zu den HGB-Vorschriften als auch im Verhältnis der wesentlich von den *US-GAAP* beeinflussten *IFRS* zu den HGB-Vorschriften, und zwar infolge der unterschiedlichen Zielsetzungen. Die Einzelabschlüsse nach dem HGB orientieren sich eher am Gläubigerschutz, die internationalen Konzernabschlüsse dagegen eher am Informationsinteresse des Aktionärs. Wenn auch diese Unterschiede durch Bilanzierungswahlrechte abgemildert werden können, sind sie letztlich nicht zu vermeiden. Da aber auch die Funktion des Einzelabschlusses (Ausschüttungs- und Steuerbemessungsfunktion) eine andere ist als die des Konzernabschlusses (Informationsfunktion), ist das bloße Auseinanderfallen der Aussagen von Konzern- und Einzelabschluss unbedenklich. Der Unterschied in den Funktionen der unterschiedlichen Abschlüsse rechtfertigt im Gegenteil auch die unterschiedlichen Ergebnisse.

Bedenken könnten sich aber daraus ergeben, dass sich der Konzernabschluss, der nach international anerkannten Rechnungslegungsregeln erstellt wird, auch wenn es sich dabei formaljuristisch um ein rechtliches *nullum* handelt<sup>291</sup>, auf den Einzelabschluss auswirken wird<sup>292</sup>. Es wird nämlich fiktive, nicht veröffentlichte Einzelabschlüsse nach *US-GAAP* geben, um Konzernabschlüsse erstellen zu können. Im Hinblick auf die Ausschüttung aber werden die Anteilseigner sich an dem höheren Gewinnausweis orientieren wollen. Entgegen der Absicht, mit Zulassung lediglich des Konzernabschlusses nach *US-GAAP* eine „Amerikanisierung“ auch des Einzelabschlusses zu verhindern, würde sie auf diese Weise dennoch eintreten<sup>293</sup>. Es stellt sich deshalb die Frage, ob man weiterhin entsprechend den unterschiedlichen Funktionen von Jahres- und Konzernabschluss differenziert, oder ob man nicht die Auswirkungen des Konzern- auf den Einzelabschluss hinnimmt.

<sup>291</sup> *Budde/Steuber*, FS für Claussen 1997, 583 (591).

<sup>292</sup> So *Schwab*, BB 1999 731 (736); *Budde/Steuber*, Der Schweizer Treuhänder 1999, 503 (506) m.w.N.; *Moxter*, BB 1999, 519 (519); *Zitzelsberger*, WPg 1998, 799 (805); *Scheffler*, DStR 1999, 1285 (1292); *Budde*, FS für Beisse, 1997, S. 105 (105 ff.); *Schulze-Osterloh*, Die Reform der Konzernrechnungslegung nach IAS und US-GAAP, 301 (309 f.).

<sup>293</sup> *Siebert*, Grundlagen der US-amerikanischen Rechnungslegung, S. 475.

## 2. Kapitel

Wäre es nicht sogar von Vorteil, wenn sich der internationale Konzernabschluss auch auf den Einzelabschluss auswirkt, mit anderen Worten auch Einzelabschlüsse nach *US-GAAP* oder *IFRS* erstellt würden<sup>294</sup>? Wäre dies nicht sogar im Hinblick auf eine Neuordnung der deutschen Rechnungslegung und der gewandelten Aktionärskultur eine logische und begrüßenswerte Konsequenz? Der Ansatzpunkt zur Beantwortung dieser Fragen liegt in den Funktionen des Einzelabschlusses. Zum einen die Ausschüttungsbemessungsfunktion<sup>295</sup> zum anderen das Maßgeblichkeitsprinzip und die damit verbundene Auswirkung des Einzelabschlusses auf die Steuerbilanz<sup>296</sup>.

Für die Unternehmen würde sich sicherlich negativ auswirken, dass eine Übertragung der *IFRS* oder der *US-GAAP* auf den Einzelabschluss und damit auf die Steuerbilanz zu höheren Steuerbelastungen führen würde<sup>297</sup>, weil dabei ein höheres Ergebnis ausgewiesen werden müsste, das als Besteuerungsgrundlage dienen würde. Diese Entwicklung böte allerdings auch Anlaß dazu, erneut über eine originäre Steuerbilanz nachzudenken. Hinsichtlich der Auswirkung des Einzelabschlusses auf die Steuerbilanz ist zu beobachten, dass das Maßgeblichkeitsprinzip in Deutschland durch die fiskalische Rechtsprechung zunehmend durchlöchert wird. Von einem Prinzip oder Grundsatz kann kaum noch die Rede sein. Insgesamt ist eine zunehmende Abkoppelung des Steuerrechts vom Handelsrecht zu beobachten. Überlegungen zur Einführung einer originären Steuerbilanz sind daher durchaus sinnvoll<sup>298</sup>. Ihre Einführung würde verhindern, dass die Ausstrahlung des internationalen Konzernabschlusses auf den Einzelabschluss zu einer Durchbrechung unseres Systems führt. Ohne originäre Steuerbilanz wäre auf Dauer die Besteuerung von schwer kalkulierbaren Regeln anderer Rechtskreise abhängig, deren Rechtsnormqualität zudem zweifelhaft ist<sup>299</sup>. Zudem würde die Beibehaltung des Maßgeblichkeitsprinzips und die dadurch gegebene systematische Verknüpfung von Handels- und Steuerbilanz die Immobilität des Handelsrechts zementieren. Die Aneinanderkoppelung der beiden Regelwerke führt nämlich dazu, dass der Handelsgesetzgeber in seiner Normgebung stets auch die steuerlichen Konsequenzen berücksichtigen muss.

Bezüglich der Ausschüttungsbemessungsfunktion des Einzelabschlusses gestaltet sich die Sachlage etwas komplizierter. Die Abkopplung der Steuerbilanz führt hier nicht weiter. Man könnte daran denken, die Ausschüttung anhand des Konzernergebnisses bzw. des nach international anerkannten Rechnungslegungsregeln erstellten Einzelabschlusses zu bemessen. Dies würde aber zu enorm hohen obligatorischen Ausschüttungen führen, die nicht nur den Grundlagen der kontinentaleuropäischen, sondern auch der anglo-amerikanischen Rechnungslegung zuwiderlaufen, wie der Blick auf

<sup>294</sup> Dazu *FAZ*, Finanzvorstände fordern IAS-Bilanzierung im Einzelabschluss, 17. Juni 2002, Nr. 137, S. 24.

<sup>295</sup> *Ballwieser*, FS für Weber, 1999, 433 (439).

<sup>296</sup> Vgl. zum Verhältnis der Handels- zur Steuerbilanz ausführlich *Schulze-Osterloh*, ZGR 2000, 594 (594 ff.).

<sup>297</sup> *Scheffler*, DStR 1999, 1285 (1290); ausführlich dazu *Oestreicher/Spengel*, DB 1999, 593 (593 ff.).

<sup>298</sup> In diesem Sinne auch *Andreßen*, DB 2001, 2561 (2564 f.); *Watrin*, DB 2001, 933 (938).

<sup>299</sup> *Moxter*, DSStZ 2000, 157 (158).

das US-amerikanische Recht zeigt. Auch in den USA ist der Konzernabschluss nämlich nicht Grundlage für die Ausschüttungsbemessung. Anders als vielfach angenommen, steht das Ergebnis nicht zur Ausschüttung an die Aktionäre zur Verfügung. Deren Anspruch bemisst sich grundsätzlich nach einzelstaatlichen Regelungen und unterliegt dort Ausschüttungsbeschränkungen<sup>300</sup>. Auf solche Weise kann auch in Deutschland verhindert werden, dass der nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen (*IFRS* bzw. *US-GAAP*) erstellte Konzernabschluss beim Einzelabschluss nicht zu überhöhten obligatorischen Ausschüttungen führt.

Mit Blick auf das Verhältnis von Konzernabschluss zu dem Einzelabschluss erscheint es somit fraglich, ob auf Dauer die Einzelabschlüsse der in den Konzernabschluss eines börsennotierten Mutterunternehmens einbezogenen Unternehmen nach anderen Regeln aufgestellt werden können als der Konzernabschluss, wenn dieser international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen folgen darf und nach einer vom Rechtsausschuss bis 2004 erwarteten Anpassung des HGB eventuell folgen muß<sup>301</sup>. Es zeigt sich aber, dass die daraus resultierenden Probleme im Hinblick auf die Besteuerung und die Ausschüttung des Gewinns durch entsprechende Regelungen geklärt werden können.

### *d) Verfassungsrechtliche Hindernisse?*

Gegen die Regelung des § 292 a HGB werden des weiteren verfassungsrechtliche Bedenken geltend gemacht.

So wird die Meinung vertreten, § 292 a HGB beinhalte eine unzulässige Übertragung von Rechtssetzungskompetenzen auf US-staatliche Instanzen. Eine solche Übertragung ist nur unter den Voraussetzungen des Art. 24 Abs. 1 GG zulässig. Danach kann der Bund Hoheitsrechte durch Gesetz auf zwischenstaatliche Einrichtungen übertragen. Dabei wären, ginge man von einer Übertragung von Hoheitsrechten aus, das Merkmale der zwischenstaatlichen Einrichtung des Art. 24 Abs. 1 GG nicht gegeben. Unter zwischenstaatlichen Einrichtungen versteht man Organisationen, die durch Verträge zwischen Völkerrechtssubjekten geschaffen wurden, an deren Tätigkeit Deutschland diskriminierungsfrei, das heißt gleichberechtigt, beteiligt ist und die Aufgaben erfüllen, welche traditionell im Rahmen nationaler öffentlicher Gewalt ausgeübt werden<sup>302</sup>. Zweifelsohne nicht unter diesen Begriff fällt daher ein ausländischer Staat oder ein ausländisches privates Gremium<sup>303</sup>. Aus diesem Grund wäre daher die Übertragung der Gesetzgebung im Bereich der Rechnungslegung auf die

<sup>300</sup> Vgl. *Elsing/van Alstine*, US-amerikanisches Handels- und Wirtschaftsrecht, 2. Aufl. 1999, Rdnr. 624, 627; *Schildbach*, Zfbf 1998 (Sonderheft 40), 55 (74); vgl. zu dem gesamten Komplex der Ausschüttungsbemessung in den USA auch *Alberth*, WpG 1997, 744 (744 ff.).

<sup>301</sup> So auch *Andreßen*, DB 2001, 2561 (2565).

<sup>302</sup> *Jarass/Pieroth*, GG, Art. 24, Rdnr. 7.

<sup>303</sup> *BVerfGE* 34, 52 (60).

## 2. Kapitel

USA unzulässig. Ebenso unzulässig wäre aber auch die Übertragung solcher Befugnisse auf das *IASB*, das keine von Völkerrechtssubjekten geschaffene Organisation darstellt. Des weiteren fehlte es Deutschland als auch der EU-Kommission bereits an einer direkten Einflussmöglichkeit, so dass auch mit Rücksicht hierauf nicht von einer zwischenstaatlichen Einrichtung im Sinne des Art. 24 GG die Rede sein kann.

Bei genauer Betrachtung kann aber im Rahmen der Vorschrift des § 292 a HGB von einer „Übertragung“ von Hoheitsrechten nicht die Rede sein<sup>304</sup>. Unter Übertragung versteht man die Rücknahme bzw. den Verzicht auf die ausschließliche Ausübung öffentlicher Gewalt durch deutsche Organe mit dem Ziel, die Ausübung fremder Hoheitsgewalt im innerstaatlichen Bereich zu ermöglichen<sup>305</sup>, dergestalt, dass die fremde Hoheitsgewalt unmittelbar auf den innerstaatlichen Bereich durchgreifen kann. Diese Möglichkeit schafft § 292 a HGB aber gerade nicht. Der innerstaatliche Bereich der deutschen Konzernrechnungslegung bleibt dem deutschen Gesetzgeber vorbehalten. Die USA oder das *IASB* haben keine Möglichkeit, auf die deutsche Konzernrechnungslegung einzuwirken. Zudem ist es an dem deutschen Gesetzgeber, die Regelung jederzeit rückgängig zu machen. Nach alledem handelt es sich bei der Regelung des § 292 a HGB nicht um die Übertragung von Hoheitsrechten. Diese Regelung verstößt nicht gegen Art. 24 Abs. 1 GG.

Womöglich handelt es sich aber um eine unzulässige Verweisung auf ausländische Rechtsnormen. Eine Verweisung ist dadurch gekennzeichnet, dass der Inhalt einer in Bezug genommenen Vorschrift Bestandteil des verweisenden Gesetzes wird, in dieses also inkorporiert wird<sup>306</sup>. § 292 a HGB bewirkt aber lediglich, dass ein Konzern von der Erstellung eines Abschlusses nach deutschem Recht befreit wird, wenn er einen Abschluss nach international anerkannten Rechnungslegungsvorschriften erstellt hat. In solchem Fall handelt es sich nicht um einen deutschen, sondern um einen Konzernabschluss nach dem Recht eines ausländischen Staates bzw. einer internationalen Organisation<sup>307</sup>. Von einer Inkorporation der ihm zu Grunde liegenden international anerkannten Rechnungslegungsvorschriften in deutsches Recht kann deshalb nicht die Rede sein.

Die Verfassungswidrigkeit der Vorschrift des § 292 a HGB könnte sich schließlich dann ergeben, wenn durch sie deutsche Unternehmen gezwungen werden, nach *IFRS* oder *US-GAAP* Rechnung zu legen und zwar deshalb, weil sowohl die *IFRS* als auch die *US-GAAP* als Kapitalmarktregelungen ausschließlich für am Kapitalmarkt präse Gesellschaften Geltung beanspruchen. Aus diesem

---

<sup>304</sup> So aber *Schulze-Osterloh*, Die Reform der Konzernrechnungslegung nach IAS und US-GAAP, 301 (304); *Budde*, FS für Beisse, 1997, 105 (112 f.); *Grund*, ZIP 1996, 1969 (1973 f.).

<sup>305</sup> *Jarass/Pieroth*, GG, Art. 24 Rdnr. 5.

<sup>306</sup> Vgl. z. B. *Clemens*, AöR 1986, 63 (65).

<sup>307</sup> *Ernst*, Überblick über die Änderungen des Handelsgesetzbuchs zu Rechnungslegung und Prüfung, 321 (334).

## 2. Kapitel

beschränkten Anwendungsbereich der Regelungen auf börsennotierte Gesellschaften rechtfertigt sich der gegenüber den HGB-Vorschriften zur Rechnungslegung erheblich erweiterte Rechenschaftsumfang. Dieser wächst nämlich proportional zur „Außenwirkung“ eines Unternehmens und damit zu seiner Verantwortung gegenüber der Öffentlichkeit<sup>308</sup>. Da die *IFRS* und *US-GAAP* ausschließlich unter Kapitalmarktinteressen entworfen sind, dürfen sie aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht für alle, sondern nur für diejenigen rechenschaftspflichtigen Gesellschaften gelten, die den geregelten Kapitalmarkt in Anspruch nehmen<sup>309</sup>. § 292 a HGB zwingt jedoch kein deutsches Unternehmen, insbesondere kein nicht börslich notiertes Unternehmen, seine Rechnungslegung nach *IFRS* oder *US-GAAP* vorzunehmen. Es ist somit jedem Unternehmen weiterhin freigestellt, seine Rechnungslegung nur nach nationalen Vorschriften aufzustellen.

### *e) Unnötige Aufgabe der Grundsätze deutschen Bilanzrechts ?*

Selbst wenn § 292 a HGB von seiner Zielsetzung her als Regelung begrüßt wird, könnten sich Zweifel dann ergeben, wenn diese Regelung eine unnötige Preisgabe der Grundsätze des nationalen Bilanzrechts darstellte. Dies könnte deshalb der Fall sein, weil der Gesetzgeber auf seine Rechtssetzungsbefugnis verzichtet und statt dessen fremde Rechnungslegungsregeln akzeptiert, deren Entstehen er nicht beeinflussen konnte und auch in näherer Zukunft nicht wesentlich wird beeinflussen können. Indessen war für den Gesetzgeber abzuwägen, dies für eine befristete Zeit hinzunehmen oder für die Jahre bis 2004 die Inländerdiskriminierung deutscher Unternehmen weiterhin zu dulden. Hierbei war zu berücksichtigen, dass sich die vom Markt diskutierten internationalen Vorgaben kurzfristig entwickeln und der parlamentarische Entscheidungsprozess nur wenig geeignet ist, darauf zeitgerecht zu reagieren. Insbesondere die Überarbeitung der Konzernbilanzrichtlinie war in kurzer Zeit nicht möglich, da sie sich letztlich auch auf den Einzelabschluss auswirkt. Die Lösung einer Übergangsregelung zur schnellen Beendigung der Inländerdiskriminierung deutscher Unternehmen war daher naheliegend. Für große deutsche Unternehmen bestand ein erhebliches Bedürfnis, Konzernabschlüsse nach internationalen Standards aufzustellen. Weitere Verzögerung hätte für diese Unternehmen im internationalen Vergleich nicht unerhebliche Nachteile mit sich gebracht. Somit war die Wahl einer Übergangslösung naheliegend, wenn auch nur als Notlösung, um kurzfristig reagieren zu können und den deutschen Unternehmen keine Wettbewerbsnachteile entstehen zu lassen.

Kritik könnte aber dennoch angebracht sein, wenn mit der Übergangsregelung letztlich die ausländischen bzw. internationalen Rechnungslegungsgrundsätze ungewollt „dauerhaft“ Eingang in das deutsche Bilanzrecht fänden, was nun aufgrund der Verordnung über die Anwendung internationa-

<sup>308</sup> Budde, FS für Clemm, 1996, 81 (91).

<sup>309</sup> Dazu Budde/Steuber, DStR 1998, 503 (507).



## 2. Kapitel

ler Rechnungslegungsstandards sicher scheint. Der internationale Konzernabschluss nach *IFRS* wird sich wohl allgemein durchsetzen, so dass internationale Rechnungslegungsstandards Eingang in die deutsche Rechnungslegung finden werden.

Dies allein ist jedoch nur dann als negativ zu bewerten, wenn die internationalen Rechnungslegungsvorschriften mit Blick auf deren Anwendung in Deutschland inhaltlich nicht sachgerecht sind. Dies zu beantworten, ist wiederum davon abhängig, welche Rechnungslegungsstandards, nämlich *IFRS* oder *US-GAAP* Eingang in das deutsche Recht finden werden. Die EU-Kommission hat sich für die *IFRS* entschieden. Dies ist zu begrüßen. Die Rechnungslegung nach *US-GAAP* auch in Deutschland wäre aus denen bereits unter § 8 I angesprochenen Gründen nicht sachgerecht. Hätte die Übergangsregelung des § 292 a HGB die faktische Übernahme der Rechnungslegung nach *US-GAAP* zur Folge, stünde der Nachteil in keinem Verhältnis zu den Vorzügen der Vorschrift. Vieles spricht nun aber für die Durchsetzung der *IFRS* als weltweit akzeptierte Rechnungslegungsvorschriften. Doch handelt es sich dabei aber nicht um verkappte *US-GAAP*? Sicherlich besitzt die *Securities Exchange Commission* über die *US-GAAP* einen erheblichen Einfluss bei der Entwicklung der *IFRS*. Dennoch sind die *IFRS* mit den *US-GAAP* nicht etwa gleichzusetzen. Dies zeigt sich unter anderem darin, dass die *Securities Exchange Commission* die *IFRS* nur zurückhaltend empfiehlt. Der tatsächliche Einfluss der *US-GAAP* ist sogar positiv zu sehen. Wie so oft hat die Internationalisierung und Globalisierung dazu geführt, dass nationale Vorschriften in den Wettbewerb mit anderen Regelungswerken treten mussten. Dass die deutschen Rechnungslegungsvorschriften, die ohnehin nicht erst seit kurzem in der Kritik stehen, den kürzeren ziehen würden, war abzusehen und deshalb auch nicht überraschend. Denn in einem entscheidenden Punkt, der von überragender Bedeutung ist, sind die *US-GAAP* und daher letztlich auch die *IFRS* den HGB-Vorschriften zur Bilanzierung überlegen. Vor dem Hintergrund, dass auch in Deutschland eine verbesserte Aktionärskultur entstehen soll, ist eine Relativierung des Gläubigerschutzes berechtigt. Der dem anglo-amerikanischen Rechnungslegungssystem zugrunde liegende Gedanke des Investoreninteresses trägt dieser Entwicklung besser Rechnung. Daher sollte der Schutz der Großgläubiger, insbesondere der Banken, nicht absoluten Vorrang haben. Zudem sind die Gläubiger zumindest teilweise auch gleichzeitig Investoren, denn auch Großbanken sind oftmals Anteilseigner ihrer Großschuldner. Trotz des grundlegenden Unterschiedes zwischen Gläubigerschutz und Investoreninteressen ist es erforderlich, Gläubiger wie in den USA „nicht als Objekt paternalistischer Fürsorge, sondern als zu rationaler Entscheidung befähigte Akteure zu behandeln“<sup>310</sup>.

---

<sup>310</sup> So die Beschreibung *Küblers*, in: FS für Budde, 1995, 361 (365), für die Situation in den USA.

## 2. Folgerungen für eine Internationalisierung der deutschen Rechnungslegung

Im Ergebnis ist die zeitlich begrenzte Regelung des § 292 a HGB zweckmäßig, da sie den deutschen börsennotierten Unternehmen die Möglichkeit eingeräumt hat, ausschließlich nach international anerkannten Rechnungslegungsregeln Rechnung zu legen. Deutschen Unternehmen ist damit der Zugang zu ausländischen Kapitalmärkten, insbesondere zu den US-Börsen, erheblich erleichtert worden.

Zu einer mangelnden Vergleichbarkeit der Konzernabschlüsse deutscher Unternehmen untereinander wie auch im Verhältnis zu US-amerikanischen Unternehmen hat die Regelung des § 292 a HGB nicht geführt. Die Konzernabschlüsse deutscher Unternehmen nach HGB wichen bereits bislang wegen der vielen Wahlrechte erheblich voneinander ab. Im Vergleich zu US-Unternehmen liegt die nun höhere Vergleichbarkeit auf der Hand.

Eine Vereinbarkeit mit EG-Recht ist zwar herstellbar, da das Erfordernis des Einklangs nicht als Übereinstimmung zu verstehen ist, so dass auch *IFRS* und *US-GAAP* vom Ansatz her richtlinienkonform sein können. Das bestätigt ein Blick auf das englische Recht zur Rechnungslegung, das ebenfalls auf den EG-Richtlinien beruht, obwohl es anglo-amerikanischen Grundsätzen folgt. Momentan ist dennoch von der Unvereinbarkeit zumindest der *US-GAAP* mit EG-Recht auszugehen, so dass die von der EG-Kommission vorgeschlagene Anpassung der Richtlinien mit Blick auf den wünschenswerten Einklang der international anerkannten Rechnungslegungsstandards mit EG-Recht notwendig ist.

Da sich die Regelung des § 292 a HGB ausschließlich auf den Konzernabschluss bezieht, ist der Einzelabschluss, der in Deutschland Grundlage für die Gewinnausschüttung und die Steuerbemessung ist, zunächst noch nicht zu erwarten. Auf lange Sicht wird sich eine Auswirkung auf den Einzelabschluss aber nicht vermeiden lassen.

Unter Verfassungsrechtlichen Gesichtspunkten ist § 292 a HGB ebenfalls unbedenklich. Die Übergangsregelung stellt weder eine unzulässige Übertragung von Rechtssetzungskompetenzen noch eine ebenfalls unzulässige Verweisung auf ausländische Rechtsnormen dar.

Schließlich beinhaltet § 292 a HGB keine unnötige Aufgabe der Grundsätze des deutschen Bilanzrechts, da das deutsche Bilanzrecht ohnehin reformbedürftig ist und eine andere Lösung der für weltweit tätige deutsche Unternehmen in der Kürze der Zeit nicht möglich war.

## 2. Kapitel

Diese Ergebnis kann jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass bis zum Auslaufen der Übergangsregelung des § 292 a HGB die Internationalisierung der deutschen Rechnungslegung vorangetrieben werden muss. Es bietet sich an, dass der Gesetzgeber die Zeit bis zum Ende des Jahres 2004 nutzt, um eine langfristige, systematisch geschlossene Neuregelung der deutschen Rechnungslegung voranzubringen, die den Interessen aller Beteiligten, das heißt den Unternehmen, Investoren, Gläubigern und dem Fiskus gerecht wird und die zunehmende Internationalisierung bzw. Harmonisierung der Rechnungslegung berücksichtigt. Die notwendigen Veränderungen lassen sich in vier Thesen zusammenfassen:

### 1. These

In Deutschland sollte die bislang vom Vorsichtsprinzip und vom Gläubigerschutz geprägte Ausschüttungs- und Steuerbemessungsfunktion durch eine anlegerschutzorientierte, auf Entscheidungsrelevanz der Anleger ausgerichtete Informationsfunktion der externen Rechnungslegung verdrängt oder zumindest stark eingeschränkt werden.

### 2. These

Die verbreitete Akzeptanz der international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätze, insbesondere der *US-GAAP*, bei deutschen Unternehmen bedeutet in letzter Konsequenz einen Paradigmenwechsel für die gesamte deutsche Rechnungslegung zumindest der im internationalen Wettbewerb stehenden Unternehmen und nicht nur für deren Konzernabschlüsse; denn Auswirkungen des internationalen Konzernabschlusses auf den „nationalen“ Einzelabschluss dürften auf Dauer nicht mehr zu verhindern sein<sup>311</sup>.

Eine Abkopplung der Handelsbilanz von der Steuerbilanz dürfte sich empfehlen. Damit würde das ohnehin in letzter Zeit zunehmend durchlöchernte Maßgeblichkeitsprinzip obsolet werden<sup>312</sup>. Ferner ist darüber nachzudenken, ob ebenso wie in den USA die Ausschüttungsbemessungsfunktion des Einzelabschlusses aufgegeben oder eingeschränkt werden sollte. Dass entgegen der Auffassung des Gesetzgebers<sup>313</sup> die Maßgeblichkeits- und die Ausschüttungsbemessungsfunktion nicht unabdingbar sind, zeigt die Regelung in den USA. Dort ist der Konzernabschluss nicht Grundlage für die Ausschüttungsbemessung, indem das ausgewiesene Ergebnis nicht zur Ausschüttung an die Aktionäre zur Verfügung steht. Deren Anspruch bemisst sich grundsätzlich nach einzelstaatlichen Regelungen

---

<sup>311</sup> Das zeigte bereits der Referentenentwurf von 1996 (bei *Strobel*, BB 1996, 1601 (1601 f.)), der auch für den Einzelabschluss ausländische und internationale Normen einbezieht; „Beeinflussungen“ sind selbst für *Kütting/Hayn*, BB 1995, 662 (672), „nicht auszuschließen“, die (a.a.O., 667) „vollständige Abkopplung“ des Konzernabschlusses von „einzelgesellschaftlichen Normen“ propagieren. Aus europarechtlicher Sicht *Herzig/Rieck*, IStR 1998, 309 (309 ff.).

<sup>312</sup> Eine Abschaffung des Maßgeblichkeitsprinzips befürwortet auch *Watrin*, DB 2001, 933 (938).

<sup>313</sup> *BT-Drucks.* 13/9909 v. 12.2.1998, S. 10.

## 2. Kapitel

und unterliegt Ausschüttungsbeschränkungen<sup>314</sup>. Ergänzt werden die einzelstaatlichen Regeln zur Ausschüttungsbemessung in den USA in vielen Fällen durch Abmachungen zwischen Schuldner und Gläubigern über Ausschüttungsbegrenzungen (*convenants*)<sup>315</sup>. Soweit der Gläubigerschutz angesichts der hohen Zahl der Konkurse überhaupt durch externe Rechnungslegung bewirkt werden kann, würde er sich dann vom institutionellen auf den informellen Schutz verlagern<sup>316</sup>. Im Ergebnis steht dann aber die Entbehrlichkeit des Einzelabschlusses zumindest bei Unternehmen, die auch für den Konzern Rechnung legen.

## 3. These

Eine Anpassung der EG-Richtlinien ist erforderlich, da der internationale Konzernabschluss nicht zweifelsfrei mit den EG-Richtlinien in Einklang steht. Insbesondere die Richtlinienkonformität der *US-GAAP* ist unter der jetzigen Gesetzeslage äußerst fragwürdig.

## 4. These

Die EU-Verordnung über die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards stellt es den Mitgliedstaaten frei, nicht börsennotierten Gesellschaften ab 2005 vorzuschreiben oder zu gestatten, die Konzern- und Einzelabschlüsse nach *IFRS* aufzustellen. Es muss daher die grundlegende Entscheidung darüber getroffen werden, ob man die Rechnungslegungspflichten, die verstärkt auf den Gedanken der Anlegerinformation basieren werden, nur dem exklusiven Kreis der börsennotierten Unternehmen verordnet oder sie auf alle Kapitalgesellschaften ausdehnt<sup>317</sup>. Als Beispiel für den ersten Weg können die USA dienen, wo die Regelungen der *SEC* und des *FASB* nur für am Kapitalmarkt präse Unternehmen gelten. Mit § 292 a HGB hat der deutsche Gesetzgeber die Rechnungslegung über international anerkannte Rechnungslegungsregeln nur für die Konzernrechnungslegung zugelassen. Für die Beibehaltung dieses Ansatzes spricht, dass die anglo-amerikanische Rechnungslegung am Informationsinteresse der Anteilseigner ausgerichtet ist, dass bei kapitalmarktpräsenten Unternehmen ungleich größer ist als bei kleinen und mittleren Unternehmen, die sich immer noch über Fremdkapital finanzieren. Eine Pflicht zur informativen Rechnungslegung allein für börsennotierte Unternehmen wäre aus diesem Gesichtspunkt daher zu rechtfertigen<sup>318</sup>. Zugleich sollte aber anderen Mutterunternehmen ebenfalls das Recht eingeräumt wer-

<sup>314</sup> Vgl. *Elsing/von Alstine*, US-amerikanisches Handels- und Wirtschaftsrecht, 2. Aufl. 1999, Rdnr. 624, 627; *Schildbach*, ZfbF Sonderheft 40/1998, 55 (74).

<sup>315</sup> *Albert*, WPG 1997, 744 (744); vgl. dazu auch *Watrin*, DB 2001, 933 (936 ff.).

<sup>316</sup> *Kübler, F.*, FS für Budde, 1995, 361 (369 f.).

<sup>317</sup> Die Frage der Unterscheidung Konzern – Einzelunternehmen stellt sich zumindest in der Praxis nicht, da es relativ leicht möglich ist, einem Unternehmen eine Konzernstruktur zu geben.

<sup>318</sup> *Busse von Colbe*, Der befreiende Konzernabschluss nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen, S. 401 (408).

den, auch für diese Art der Konzernrechnungslegung zu optieren<sup>319</sup>, was nach der EU-Verordnung ab dem Jahr 2005 möglich wäre.

### IV. Nationale Internationalisierungsbemühungen in den USA

Die Situation in den USA stellt sich völlig anders dar als die in Deutschland. Der Hauptunterschied in der Ausgangslage besteht darin, dass in den USA die Rechnungslegungsstandards als unverzichtbar angesehen werden, da sie den Marktteilnehmern durch umfangreiche Offenlegungspflichten (*disclosure*) ein höchstmögliches Maß an Information und Transparenz bieten. Dem bei der deutschen Regelung im Vordergrund stehenden Gläubigerschutz zu mehr Geltung zu verhelfen wird von keiner Seite als erforderlich angesehen. Demgemäß ist die Bereitschaft, fremde Rechnungslegungsstandards anzuerkennen, bzw. solche, die nach international anerkannten Regelwerken aufgestellt werden, wesentlich geringer als in Deutschland<sup>320</sup>. Zudem wird befürchtet, dass die Anerkennung deutscher Unternehmensabschlüsse an US-Börsen dazu führen könnte, dass auch US-amerikanische Unternehmen nach deutschen Rechnungslegungsvorschriften bilanzieren wollen, um so den strengen US-amerikanischen Vorschriften zu entgehen.

Aber auch in den USA werden schon seit längerem Stimmen laut, die Internationalisierung bzw. Harmonisierung der Rechnungslegung voranzubringen. An erster Stelle steht dabei die *New York Stock Exchange (NYSE)*. Anders als die Frankfurter Börse kann die *NYSE* aber nicht selbständig die Abschlüsse deutscher Gesellschaften anerkennen, die nach außeramerikanischen oder international anerkannten Rechnungslegungsregeln erstellt wurden. Dazu wäre das Einverständnis der *SEC* erforderlich, das aber bislang für sämtliche ausländische und internationale Abschlüsse ausgeblieben ist. Lediglich bei einzelnen *IFRS* ist eine Überleitung auf *US-GAAP* entbehrlich. Aus diesem Grund sieht sich die *NYSE* einem erheblichen Wettbewerbsnachteil ausgesetzt. Es wird deshalb vermehrt der erleichterte Zugang für sogenannte „*world-class-corporations*“ zur *NYSE* gefordert<sup>321</sup>. Sollte es

<sup>319</sup> So auch *Andreeßen*, DB 2001, 2561 (2565).

<sup>320</sup> Wie allerdings dem dort an erster Stelle stehenden Informationsinteresse des Aktionäre entsprochen werden kann, ist in den USA Gegenstand einer Debatte, welche durch die Rede [„*The numbers game*“ an der New York University am 29.9.1998 Zur Eröffnung des „Center for Law and Business“. Die deutsche Übersetzung der Rede findet sich in BB 1998, 2544 ff. (kommentiert von *Niehus* in Heft 51/52, S. 1)] von Arthur Levitt, *SEC-Chairman*, ausgelöst worden ist. Er sprach über eine „*widespread, but too little challenged custom: earnings management*“. In dieser Rede blickt Levitt in die Grauzone zwischen Legitimität und glattem Betrug und prangert bilanzwirksame Taschenspielertricks an, die in der Praxis US-amerikanischer Börsengesellschaften Unternehmenspolitik sind:

„Too many corporate managers, auditors, and analysts are participants in a game of nods and winks. In the central zeal to satisfy consensus earnings estimates and project a smooth earnings path, wishful thinking may be winning the day over faithful representation. As a result, I fear that we are witnessing an erosion in the quality of earnings, and therefore, the quality of financial reporting. Managing may be giving way to manipulation (...).“

Dies zeigt, dass auch die US-amerikanischen Rechnungslegungsstandards im Hinblick auf ihre Auswirkungen auf die Rechnungslegung in den USA nicht unumstritten sind.

<sup>321</sup> Diesen Punkt sprach der damalige Vorsitzende der *NYSE*, *James L. Cochrane* bereits 1994 an: The *NYSE* has some difficult discussions with the Securities and Exchange Commission („*SEC*“) during the past couple of years on the issue of requiring foreign companies to quantitatively reconcile their financial statements to U.S. generally

## 2. Kapitel

nicht zu einer Anerkennung ausländischer oder internationaler Rechnungslegungsstandards in den USA kommen, so wird dort befürchtet, dass auch in Zukunft der größte Umsatz in Aktien der *global players* an anderen Börsen, etwa der *London Stock Exchange* erzielt werden. Wer dann diejenigen US-amerikanischen Anleger, die Aktien an einer ausländischen Börse erwerben, angemessen schützt, bleibt offen<sup>322</sup>.

Bemühungen seitens der US-Börsenaufsichtsbehörde *SEC* zur Anerkennung der *US-GAAP* im Ausland sind dagegen nicht erforderlich, da sie in weiten Teilen der Welt und insbesondere an den wichtigsten Finanzplätzen der Welt, so an der Frankfurter Wertpapierbörse, an der Amsterdamer Wertpapierbörse und der *London Stock Exchange*, akzeptiert werden<sup>323</sup>. Dies führt dazu, dass die *SEC* die Anerkennung der *IFRS* als weniger dringlich empfindet und eine dem § 292 a HGB ähnliche Regelung in den USA nicht notwendig war.

---

accepted accounting principles („GAAP“). Clearly, we need to find some compromise whereby an issuer like Nestle can move [out of the pink sheet market]. . . to a listed market – NYSE, NASDAQ or AMEX – which has more effective overall regulation, without requiring U.S. GAAP reconciliation, *James L. Cochrane*, 17 *Fordham International Law Journal* 1994, 58 (61).

<sup>322</sup> Zu dieser Problematik auch *Lowenstein*, *Columbia Law Review* 1996, 1335 (1337); *James L. Cochrane*, 17 *Fordham International Law Journal* 1994, 58 (58).

<sup>323</sup> Noch nicht als Rechnungslegungsstandards akzeptiert sind die US-GAAP an der Wertpapierbörse in Tokio.

### **3. Kapitel: Das anwendbare Recht bei der Übertragung deutscher und US-amerikanischer Aktien im zwischenstaatlichen Effekten- und Wertpapierverkehr (stückeloser Effektenverkehr)**

Anders als einzelne Wertpapierurkunden werden Kapitalmarktpapiere (Effekten), zu denen auch Aktien gehören, sowohl in Deutschland als auch in den USA, buchmäßig und stückelos im sogenannten *Effektengiroverkehr*<sup>324</sup> übertragen. Beim Aktienkauf geht also der Besitz an der Aktienurkunde nicht mehr vom Verkäufer auf den Käufer über; statt dessen wird der Aktienbesitz auf Konten verbucht und demnach bei einem Kaufgeschäft lediglich eine Abbuchung auf dem Verkäuferkonto und eine Zubuchung auf dem Käuferkonto vorgenommen. Diese Art der Abwicklung des Effektenhandels gewährleistet eine rationelle, schnelle und unkomplizierte Übertragung von massenweise emittierten, börsengängigen Wertpapieren des Kapitalmarkts. Die Folge dieser Entwicklung ist die annähernd vollständige Zurückdrängung des Verkörperungselements der einzelnen Effektenurkunde und ihr damit einhergehender Funktionsverlust<sup>325</sup>.

Die Möglichkeit, Aktien in tatsächlicher Hinsicht lediglich durch Umbuchungen, also im Effekten- und Wertpapierverkehr, zu übertragen, beschränkte sich zunächst sowohl nach deutschem als auch nach US-Recht auf den *inländischen Wertpapierhandel*, den man als *inländischen oder nationalen Effekten- und Wertpapierverkehr* bezeichnet. Dabei umfasst der Begriff des inländischen Wertpapierhandels solche Handelsgeschäfte, welche von Teilnehmern einer inländischen Börse sowohl über inländische als auch über ausländische Effekten getätigt werden<sup>326</sup>. In beiden Fällen wurden die im Inland gehandelten Aktien bei einer inländischen Wertpapiersammelbank verwahrt. Dies liegt bei inländischen Aktien nahe. Bei ausländischen Papieren hingegen machte dies stets eine einmalige Verbringung dorthin erforderlich, wo der Handel stattfand.

Der *grenzüberschreitende börsliche Wertpapierhandel* hingegen, bei dem die Vertragsparteien Handelsteilnehmer verschiedener internationaler Börsen sind, ist durch schlichte Umbuchung auf den Konten der Wertpapiersammelbanken (*grenzüberschreitender oder zwischenstaatlicher Effekten- und Wertpapierverkehr*) zwischen den USA und Deutschland erst seit einigen Jahren möglich, bei US-

<sup>324</sup> Zu dieser Definition des Effekten- und Wertpapierverkehrs vgl. *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 35; *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., 1981 Rdnr. 2088; *Peters*, Wertpapierfreies Effektsystem, S. 13.

<sup>325</sup> *Zöllner*, FS für Raiser, 1974, 249 (249 ff.); *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., 1981, Rdnr. 2040 f.; *Hueck/Canaris*, Recht der Wertpapiere, § 1 III (S. 14); *Brink*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effekten- und Wertpapierverkehr, 1976, S. 67 ff. und 77 ff.; vgl. zu diesem Themenkomplex im Übrigen die Darstellung von *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht.

<sup>326</sup> Anders insoweit *Bruns*, Zur Problematik einer rationelleren Abwicklung grenzüberschreitender Effektesgeschäfte, S. 5; *Brink*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effekten- und Wertpapierverkehr, S. 107; *Heinsius*, ZKW 1971, 21 (21), die diesen Fall zum grenzüberschreitenden oder zwischenstaatlichen Effekten- und Wertpapierverkehr zählen.

### 3. Kapitel

amerikanischen Aktien in Deutschland seit 1985 und bei deutschen Aktien in den USA seit 1994. Denn seit der Einführung des § 5 Abs. 4 DepotG im Jahr 1985 dürfen deutsche Wertpapiersammelbanken einem ausländischen Verwahrer<sup>327</sup> im Rahmen einer gegenseitigen Kontoverbindung, die zur Aufnahme eines grenzüberschreitenden Effektingiroverkehrs vereinbart wird, Wertpapiere unter bestimmten Voraussetzungen zur Verwahrung anvertrauen. Und auf Grund einer Gesetzesänderung des *Uniform Commercial Code (UCC)* im Jahre 1994 können US-amerikanische Sammelverwahrer einer ausländischen Sammelverwahrerbank Aktien zur Verwahrung anvertrauen, weil nunmehr auch ausländische Sammelverwahrer unter den Begriff der Verwahrerbank (*custodian bank*) im Sinne des *UCC* § 8 fallen<sup>328</sup>. Diese Änderung des *UCC* wurde von dem für die Verwahrung von Wertpapieren bedeutendsten Staat New York übernommen, in welchem sich mit der Depository Trust Company (DTC) der größte US-amerikanische Sammelverwahrer befindet<sup>329</sup>.

Von diesen rechtlichen Möglichkeiten haben die USA und Deutschland Gebrauch gemacht. Seit 1994 bestehen zwischen der deutschen Wertpapiersammelbank, der Clearstream Banking Frankfurt, und dem größten US-amerikanischen Sammelverwahrer, der Depository Trust Company mit Sitz in New York, *gegenseitige* Kontoverbindungen. Im Rahmen dieser gegenseitigen Kontoverbindungen werden etwa deutsche Aktien einer US-amerikanischen Wertpapiersammelbank zur Sammelverwahrung anvertraut. Diese in den USA verwahrten deutschen Aktien bilden zusammen mit den Aktien desselben Emittenten, die von den deutschen Wertpapiersammelbanken verwahrt werden, einen einheitlichen Girosammelbestand. Auf diese Weise umfasst der Wertpapiersammelbestand nunmehr nicht nur die im Inland sondern auch die in den USA belegenen Aktien (vgl. § 5 Abs. 4 DepotG)<sup>330</sup>. Gleiches gilt für den umgekehrten Fall, dass US-amerikanische Aktien einer deutschen Wertpapiersammelbank zur Sammelverwahrung anvertraut werden. Auch hier bilden die Aktien

---

<sup>327</sup> Die USA, Kanada und Japan sowie die meisten europäischen Länder verfügen über unserer Wertpapiersammelbank vergleichbare Girosammelverwahrsysteme, vgl. *Keßler*, Die Bank 1985, 443 (443 f.); *ders.* in Die Bank 1981, S. 291 ff., 325 (325 ff.), 377 (377 ff.); *ders.* in ZKW 1981, 56 (56 ff.) Dagegen kennen Großbritannien und Spanien derzeit nur eine zeitlich befristete Girosammelverwahrung, mit der die wertpapiermäßigen Voraussetzungen für die Abwicklung der innerhalb bestimmter Handelsperioden getätigten Börsengeschäfte im Effektingiroverkehr geschaffen werden.

<sup>328</sup> Das Hindernis für Kontoverbindungen (wie im deutschen Recht gemäß § 5 Abs. 4 DepotG) bestand im US-amerikanischen Recht darin, dass ausländische Sammelverwahrer grundsätzlich nicht unter den Begriff der Verwahrerbank (*custodian bank*) im Sinne des *UCC* § 8 von 1978 fielen (vgl. *UCC* § 8-320(1)(a), *UCC* § 8-102(4) alte Fassung von 1978). Gemäß der Definition in § 8-102 (4) musste ein Finanzinstitut, das die Voraussetzungen des Begriffs der *custodian bank* i.S.d. *UCC* § 8-320(1)(a) sowie *UCC* § 8-102 (4) erfüllt, US-amerikanischer Aufsicht unterliegen. Daher waren Kontoverbindungen dergestalt wie sie im deutschen Recht durch die Regelung des § 5 Abs. 4 DepotG ermöglicht wurden, nach amerikanischem Recht grundsätzlich nicht zulässig.

<sup>329</sup> In den Bundesstaaten, in denen die Modifikationen des *UCC* aus dem Jahre 1994 (bisher) nicht vorgenommen wurden, können US-amerikanische Clearinggesellschaften ausländische Verwahrerbanken nach wie vor nicht mit der Sammelverwahrung beauftragen.

<sup>330</sup> Es zeigt sich eine Parallele zum platzüberschreitenden Giroverkehr, wie er in dem früheren deutschen Kassenvereinssystem als sogenannter Ferngiroverkehr praktiziert worden ist. Zwischen den sechs deutschen Sammelbanken bestanden bis zu ihrer Fusionierung zur Deutscher Kassenverein AG Ende 1989 gegenseitige Kontoverbindungen, über die Wertpapiergeschäfte zwischen Kontoinhabern verschiedener Wertpapiersammelbanken im Giroverkehr platzüberschreitend abgewickelt werden konnte.



### 3. Kapitel

eines Emittenten in den USA, die nicht nur dort, sondern teilweise in Deutschland verwahrt werden, einen einheitlichen Sammelbestand. Über diesen einheitlichen Sammelbestand können nunmehr ebenfalls Aktien im grenzüberschreitenden Wertpapierhandel durch bloße Umbuchungen übertragen werden. Eine Verbringung der Papiere ist nicht mehr erforderlich<sup>331</sup>.

Welche Probleme stellen sich nun bei der Übertragung ausländischer Aktien im zwischenstaatlichen Effektenverkehr hinsichtlich des anwendbaren Rechts und wie können sie gegebenenfalls gelöst werden? Eine Kollision verschiedener Rechtsordnungen tritt immer dann auf, wenn sich mehr als eine Rechtsordnung zur Regelung eines Lebenssachverhalts berufen fühlt, weil ein und derselbe Lebenssachverhalt die Interessen mehrere Rechtsordnungen berührt. Einen solchen Sachverhalt stellt die Übertragung von Aktien dar, welche nicht im Heimatland der emittierenden Gesellschaft belegen sind, weil sich sowohl diejenige Rechtsordnung berufen fühlen könnte, in deren Hoheitsbereich die Urkunde belegen ist, als auch diejenige, die für das Heimatland der Gesellschaft maßgeblich ist.

Im Rahmen dieser Arbeit ist zunächst zu prüfen, welche rechtliche Konstruktion der Aktienübertragung im Effektenverkehr in Deutschland und den USA zu Grunde liegt (§ 9). Anschließend wird die internationalprivatrechtliche Anknüpfung beim Effektenverkehr vor der Etablierung grenzüberschreitender Sammelbestände und gegenseitiger Kontenverbindungen in Deutschland und den USA untersucht (§ 10). Hier handelt es sich allerdings um einen Aspekt, der bereits bei der Behandlung des inländischen Effektenverkehrs Gegenstand von Erörterungen war, da auch bereits damals, vor der Einführung des grenzüberschreitenden Effektenverkehrs, an Börsen ausländische Aktien gehandelt wurden. Schließlich ergibt sich hinsichtlich derjenigen Aktien, die im jeweils anderen Land, aber einbezogen in die jeweiligen Sammelbestände des Heimatlandes liegen, die kollisionsrechtliche Frage des bei der Übertragung anzuwendenden Rechts (§§ 11, 12).

#### **§ 9 Die rechtliche Konstruktion der Aktienübertragung im Effektenverkehr in Deutschland und den USA**

Zunächst werden die rechtlichen Konstruktionen der Aktienübertragungen im Effektenverkehr in Deutschland (I) und den USA (II) dargestellt.

---

<sup>331</sup> Zu den Problemen, die mit der tatsächlichen Verbringung der Aktien verbunden waren und zur Umgehung dieses Erfordernisses im Wege der Zweitverbriefung ausländischer Aktien siehe oben unter 1. Kapitel, §§ 1, 2.

## I. Das Recht der Aktienübertragung in Deutschland

Entgegen der früher üblichen Sonderverwahrung von Aktien im Streifbanddepot<sup>332</sup>, bei der einzelne Aktien durch ein Streifband einem bestimmten Aktionär zugeordnet wurden, werden Papiere gleicher Art, also Aktien einer Aktiengesellschaft, in Deutschland heute in der Regel von der Clearstream Banking AG<sup>333</sup>, für die Aktionäre in Sammelverwahrung genommen. Der Hinterleger ist hierbei nicht mehr Alleineigentümer einer bestimmten Aktie, sondern – in Höhe des Nennbetrages der „hinterlegten Aktien“ – Miteigentümer nach Bruchteilen an den zum Sammelbestand des Verwahrers gehörenden Aktien derselben Art (vgl. § 6 Abs. 1 S. 1 DepotG). Damit ist die rechtliche Beziehung des Hinterlegers zu einem bestimmten Wertpapier aufgegeben. Gegenstand einer Übertragung von Aktien sind folglich nicht mehr die in Einzelurkunden verbrieften Rechte, sondern Miteigentumsanteile an Sammelbeständen von Aktien, die aus Gründen der Kostenersparnis durch sogenannte Sammel- oder Globalurkunden verbrieft werden. Die Globalurkunde ist ein Wertpapier, das gemäß § 9 a DepotG mehrere Rechte verbrieft, die jedes für sich in vertretbaren Wertpapieren gleicher Art verbrieft sein können. Ist der Anspruch auf Auslieferung von (Einzel-) Urkunden nach den Emissionsbedingungen vorübergehend oder auf Dauer ausgeschlossen (§ 9 a Abs. 3 S. 2 DepotG), spricht man von *Dauerglobalurkunden*.

Eine Übertragung sammelverwahrter Wertpapiere ist auf zweifache Weise möglich, zum einen gemäß den Vorschriften des BGB (1) und zum anderen nach depotrechtlichen Sondervorschriften (2).

### 1. Übertragung nach den Vorschriften des BGB

Obwohl sich die Übertragung der Miteigentumsanteile am Sammelbestand faktisch durch Umbuchung auf den Konten der Wertpapiersammelbank vollzieht, betrachtet die h. M. dies rechtlich wie eine Übertragung einzelner Wertpapierurkunden außerhalb des Effektengiroverkehrs (sogenannte *sachenrechtliche Konstruktion*)<sup>334</sup>. Dabei ist zwischen der Übertragung von Inhaberaktien einerseits und der von Namensaktien andererseits zu unterscheiden.

Die *Inhaberaktie* ist im Hinblick auf ihre rechtliche Zuordnung eine bewegliche Sache. Dem Recht des Papierinhabers, seinem Eigentum an der Urkunde nämlich, folgt das sich aus der Aktienurkunde ergebende Mitgliedschaftsrecht (das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier)<sup>335</sup>. Zur Übertragung der Mitgliedschaft ist demnach die Übereignung des Papiers erforderlich und ausrei-

<sup>332</sup> Vgl. zu dieser Verwahrungsart *Brink*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effektengiroverkehr, S. 23-25; *Büchner*, Die treuhandrechtliche Organisation des Effektengiroverkehrs, S. 20.

<sup>333</sup> In Deutschland gibt es mit der Clearstream Banking AG nur einen Zentralverwahrer.

<sup>334</sup> Vgl. dazu §§ 18 Abs. 3, 2. HS; 24 Abs. 2, S. 1 DepotG.

<sup>335</sup> *Brändel*-Aktiengesetz, Großkommentar, § 10 Rdnr. 28; BGH LM Nr.1 zu § 191; *Bungeroth/Hefermehl*-Geßler, Aktiengesetz, § 68 Rdnr. 42.

### 3. Kapitel

chend. Die Übereignung der Inhaberaktie erfolgt nach den Vorschriften über die Übereignung beweglicher Sachen, also durch Einigung und Übergabe nach den §§ 929 ff. BGB. Soweit im Schrifttum die Meinung vertreten wird, dass daneben auch die Übertragung der Urkunde durch Abtretung des in ihr verbrieften Rechtes nach §§ 398, 413 BGB möglich sei, wobei sich der Eigentumsübergang am Papier gemäß § 952 Abs. 2 BGB vollziehen soll<sup>336</sup>, kann dem nicht zugestimmt werden. Das Gesetz fingiert das Recht, nämlich die Mitgliedschaft, durch seine Verbriefung als eine Sache. Folglich gelten allein die sachenrechtlichen Grundsätze, wonach eine Übertragung lediglich nach den §§ 929 ff. BGB möglich ist. Dass durch die Urkunde ein Recht verkörpert wird, führt nicht zu einer anderen Beurteilung. Auch das Eigentum an einer beweglichen Sache ist ein Recht und wird doch nach dem deutschen Zivilrecht allein nach den grundlegenden sachenrechtlichen Vorschriften der §§ 929 ff. BGB übertragen. Eine Übertragung durch bloße Abtretung des Rechts nach den §§ 398 ff. BGB ist auch hier konstruktiv nach einhelliger Meinung abzulehnen.

Anders als die Inhaberaktie wird die *Namensaktie* als ein geborenes Orderpapier (§ 68 Abs. 1 AktG) durch Indossament übertragen<sup>337</sup>. Wie auch sonst bei Orderpapieren bewirkt das Indossament allein aber noch keinen Rechtsübergang. Hinzukommen muss die Übertragung des Eigentums an der indossierten Urkunde durch Einigung und Übergabe (§ 929 S. 1 BGB) oder eines der Übergabesurrogate (§§ 929 S. 2, 930, 931 BGB)<sup>338</sup>. Bei der Einbeziehung der Namensaktien in den Effekten giroverkehr spielt allerdings die Übertragung durch Indossament weiter keine Rolle, da Namensaktien allein bei Blankoindossierung börsenfähig sind (§ 26 Abs. 1 BörsBed). Auch die Sammeldepotfähigkeit von Namensaktien (§ 5 Abs. 1 S. 1 DepotG) hängt von einer Blankoindossierung ab (§ 46 Abs. 1 AGB der Wertpapiersammelbanken<sup>339</sup>). Aufgrund der erfolgten Blankoindossierung werden im Rahmen des Effekten giroverkehrs Namensaktien praktisch wie Inhaberaktien lediglich durch Einigung und Übergabe der Urkunde nach den §§ 929 ff. BGB übertragen<sup>340</sup>. Die bloße Übertragung der Aktienurkunde führt hier aber ebenso wie bei der Inhaberaktie zum Erwerb der verbrieften Rechtsposition. Auch hier folgt mithin das Recht aus dem Papier dem Recht am Papier.

Ob anders als Inhaberaktien Namensaktien darüber hinaus auch allein durch Abtretung des in ihnen verbrieften Rechts übertragen werden können, obgleich die Übertragung der Namensaktie nicht

<sup>336</sup> *Baumbach/Hefermehl*, Wechselgesetz und Scheckgesetz, WPR, 2000, Rdnr. 52; *Hueck/Canaris*, 12. Aufl., § 2 III 3 a (S. 24); *Zöllner*, Wertpapierrecht, § 2 II 1b (S. 10); *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 8; a. A. *Jacobi*, Die Wertpapiere, S. 493; *Lutter-Kölner Kommentar*, Anh. § 68 Rdnr. 15; *Brändel-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 10 Rdnr. 36.

<sup>337</sup> Zur Übertragung durch Abtretung vgl. *Richardi*, Wertpapierrecht, § 34 II 2 (S. 244); *Zöllner*, Wertpapierrecht, § 29 II 2 (S. 183), § 14 I 2 (S. 86) m.w.N.

<sup>338</sup> *Schlegelberger/Quassowski*, AktG 1937, § 61 Anm. 5; *Lutter-Kölner Kommentar*, Anm. 7(n); *Barz-Aktiengesetz*, Großkommentar, 3. Aufl., Anm. 4(n).

<sup>339</sup> Abgedruckt bei *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/378 ff.

<sup>340</sup> *Hueck/Canaris*, Recht der Wertpapiere, § 8 VI 1 (S. 97); *Zöllner*, Wertpapierrecht, § 14 I 1d (S. 86); vgl. Art. 14 Abs. 2 Nr. 3 WG.

ohne Indossament möglich ist, kann hier dahinstehen. Denn da für den Effekten giroverkehr nur blankoindossierte Namensaktien zugelassen sind, scheidet hier eine Übertragung des Papiers durch bloße Abtretung des verkörperten Rechts von vorneherein ebenso aus wie bei Inhaberaktien.

## 2. Übertragung nach depotrechtlichen Sondervorschriften

Neben der Übertragung nach den §§ 929 ff. BGB ist bei Effekten aber auch eine Übertragung nach § 24 Abs. 1, 2 DepotG möglich. Danach erwirbt der Kunde, der den Kaufauftrag gegeben hat, Miteigentum an dem Sammelbestand der Wertpapierbank mit Eintragung eines entsprechenden Übertragungsvermerks im Depotbuch des Kommissionärs bzw. des Kreditinstituts, welches das Festpreisgeschäft ausführt (vgl. § 31 DepotG), soweit nicht das Eigentum bereits zu einem früheren Zeitpunkt nach den Bestimmungen des bürgerlichen Rechts auf den Auftraggeber übergegangen ist. Die Auffangnorm des § 24 DepotG bewirkt mithin, dass der Kunde jedenfalls mit dem Übertragungsvermerk im Depotbuch Miteigentum an dem Girosammelbestand erhält. Die Eintragung des Übertragungsvermerks im Depotbuch führt nicht zu einem rechtsgeschäftlichen, sondern zu einem gesetzlichen Erwerb, der an einen Realakt anknüpft, und bei dem folglich die Möglichkeit gutgläubigen Erwerbs ausscheidet<sup>341</sup>.

## II. Das Recht der Aktienübertragung in den USA

Auch in den USA ist die Streifenbandverwahrung weitgehend von der Girosammelverwahrung abgelöst worden<sup>342</sup>. Anders als in Deutschland werden die Aktien aber nicht lediglich von einem einzigen Zentralverwahrer, sondern bei verschiedenen Wertpapiersammelbanken aufbewahrt<sup>343</sup>. Seit den im Jahre 1994 vorgenommenen Änderungen des § 8 des US-amerikanischen Modellhandelsgesetzbuches, des *Uniform Commercial Code (UCC)*, der die Vorschriften über die Übertragung vertretbarer Wertpapiere enthält, wird ferner anders als in Deutschland regelungstechnisch unterschieden zwischen dem „direkten“ System der Wertpapierinhaberschaft, -verwahrung und -verwaltung (1) und dem „indirekten“ Verwahrsystem (2)<sup>344</sup>. Die Änderungen von 1994 sind mittlerweile nicht nur in New York, sondern in fast allen Staaten übernommen worden.

<sup>341</sup> So auch die Formulierung in § 24 Abs. 2 S. 1 DepotG „soweit der Kommissionär Verfügungsberechtigter ist“, vgl. zur fehlenden Möglichkeit gutgläubigen Eigentumserwerbs gem. § 24 Abs. 2 DepotG auch *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 24 Rdnr. 26; *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., 1981, Rdnr. 1993 ff.

<sup>342</sup> Dennoch ist die Auslieferung effektiver Stücke in den USA wesentlich verbreiteter.

<sup>343</sup> Das größte und bedeutendste Sammelverwahrinstitut ist aber die DTC.

<sup>344</sup> Zu den Gründen, die zu dieser regelungstechnischen Differenzierung geführt haben vgl. Prefatory Note zu Revised Art. 8 (1994) (investment securities), in: *Uniform Laws Annotated, Uniform Commercial Code, Volume 2C, 1991, Cumulative Annual Pocket Part, For Use in 1999-2000*, S. 50.

## 1. Das direkte Verwahrsystem

Das direkte Verwahrsystem (*direct holding system*) ist dadurch gekennzeichnet, dass der Wertpapierinhaber eine direkte Beziehung zu dem Emittenten unterhält. Dies ist dann der Fall, wenn er entweder selbst im Besitz von Inhaberpapieren ist oder, soweit es sich um die in den USA vorherrschenden *registered shares* handelt, als Aktionär in den Büchern des Emittenten eingetragen ist<sup>345</sup>, wobei in diesem Fall die Urkunde bei einer Wertpapiersammelbank hinterlegt ist. Ebenso wie im deutschen Recht ist zur Übertragung der Aktien hier grundsätzlich die Übergabe (*delivery*) der Urkunde erforderlich (§ 8-301 (a) (1) *UCC*)<sup>346</sup>. Doch kann die Übergabe ebenfalls durch Übergabesurrogate ersetzt werden. Bei *registered shares*, die den deutschen Namensaktien vergleichbar sind, ist neben der Übergabe bzw. einem der Übergabesurrogate ein Indossament (*endorsement*) weitere Voraussetzung der Übereignung des Papiers und damit des verbrieften Rechts<sup>347</sup>. Neben dem *special endorsement*, das heißt einem Indossament an eine bestimmte Person, ist auch hier eine Blankoindossament möglich. Als ein Blankoindossament gilt sowohl ein Indossament an den Inhaber als auch die bloße Unterschrift auf der Rückseite der Urkunde. Die Übertragung der Aktien im direkten Verwahrsystem entspricht somit im Wesentlichen der Übertragung von Aktien nach §§ 929 ff. BGB im deutschen Recht. Auch hier folgt das Recht aus dem Papier dem Recht am Papier.

## 2. Das indirekte Verwahrsystem

Im indirekten oder mittelbaren Verwahrsystem (*indirect holding system*) unterhält der wirtschaftliche Wertpapierinhaber (*beneficial owner*) keine direkte Beziehung zu dem Emittenten. Eine solche besteht lediglich zwischen der Gesellschaft und denjenigen, die in den Büchern der Gesellschaft als Aktieninhaber eingetragen sind, in aller Regel den Wertpapiersammelbanken. Die Identität der Wertpapieranleger ergibt sich demgegenüber nicht aus den Registern der Emittenten. Die Wertpapiersammelbanken vermitteln die Beziehung zu den eigentlichen Wertpapieranlegern. Sie führen ihrerseits Bücher über deren Namen. Die Identität der Anleger ergibt sich nur aus der Kette der sämtlichen Eintragungen. Während in den Registern der Emittenten nur die Wertpapiersammelbanken eingetragen sind, ergeben sich die Namen der Banken und Broker, die Mitglieder der jeweiligen Sammelbank sind, aus den Büchern der einzelnen Sammelbanken. Erst aus den Aufzeichnungen der Banken und Broker wird die Identität der Anleger ersichtlich<sup>348</sup>.

<sup>345</sup> Vgl. Prefatory Note zu Revised Art. 8 (1994) (investment securities), in: Uniform Laws Annotated, Uniform Commercial Code, Volume 2C, 1991, Cumulative Annual Pocket Part, For Use in 1999-2000, S. 50.

<sup>346</sup> Vgl. etwa in re Paragon Securities Co., 26 *UCC Rep. Serv.* 489, 599 F. 2d 551 (C.A.3 1979); United States v. Doyle, 29 *UCC Rep. Serv.* 1377, 486 F. Supp. 1214 (D. Minn. 1980); in re Interstate Stores, Inc., 5 *UCC Rep. Serv.* 2d 161, 830 F.2d 16 (C.A. 2 1987).

<sup>347</sup> Vgl. zum Indossament §§ 8-102 (a) (11), 8-107, 8-304 *UCC*.

<sup>348</sup> Prefatory Note zu Revised art. 8 (1994) (investment securities), in: Uniform Laws Annotated, Uniform Commercial Code, Volume 2C, 1991, Cumulative Annual Pocket Part, For Use in 1999-2000, S. 49 f.

### 3. Kapitel

In rechtlicher Hinsicht besteht der wesentliche Unterschied des indirekten zum direkten Verwahrsystem darin, dass der Aktieninhaber kein Eigentum an den erworbenen Wertpapieren, den Urkunden also, erhält, sondern Inhaber eines durch die Änderungen des *UCC* neu geschaffenen Rechtes wird, des sogenannten *security entitlement*<sup>349</sup>. Darunter versteht man diejenige Rechtsposition, die der Investor durch die Gutschriftsbuchung<sup>350</sup> des Verwahrers an den auf dem betreffenden Konto verbuchten Aktien erwirbt. Anders als beim direkten Verwahrsystem und bei der Effektenübertragung im Effekten giroverkehr im deutschen Recht erhält der Investor zwar keine (Voll-) Eigentümerstellung (*ownership*) an den für ihn verbuchten Vermögenswerten; er erlangt aber eine Position, welche ihm das Recht einräumt, die mit diesen Werten verbundenen Rechte auszuüben<sup>351</sup>. Somit lässt sich die Position des Anlegers (*entitlement holder*) als wirtschaftliche Eigentümerstellung (*beneficial ownership*) charakterisieren. Insbesondere ist der Verwahrer gesetzlich verpflichtet, die mit den Aktien verbundenen Mitgliedschaftsrechte, so auch die Stimmrechte, nach Weisung des *entitlement holder* auszuüben bzw. den Inhaber des *security entitlement* in die Lage zu versetzen, diese Rechte selbst geltend zu machen<sup>352</sup>. Beim Erwerb von Aktien im indirekten Verwahrsystem erhält mithin der Investor anders als im direkten Verwahrsystem und anders als in Deutschland kein Miteigentum an einem Sammelbestand, sondern lediglich eine schuldrechtliche Position, das sogenannte *security entitlement*. Und der Rechtserwerb erfolgt durch eine Gutschriftsbuchung seitens der die Aktien verwahrenden Sammelbank. Hier zeigt sich mithin ein deutlicher Unterschied zum deutschen Recht, wo für die Übertragung von Effekten immer noch die sachenrechtliche Konstruktion mit Hilfe der §§ 929 ff. BGB beibehalten wird, was eine rechtliche Gleichbehandlung der Aktienübertragung erlaubt, unabhängig von der jeweiligen Verwahrstufe.

<sup>349</sup> Vgl. § 8-102 (a) (17) *UCC* i.V.m. § 8-501 (b) (1) *UCC*.

<sup>350</sup> Außer durch Gutschriftsbuchung (§ 8-501 (b) (1) *UCC*) erwirbt der Investor noch in zwei weiteren Fällen ein „*security entitlement*“; vgl. dazu Official Comment zu § 8-501 in: Uniform Laws Annotated, Uniform Commercial Code, Volume 2C, 1991, Cumulative Annual Pocket Part, For Use in 1999-2000, S. 136.

<sup>351</sup> Voraussetzung ist, dass die Gutschriftsbuchung auf einem „*securities account*“ erfolgt, dessen Charakteristikum gem. § 8-501 (a) *UCC* gerade darin besteht, dass derjenige, der das Konto führt, sich dazu verpflichtet hat, den Kontoinhaber als diejenige Person zu behandeln, die zur Ausübung der Rechte befugt ist, die mit den auf dem Konto verbuchten Vermögenswerten verbunden sind.

Obwohl nicht alle Formen von Vereinbarungen, die von § 8-501 (a) *UCC* erfasst werden, zu bestimmen sind, steht fest, dass einige Gestaltungsformen in den Anwendungsbereich der Vorschrift fallen; *Hawkland/Rogers*, 1920-Uniform Commercial Code series, Revised Article 8, Investment Securities, § 8-501, Official Comment führt dazu aus: „As the securities business is presently conducted, several significant relationships clearly fall within the definition of a securities account, including the relationship between a clearing corporation and its participants, a broker and customers who leave securities with the broker, and a bank acting as securities custodian and its custodial customers.“

<sup>352</sup> Vgl. § 8-505 *UCC* und § 8-506 *UCC*.

### § 10 Die früheren Grundsätze internationalprivatrechtlicher Anknüpfung beim Effektenverkehr vor der Etablierung grenzüberschreitender Sammelbestände und gegenseitiger Kontenverbindungen

Im Folgenden geht es zunächst um die Frage, welche Anknüpfungspunkte im deutschen und im US-amerikanischen internationalen Privatrecht zu der Zeit maßgebend waren, als Aktien deutscher Gesellschaften in den USA und Aktien US-amerikanischer Gesellschaften in Deutschland belegen waren, ohne dass grenzüberschreitende Sammelbestände und gegenseitige Kontenverbindungen bestanden.

Wenn eine in Deutschland belegene Aktie einer US-amerikanischen Gesellschaft, oder umgekehrt eine in den USA belegene Aktie einer deutschen Gesellschaft, übertragen werden soll, könnte man auf den ersten Blick meinen, im Rahmen des internationalen Privatrechts komme es für die Bestimmung der maßgeblichen Rechtsordnung allein darauf an, nach welcher Rechtsordnung sich die Übertragung der Urkunde richtet. Dabei würde aber nicht berücksichtigt, dass das Wertpapier kollisionsrechtlich in seine konstitutiven Teile, die verbriefende Sache hier und das verbrieftete Recht da, aufgespalten wird. Es ist demgemäß zu unterscheiden zwischen dem Wertpapiersachstatut, welches das Papier in sachenrechtlicher Hinsicht beherrscht, und dem Statut des verbrieften Rechts, dem Wertpapierrechtsstatut, welches als Hauptstatut gilt. Dieses Wertpapierrechtsstatut entscheidet über die Frage, ob die Urkunde überhaupt ein Wertpapier darstellt<sup>353</sup> sowie ob und gegebenenfalls inwieweit das verbrieftete Recht durch das Eigentum am Papier, durch ein beschränktes dingliches Recht daran oder durch den Besitz daran beeinflusst wird<sup>354</sup>, insbesondere, ob die Verfügung über das verbrieftete Recht, seine Veräußerung oder Belastung durch eine Verfügung über die verbriefende Sache, das Wertpapier also, erfolgt<sup>355</sup>. Andererseits bestimmt sich nach dem Wertpapiersachstatut, welche Voraussetzungen zur Übereignung der Urkunde erfüllt sein müssen.

Zunächst gilt es zu klären, welches Recht auf den Übertragungsvorgang der Aktienurkunde in Deutschland und den USA anzuwenden ist. Anschließend ist auf die Rechtswirkung der Übertragung hinsichtlich des in der Urkunde verbrieften Rechts einzugehen, immer im Rahmen einer Situation, in der es keine grenzüberschreitenden Sammelbestände und gegenseitigen Kontenverbindungen gibt.

---

<sup>353</sup> Stoll-Staudinger, Int. SachR, Rdnr. 412; Kegel/Schurig, Internationales Privatrecht, 2000, § 19 II (S. 664); Einsele, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 398.

<sup>354</sup> Stoll-Staudinger, Int. SachR, Rdnr. 417.

<sup>355</sup> RGZ 119, 215 (216); OLG Düsseldorf BB 1954, 331 (obiter); v. Bar, FS für Lorenz, 1991, 294; Stoll-Staudinger, Int. SachR, Rdnr. 417; Lüderitz-Soergel, EGBGB, Art. 38, Anh. II Rdnr. 15.

## I. Anknüpfungspunkt für in Deutschland belegene US-amerikanische Aktien

In Deutschland erwirbt der regelmäßig deutsche Aktionär (Mit-) Eigentum am Sammelbestand, in den die von ihm erworbenen Aktien einbezogen sind, was als sachenrechtliche Konstruktion des Effektengiroverkehrs bezeichnet wird. Rechtlich wird die bloße Umbuchung bei der Wertpapier-sammelbank daher immer noch als Einigung und darüber hinaus auch als Übergabe der Urkunde gewertet.

### 1. Anknüpfungspunkt nach deutschem Recht

Welches Recht auf die Übertragung von US-amerikanischen Aktien anzuwenden ist, die in Deutschland belegen sind, richtet sich nach den Kollisionsnormen des deutschen internationalen Privatrechts (IPR) für die Übertragung von Urkunden. Da Urkunden als bewegliche Sachen angesehen werden, gelten die allgemeinen Regeln des internationalen Sachenrechts<sup>356</sup>. Vor dem Inkraft-treten des Gesetzes zum Internationalen Privatrecht für außervertragliche Schuldverhältnisse und Sachen (IPR-Gesetz) vom 21.5.99, also vor dem 01.6.99, fehlte hierzu in Deutschland eine gesetzli-che Kodifikation. Es war aber schon damals der Grundsatz anerkannt, dass über alle sachenrechtli-chen Fragen, also auch über den Erwerb und Verlust des Eigentums, dasjenige Recht heranzuziehen war, welches am Lageort der betroffenen Sache zum Zeitpunkt der Verwirklichung der fraglichen juristischen Tatsache galt (*lex cartae sitae*)<sup>357</sup>. Der BGH maß diesem Grundsatz sogar gewohnheits-rechtlichen Rang bei<sup>358</sup>. Durch das IPR-Gesetz wurde dieser Grundsatz in Art. 43 Abs. 1 EGBGB kodifiziert<sup>359</sup>, so dass weiterhin an das Recht des Lageortes der Sache anzuknüpfen ist. Für die Ü-bertragung US-amerikanischer Aktien, die in Deutschland verwahrt werden, bedeutet dies, dass nach deutschem IPR ausschließlich deutsches Recht zur Anwendung gelangt, unabhängig davon, wo das Kausalgeschäft vorgenommen wurde.

Allerdings wird die Ansicht vertreten, dass die Verknüpfung von Papier und Sache bei der *Namens-*aktie, worum es sich bei den amerikanischen Aktien stets handelt, nach deutschem Recht nicht aus-reicht, um nach dem Grundsatz der *lex cartae sitae* deutsches Recht anzuwenden. Da nämlich bei der Namensaktie Einigung und Übergabe für eine Übertragung nicht ausreiche, sondern darüber hinaus ein Indossament erforderlich sei, müsse sich der Übergang der verkörperten Mitgliedschaft

<sup>356</sup> Einsele, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 399; Stoll-Staudinger, Int. SachR, Rdnr. 264.

<sup>357</sup> Vgl. nur Kreuzer-Münchener Kommentar zum BGB, Nach Art. 38 Anh. I, Rdnr. 119; Hoffmann, Internationales Privatrecht, 2002, § 12 Rdnr. 14; Stoll-Staudinger, Int. SachR, Rdnr. 413; BGHZ 39, 173 = NJW 1963, 1200; BGH WM 1967, 1198; 1980, 410 (411); BGHZ 100, 321 (324) = NJW 1987, 3077 (3079); KG NJW 1988, 341; OLG Koblenz RiW 1989, 384 (386); BGH BB 1989, 2216 = NJW 1989, 2542 (2543); BGH IPRax 1996, 39 (40); Stoll-Staudinger, Int. SachR, Rdnr. 123; Heldrich-Palandt, BGB, EGBGB Art. 43 EGBGB, Rdnr. 1.

<sup>358</sup> Vgl. nur BGH NJW 1996, 2233 (2234); BGH NJW 1995, 58 (59).

<sup>359</sup> BGBl. 1026; vgl. zur Entstehungsgeschichte des IPR-Gesetzes, Heldrich-Palandt, BGB, EGBGB Vorb. v. Art. 38, Rdnr. 1 sowie Vorb. v. Art. 43 Rdnr. 1; zur Kodifikation Spickhoff, NJW 1999, 2209 (2209 ff.); Pfeiffer, NJW 1999, 3674 (3677).



### 3. Kapitel

nach dem Recht bemessen, welches auch für die Organisation der betreffenden Gesellschaft maßgebend sei<sup>360</sup>, hier also nach amerikanischem Recht. Eine Auseinandersetzung mit dieser Meinung kann hier aber unterbleiben, da börslich gehandelte Aktien stets blankoindossiert sind. Demnach sind börslich gehandelte Namensaktien ebenso wie Inhaberpapiere zu übertragen<sup>361</sup>. Das bedeutet, dass auch in diesem Fall die *lex cartae sitae* für den Erwerb der in der Aktie verbrieften Mitgliedschaft maßgebend ist, und damit deutsches Recht.

Für den Erwerber der Urkunde, den Anleger also, hat der Eigentumserwerb der Urkunde aber nur dann Bedeutung, wenn er gleichzeitig das verbrieftete Recht erhält oder zumindest als Rechtsinhaber gilt. Ob und wie weit das verbrieftete Recht durch das Eigentum am Papier aber beeinflusst wird, ob also das Recht „aus dem Papier“ dem Recht „an dem Papier“ folgt, bestimmt sich nach dem Wertpapierrechtsstatut<sup>362</sup>. Nach den allgemeinen Regeln des deutschen Internationalen Privatrechts (IPR) bestimmt sich das Wertpapierrechtsstatut nach dem Recht, das auf die in dem Wertpapier verbrieften Rechtsverhältnisse Anwendung findet<sup>363</sup>. Sind in dem Wertpapier Mitgliedschaftsrechte einer Gesellschaft verbrieft, so entspricht das Wertpapierrechtsstatut dem Gesellschaftsstatut (*lex societatis*). Dieses bestimmt sich grundsätzlich – da eine ausdrückliche Kollisionsnorm im EGBGB fehlt – nach ungeschriebenem autonomem, das heißt nicht staatsvertraglichem deutschem IPR. Danach ist mit der Rechtsprechung und der im Schrifttum h. M. an den effektiven Verwaltungssitz der Gesellschaft anzuknüpfen<sup>364</sup>. Von den Regeln des deutschen internationalen Gesellschaftsrechts kann aber nach Art. 3 Abs. 2 S. 1 EGBGB durch Staatsverträge abgewichen werden. Ein solcher Staatsvertrag besteht zwischen der BRD und den USA in Form des Freundschafts-, Handels- und Schifffahrtsvertrages<sup>365</sup> mit der Folge, dass zur Bestimmung des Gesellschaftsstatutes an den Gründungsort und nicht den Verwaltungssitz der Gesellschaft anzuknüpfen ist<sup>366</sup>. Der Gründungsort US-amerikanischer Gesellschaften liegt aber so gut wie immer in den USA, so dass hinsichtlich des Wertpapierrechtsstatuts US-amerikanisches Recht anzuwenden ist. Das US-amerikanische Recht erkennt den Eigentumsübergang nach deutschem Recht an und verknüpft auch in seinem internatio-

<sup>360</sup> *Hefermehl/Bungeroth*-Geßler, Aktiengesetz, § 68 Rdnr. 193; *Schnorr/v. Carolsfeld*, DNotZ 1963, 404 (421); *Lutter-Kölner Kommentar*, Anh. § 68 Rdnr. 31.

<sup>361</sup> *Stoll-Staudinger*, Int. SachR, Rdnr. 423; *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 400; *Kreuzer-Münchener Kommentar zum BGB*, Nach Art. 38 Anh. I, Rdnr. 124.

<sup>362</sup> *RGZ* 119, 215 (216); *OLG Düsseldorf* BB 1954, 331 (obiter); v. *Bar*, Festschrift für Lorenz, 1991, S. 294; *Stoll-Staudinger*, Int. SachR, Rdnr. 417; *Soergel-Kegel*, BGB 11. Aufl. 1984, vor Art. 7 EGBGB, Rdnr. 559.

<sup>363</sup> *Stoll-Staudinger*, Int. SachR, Rdnr. 415; *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 398; *BGHZ* 108, 353-363 (356).

<sup>364</sup> *BGHZ* 97, 269-273 (271f.); *BGH* in *NJW* 95, 1032; *BGH* in *NJW* 96, 55; st. Rspr.; *Großfeld-Staudinger*, Int. GesR, Rdnr. 72; *Ebenroth-Münchener Kommentar zum BGB*, Nach Art. 10 EGBGB, Rdnr. 177 ff.; a. A. die sogenannte Gründungstheorie *Knobbe-Keuk*, *ZHR* 1990, 325 (325).

<sup>365</sup> Freundschafts-, Handels- und Schifffahrtsvertrag zwischen der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika vom 29.10.1954, BGBl. 1956 II, 488; Vgl. dazu allgemein auch den Aufsatz von *Horn*, FS für Lüderitz, S. 303 ff.

<sup>366</sup> Vgl. Art. XXV Abs. 5 S. 2 des Freundschafts-, Handels- und Schifffahrtsvertrages zwischen der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika vom 29.10.1954, BGBl. 1956 II, 488.

nenalen Privatrecht das Wertpapiersachstatut mit dem Wertpapierrechtsstatut, entsprechend der Formel: Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier. Mithin ist nach deutschem IPR mit der Übertragung der Urkunde nach deutschem Recht auf dem Weg über die Einbeziehung des US-amerikanischen IPR auch das in ihr verbrieftete gesellschaftliche Mitgliedschaftsrecht auf den Erwerber übergegangen.

## 2. Anknüpfungspunkt nach US-amerikanischem Recht

Wie die deutsche Rechtsordnung unterscheidet auch das US-Recht in seinem Internationalen Privatrecht zwischen dem Wertpapierrechtsstatut und dem Wertpapiersachstatut. Und ebenso gilt dort nach § 8-110 (c) *UCC* für die Übertragung der Urkunde die *lex rei sitae (law of situs)*<sup>367</sup>. Soweit also US-amerikanische Aktien in den deutschen Effektengiroverkehr einbezogen sind, und deutsche Aktionäre Miteigentum an einem Sammelbestand erwerben, bestimmt sich mithin die Übertragung der Urkunden aufgrund des Wertpapiersachstatuts auch *nach US-amerikanischem internationalen Privatrecht* nach der *lex cartae sitae*. Demnach gelangt auch hier deutsches Recht zur Anwendung; die Übertragung der Urkunden richtet sich nach den §§ 929 ff. BGB.

Diese Vorschriften sind aber – wie auch im deutschen Recht – nur dann von Bedeutung, solange der Anleger beim Kauf einer Aktie Eigentümer des Papiers wird. Auch hier stellt sich deshalb wiederum die Frage, ob der deutsche Aktionär der US-amerikanischen, in Deutschland verwahrten Aktie mit der Übertragung der Urkunde auch die Rechte aus dem Papier erhält. Das Wertpapierrechtsstatut bestimmt sich nach dem Recht, das gemäß den allgemeinen Regeln des IPR auf die in dem Wertpapier verbrieften Rechte Anwendung findet. Bei der Verbriefung von Mitgliedschaftsrechten richtet sich das Wertpapierrechtsstatut ebenfalls nach dem Freundschafts-, Handels- und Schiffsvertrages, dessen Regelung der bei Fehlen einer zwischenstaatlichen Vereinbarung in den USA geltenden Gründungstheorie<sup>368</sup> inhaltlich entspricht. Danach wird in der Mehrzahl der Fälle US-amerikanisches Recht zur Anwendung gelangen, wonach das Recht aus dem Papier dem Recht am Papier folgt. Auch hier verweist das Wertpapierrechtsstatut somit auf das Wertpapiersachstatut. Nach US-amerikanischem Recht kommt daher im Ergebnis ebenfalls deutsches Recht zur Anwendung.

---

<sup>367</sup> Dennoch hat die Situs-Regel im Sinne einer zwingenden Anknüpfung an das Recht des Belegenheitsortes im amerikanischen Kollisionsrecht schon deshalb eine andere Bedeutung wie im deutschen internationalen Privatrecht, weil mit der Wahl des auf den „sale“ anwendbaren Rechts im Grundsatz sowohl die Frage entschieden wird, welches Recht auf die vertragsrechtlichen Wirkungen des „sale“ als auch auf dessen eigentumsrechtliche Wirkungen Anwendung findet. Letztlich ist nach amerikanischem Recht der Lageort der Sache nur deshalb entscheidend, weil eine Rechtswahlvereinbarung der Vertragsparteien bei Übertragungen von Mobilien einschließlich der Übertragung von Wertpapieren im Verhältnis zu Dritten keine Geltung beanspruchen kann.

<sup>368</sup> Vgl. *UCC* § 8-110 (a) und § 8-110 (d); beachte aber auch die Ausnahmen in § 8-110 (d).

US-amerikanische *registered shares*, die in Deutschland belegen sind, werden also ebenso wie nach deutschem IPR auch nach dem internationalen Privatrecht der USA gemäß den Vorschriften des deutschen Rechts übertragen. Auch hiernach bewirkt die Übertragung der Urkunde zugleich den Übergang der Rechtsinhaberschaft.

## II. Anknüpfungspunkt für in den USA belegene deutsche Aktien

Hinsichtlich der Übertragung deutscher Aktien, die in den USA belegen sind, ist zwischen dem direkten Verwahrsystem (1), bei dem der wirtschaftliche Aktionär (*beneficial owner*) zu dem Emittenten einen direkten Kontakt unterhält, und dem indirekten Verwahrsystem (2), bei dem in den Büchern der Gesellschaft ein Dritter zwischengeschaltet ist, zu unterscheiden.

### 1. Die Übertragung im Direkten Verwahrsystem

Für den Fall, dass deutsche Aktien in den USA belegen sind und übertragen werden sollen, wie dies in den USA nur noch im direkten Verwahrsystem der Fall ist, gelten wiederum Wertpapierrechts- und Wertpapiersachstatut.

Was zunächst die Beurteilung bei Anwendung des *US-amerikanischen IPR* angeht, so kommt erneut die *lex cartae sitae* und damit insoweit US-amerikanisches Recht zur Anwendung, da es beim „*direct holding system*“ um in den USA belegene Urkunden geht, von welchen Miteigentumsanteile übertragen werden. Was demgegenüber die gesellschaftsrechtliche Rechtsposition angeht, ist Anknüpfungspunkt nach der im Freundschafts-, Handels- und Schifffahrtsvertrag vereinbarten Gründungstheorie der Ort, an dem die Gesellschaft gegründet worden ist, in diesem Fall also Deutschland, mit der Folge, dass insoweit deutsches Recht anzuwenden ist. Da das deutsche Recht nicht nur bei Inhaberaktien, sondern auch bei blanko indossierten Namensaktien den Erwerb der gesellschaftlichen Rechtsposition an den Erwerb der Urkunde knüpft<sup>369</sup>, erwirbt der Anleger mit dem Eigentum beziehungsweise dem Miteigentumsanteil am Papier zugleich das verbriefte Recht. Das nach US-amerikanischem IPR für den Übertragungsvorgang der Urkunden berufene US-amerikanische Recht ist somit auch maßgeblich für die gesellschaftsrechtliche Rechtsposition.

Nach *deutschem IPR* kommt bei der Übertragung der Aktienurkunden im direkten Verwahrsystem die *lex cartae sitae* und damit das Recht des Belegenheitsortes zur Anwendung, also US-amerikanisches Recht. Für die Übertragung des in der Aktie verbrieften Rechts ist nach dem Freundschafts-, Handels-, und Schifffahrtsvertrag die Gründungstheorie berufen, nach der deutsches Recht zur Anwendung gelangt. Allerdings verknüpft das deutsche IPR den Erwerb der Mitglied-

---

<sup>369</sup> Siehe dazu in diesem Kapitel oben unter § 10 I 1.

schaft auch hier an den Erwerb der Urkunde, so dass sowohl für den Erwerb der Urkunde als auch für den des verbrieften Rechts nach deutschem IPR US-amerikanisches Recht anzuwenden ist.

## 2. Die Übertragung im Indirekten Verwahrsystem

Die Frage, welches Recht beim „*indirect holding system*“ anwendbar ist, lässt sich hingegen weder nach deutschem noch nach US-amerikanischem IPR unter Heranziehung der *lex cartae sitae* beantworten, da der Investor bei Übertragungen<sup>370</sup> im Rahmen des indirekten Verwahrsystems gerade kein (Mit-) Eigentum an den Aktien, sondern lediglich eine schuldrechtliche Position, das sogenannte *security entitlement*, erwirbt.

Für die Verschaffung eines *security entitlement* ist nach der US-amerikanischen internationalprivatrechtlichen Regelung des § 8-110 (e)(1)-(4) *UCC* grundsätzlich die Vereinbarung der Parteien maßgeblich. Fehlt eine solche Vereinbarung, so soll die Rechtsordnung desjenigen Staates zur Anwendung kommen, in dem aufgrund der ausdrücklichen Vereinbarung der Parteien sich die kontoführende Geschäftsstelle befindet. Ist eine ausdrückliche Regelung nicht getroffen worden, gelangt die Rechtsordnung desjenigen Staates zur Anwendung, in dem das Konto tatsächlich geführt wird – mangels Feststellbarkeit einer solchen kontoführenden Geschäftsstelle – sich die Hauptstelle des Zwischenverwahrers befindet.

Nach deutschem internationalen Privatrecht kommt es gemäß Art. 27 EGBGB ebenfalls in erster Linie auf die Vereinbarung der Parteien an, da es hier um die Übertragung eines schuldrechtlichen Anspruchs geht. Der Anwendung US-amerikanischen Rechts bei der Übertragung eines *security entitlement* steht somit nach deutschem internationalen Privatrecht nichts entgegen. Fehlt es an einer Vereinbarung, so ist Art. 28 EGBGB einschlägig, wonach das Recht desjenigen Staates anzuwenden ist, mit dem der Vertrag die engsten Verbindungen aufweist. Entscheidend ist jedoch, dass nach beiden Rechtsordnungen das anzuwendende Recht vereinbart werden kann.

## III. Zusammenfassung

Soweit grenzüberschreitende Sammelbestände und gegenseitige grenzüberschreitende Kontenverbindungen zwischen Deutschland und den USA nicht bestanden, ergaben sich bei der Einbeziehung US-amerikanischer und deutscher Aktien in die jeweilige Sammelverwahrung und den Effektengiroverkehr des anderen Landes nach alledem keine Rechtskollisionsprobleme. Sowohl Deutschland als auch die USA knüpfen internationalprivatrechtlich an die *lex cartae sitae* an, soweit es um die

---

<sup>370</sup> Der Begriff Übertragung wird i.Z.m. dem *securities entitlement* beibehalten, obwohl es sich im rechtlichen Sinne nicht um eine Übertragung handelt, da die Eigentumsverschaffung ausbleibt.

Eigentumsverschaffung an Aktien geht. Keine Schwierigkeiten ergeben sich auch aus der grundsätzlich unterschiedlichen Anknüpfung an die Gründungstheorie in den USA und die Sitztheorie in Deutschland, da die beiden Staaten in dem Freundschafts-, Handels- und Schiffahrtsvertrag die Geltung der Gründungstheorie vereinbart haben und sowohl die US-amerikanische Rechtsordnung als auch die deutsche Rechtsordnung den Erwerb des verbrieften Rechts an den Erwerb des Eigentums an der Urkunde knüpfen. Bei dem Erwerb schuldrechtlicher Positionen, wie dies beim *security entitlement* der Fall ist, stellt sich eine Problematik ebenfalls nicht. Schuldrechtliche Positionen sind nach beiden Rechtsordnungen grundsätzlich der freien Rechtswahl zugänglich.

#### **§ 11 Kollisionsrechtliche Besonderheiten beim zwischenstaatlichen Effektingiroverkehr nach der Etablierung grenzüberschreitender Sammelbestände und gegenseitiger Kontenverbindungen**

Womöglich ergeben sich Schwierigkeiten hinsichtlich des anwendbaren Recht aber beim zwischenstaatlichen Effektingiroverkehr<sup>371</sup>, nachdem nunmehr grenzüberschreitende Sammelbestände und gegenseitige Kontenverbindungen eingerichtet sind, derart, dass die im Ausland verwahrten Aktien mit denen im Inland verwahrten Papieren einen einheitlichen Sammelbestand im Sinne von § 5 Abs. 4 DepotG bilden.

##### **I. Der grenzüberschreitende Effektingiroverkehr zwischen Deutschland und den USA**

Beim grenzüberschreitenden Effektingiroverkehr zwischen Deutschland und den USA veräußert ein Teilnehmer einer deutschen Börse Aktien an einen Teilnehmer einer US-Börse oder umgekehrt. In diesem Fall sind Wertpapiersammelbanken beider Staaten beteiligt. In tatsächlicher Hinsicht läuft der Verkauf so ab, dass auf der einen Seite eine Abbuchung an dem in dem einen Staat belegenen Sammelbestand erfolgt, während auf der anderen Seite eine Zubuchung auf dem in dem anderen Staat belegenen Sammelbestand vorgenommen wird. Dies beruht auf den gegenseitigen Kontenverbindungen. Es werden daher sowohl die im Inland als auch die im Ausland verwahrten Aktien von einem solchen Geschäft betroffen. Damit stellt sich aber die Frage, welches Recht auf die jeweiligen Buchungsvorgänge anzuwenden ist. Die erfolgten Buchungen sowohl in den USA als auch in Deutschland stellen Vorgänge dar, die nach der nationalen Rechtsordnung des jeweiligen Staates ausgestaltet sind. Demzufolge besteht aber auch ein Kollisionsproblem beim Erwerb bzw. Verlust der jeweiligen Rechtsposition. Denn in Deutschland wie in den USA wird durch den Buchungsvorgang Miteigentum verschafft. Nach der *lex cartae sitae*, die sowohl im US-amerikanischen als auch im deutschen internationalen Privatrecht gilt, wie unter § 10 dieses Kapi-

---

<sup>371</sup> Siehe zum Begriff des grenzüberschreitenden Effektingiroverkehrs in diesem Kapitel oben vor § 9.

tels im Einzelnen dargestellt, ist das Recht des Belegenheitsortes anzuwenden. Da der betroffene Sammelbestand aber sowohl in Deutschland als auch in den USA belegen ist, kommen somit auch die Rechtsordnungen beider Staaten hinsichtlich des Erwerbs bzw. des Verlustes des Miteigentums zur Anwendung. Daher besteht beim grenzüberschreitenden Effektingiroverkehr ein Kollisionsproblem besonderer Art insoweit, als sowohl nach US-amerikanischem als auch nach deutschem Internationalem Privatrecht für Erwerb und Verlust des Miteigentums nebeneinander sowohl deutsches als auch US-Recht berufen ist<sup>372</sup>.

## II. Rückwirkung auf den Effektingiroverkehr innerhalb von Deutschland

Zunächst soll aber noch der Frage nachgegangen werden, ob sich die Etablierung grenzüberschreitender Sammelbestände hinsichtlich des anzuwendenden Rechts auch auf den *inländischen* Effektingiroverkehr sowohl in Deutschland als auch den USA auswirkt. Das erscheint auf den ersten Blick fernliegend, weil bei rein inländischen Aktienübertragungen der Übertragungsvorgang nicht durch Registereintragungen im Ausland, sondern nur im Inland in Form von Buchungen dokumentiert wird, da in einem solchen Fall eine Buchung nur in den Büchern der beteiligten inländischen (Wertpapier-) Banken erforderlich ist<sup>373</sup>. Häufig werden daher in diesen Fällen Buchungen bei den ausländischen Verwahrern gar nicht wahrgenommen. Dies führt aber nicht dazu, dass der Übertragungsvorgang insgesamt nur entweder deutschem oder aber US-Recht unterliegt, da *rechtlich* auch beim inländischen Effektingiroverkehr der gesamte Sammelbestand, auch soweit er im Ausland verwahrt wird, betroffen ist. Denn bei Bestehen grenzüberschreitender Sammelbestände im Rahmen gegenseitiger Kontenverbindung wird bereits bei einer Rechtsübertragung im nationalen Effektingiroverkehr innerhalb des Teilnehmerkreises einer Wertpapiersammelbank die Miteigentumsquote des Veräußerers am Sammelbestand vermindert, und zwar nicht nur am nationalen, sondern auch am ausländischen. Daher führen nicht nur solche Effektenübertragungen zu einer Änderung der Eigentumslage an dem Effektensammelbestand im Ausland, bei denen die inländische Wertpapiersammelbank Effekten im Ausland an Teilnehmer einer ausländischen Verwahrstelle überträgt. Vielmehr führt auch jede Übertragung, genauer gesagt jede Verfügung zwischen den Teilnehmern der Wertpapiersammelbank zu einer Rechtsänderung, nämlich zu einer Änderung der Miteigentumsquote am in- und ausländischen Sammelbestand. Das wird auch aus der Begründung zu § 5 Abs. 4 DepotG deutlich<sup>374</sup>. Danach ist zum Sammelbestand nach § 6 DepotG auch das im Ausland zugunsten der Wertpapiersammelbank verbuchte Guthaben zu zählen. Die Problematik der zutreffenden internationalprivatrechtlichen Anknüpfung stellt sich daher nicht nur bei transatlantischen, sondern bereits bei nationalen Wertpapiergeschäften.

<sup>372</sup> Zu dieser Problematik sogleich unten § 12 dieses Kapitels.

<sup>373</sup> So *Drobning*, FS für Zweigert, 73 (91 f.).

<sup>374</sup> Begründung zu § 5 Abs. 4 DepotG.

Uneingeschränkt gilt das allerdings nur für den deutschen Effektenverkehrsverkehr, da nur dort jedes Wertpapiergeschäft im nationalen Handel eine *Verfügung*, nämlich die Verschaffung von Miteigentum am Wertpapiersammelbestand, beinhaltet. Bei in den USA getätigten „Übertragungen“ im nationalen Effektenverkehrsverkehr im Rahmen des indirekten Verwahrsystems unter Verschaffung der Rechtsposition des *security entitlement* ist eine Eigentumsverschaffung nicht geschuldet, so dass die Eigentumsanteile am internationalen Sammelbestand nicht verändert werden. Die *lex cartae sitae* ist demnach nicht anzuwenden und ein Rechtskollisionsproblem besteht nicht. Die gleiche Problemlage wie im deutschen Recht ergibt sich aber auch im US-Recht, soweit einem US-amerikanischen Aktionär innerhalb des direkten Verwahrsystems (Mit-)Eigentum am Sammelbestand verschafft wird.

#### **§ 12 Das kollisionsrechtliche Problem bei der Errichtung grenzüberschreitender Sammelbestände und dessen Lösung mit Blick auf das deutsche Recht**

Für die Problematik, die sich daraus ergibt, dass bei Aktienübertragungen im grenzüberschreitenden Effektenverkehrsverkehr die Rechtsordnungen sowohl der USA als auch Deutschlands Geltung beanspruchen, bieten sich zwei Lösungswege an, zum einen eine Lösung unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände (I). Zum anderen ist aber auch zu erwägen, die grenzüberschreitenden Sammelbestände aufzugeben und den Effektenverkehrsverkehr völlig anders zu konstruieren (II). Die weiteren Ausführungen hierzu werden zeigen, dass dabei eine Beschränkung auf deutsches Recht ausreicht.

#### **I. Lösungen unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände**

Unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände werden zunächst Lösungen nach geltendem Gesetz erörtert (1), bevor anschließend ein eigener Lösungsweg *de lege ferenda* aufgezeigt wird (2).

##### **1. Lösungen nach geltendem Recht**

Soweit eine Lösung unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände *de lege lata* ins Auge gefasst wird, kommt zunächst die kollisionsrechtliche Vorschrift des § 17 a DepotG in Betracht (a), sodann eine Anknüpfung an den Ort der Buchung über Art. 46 EGBGB (b) und schließlich die Zulässigkeit einer Rechtswahl (c).

### 3. Kapitel

#### a) Die kollisionsrechtliche Vorschrift des § 17 a DepotG

Womöglich wurden die mit der Etablierung grenzüberschreitender Sammelbestände verursachten Probleme des anwendbaren Rechts bei der Aktienübertragung durch bloße Umbuchung bereits mit der Einführung des § 17 a in das Depotgesetz gelöst. Diese Regelung wurde durch das Gesetz zur Änderung insolvenzrechtlicher und kreditwesentlicher Vorschriften vom 8.12.1999 in das Depotgesetz aufgenommen<sup>375</sup>. Ihr zufolge richtet sich die Übertragung der Aktien, die mit rechtsbegründender Wirkung in ein Register eingetragen oder auf einem Konto verbucht werden, nach dem Recht desjenigen Staates, unter dessen Aufsicht das Register geführt wird, oder in dem sich die kontoführende Hauptstelle befindet.

Fraglich ist jedoch bereits, ob diese Regelung überhaupt anwendbar ist. Einhellig abgelehnt wird die Anwendbarkeit des § 17 a DepotG für den Fall, dass Aktien außerhalb des Effektengiroverkehrs übertragen werden. Unbestritten anwendbar ist die Regelung hingegen für Aktienübertragungen im Effektengiroverkehr, also für den hier zu untersuchenden Fall, soweit Aktien im *nationalen Effektengiroverkehr* übertragen werden und die einzelne Aktie mit rechtsbegründender Wirkung in ein Register eingetragen ist.

Als „Ort“ der geforderten rechtsbegründenden Registereintragung kommt das Aktienregisters der Gesellschaft in Betracht. Allerdings kommt der Eintragung im deutschen Recht keine rechtsbegründende Wirkung in dem Sinne zu, dass der Erwerb der Aktie daran gebunden wäre. Sie ist lediglich im Hinblick auf die Legitimation des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft von Bedeutung. Da § 17 a DepotG aber eine rechtsbegründende Wirkung der Eintragung voraussetzt, findet die Vorschrift insoweit keine Anwendung.

Womöglich besitzt aber die Eintragung in die Bücher der Wertpapiersammelbank, also der Clearstream Banking AG, rechtsbegründende Wirkung. Dies erscheint äußerst zweifelhaft, soweit – wie es in Deutschland regelmäßig der Fall ist – die Sammeldepotanteile rechtsgeschäftlich gemäß den §§ 929 ff. BGB übertragen werden<sup>376</sup>. Zwar ist auch dann in der Umbuchung durch Clearstream die Annahme des dinglichen Einigungsangebots zu sehen, wobei Clearstream als Stellvertreter des Erwerbers handelt. Typischerweise hat aber die Umbuchung durch Clearstream lediglich eine die Rechtsübertragung gemäß den §§ 929 ff. BGB verlautbare, nicht hingegen – wie im Rahmen des § 17 a DepotG erforderlich – selbst rechtsbegründende Wirkung. Eine solche rechtsbegründende

---

<sup>375</sup> BGBl. I, S. 2384; dem Gesetz lag Art. 9 Abs. 2 der EG-Richtlinie vom 19.5.1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen zu Grunde, vgl. Richtlinie 98/26/EG, Abl. EG Nr. L 166/45.

<sup>376</sup> Vgl. dazu in diesem Kapitel oben unter § 9 I 1.



### 3. Kapitel

Wirkung ergibt sich lediglich im Falle des § 24 Abs. 2 DepotG<sup>377</sup> bei der Eigentumsübertragung girosammelverwarhter Effekten. Sie stellt aber nicht den Regelfall dar<sup>378</sup>. Vielmehr geschieht die Übertragung regelmäßig nach den Vorschriften des BGB. Für den inländischen Effektengiroverkehr kommt § 17 a DepotG somit nur zur Anwendung, soweit die Aktien nicht gemäß §§ 929 ff. BGB, sondern ausnahmsweise nach § 24 Abs. 2 DepotG durch die Eintragung des Erwerbers übertragen werden.

Soweit hiergegen vorgebracht wird, dass dann auch § 17 a DepotG für den „Grundfall“ des inländischen stückelosen Wertpapiergiros keine Bedeutung mehr habe<sup>379</sup>, steht einer gegenteiligen Lösung der eindeutige Wortlaut des § 17 a DepotG entgegen. Doch selbst wenn man eine rechtsbegründende Wirkung der Umschreibung annehmen wollte, wäre zweifelhaft, ob die USA die Anknüpfung nach § 17 a DepotG akzeptiert. Wenn nicht, so ergebe sich jedenfalls aus US-amerikanischer Sicht weiterhin das Problem der doppelten Rechtsanwendung nach der in den USA weiterhin gültigen *lex cartae sitae*<sup>380</sup>.

Im Bereich des *grenzüberschreitenden Effektengiroverkehrs* gelangt § 17 a DepotG nicht zur Anwendung. Bereits dem Wortlaut der Vorschrift nach ist der Fall, dass nicht lediglich eine Buchung bei einer Wertpapiersammelbank vorgenommen bzw. nicht nur ein Register geführt wird, nicht von § 17 a DepotG erfasst.

Nach alledem ist der kollisionsrechtliche Anwendungsbereich der Vorschrift äußerst gering, erstreckt er sich doch lediglich auf die Übertragung deutscher Kapitalmarktpapiere in ausländischen Rechtsordnungen, soweit dort eine Verfügung über Wertpapiere im Effektengiroverkehr erforderlich ist, womit die Anwendung der Vorschrift entscheidend von der Regelung der in Bezug genommenen ausländischen Rechtsordnung abhängt<sup>381</sup>.

<sup>377</sup> Gemäß § 24 Abs. 1, 2 DepotG erwirbt der Kunde, der den Kaufauftrag gegeben hat, mit Eintragung eines entsprechenden Übertragungsvermerks im Depotbuch des Kommissionärs bzw. des Instituts, das das Festpreisgeschäft ausführt (vgl. § 31 DepotG), Miteigentum an dem Sammelbestand der Wertpapiersammelbank. Allerdings kommt § 24 DepotG nur zur Anwendung, wenn das Eigentum nicht nach den Bestimmungen des bürgerlichen Rechts schon früher auf den Auftraggeber übergegangen ist. § 24 DepotG stellt also den spätesten Zeitpunkt des Miteigentumserwerbs des Kunden an dem Girosammelbestand dar.

<sup>378</sup> Koller, DB 1972, 1905 (1905 Fn. 73); im Anschluss hieran *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., 1981, Rdnr. 2026; *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 6, Rdnr. 91; *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/76.

<sup>379</sup> Keller, WM 2000, 1269 (1281).

<sup>380</sup> Nur der Vollständigkeit halber ist festzustellen, dass § 17 a DepotG mit Blick auf den Effektengiroverkehr in den USA ebenfalls keine Anwendung findet. Relevanz kommt diesem Gesichtspunkt deshalb nicht zu, weil – wie unter ... festgestellt – eine Rechtskollision beim nationalen Effektengiroverkehr in den USA unter Verschaffung eines *security entitlements* nicht besteht, weil im dort praktizierten indirekten Verwahrsystem der Anleger kein Eigentum an den Sammelbeständen erwirbt und somit nicht, wie § 17 a DepotG dies voraussetzt, über Wertpapiere verfügt wird.

<sup>381</sup> Anzuwenden ist § 17 a DepotG beispielsweise hinsichtlich des nationalen französischen Effektengiroverkehrs. Dort wurde das verbrieft Wertpapier zugunsten von Wertpapierrechten abgeschafft, so dass die Eintragung in den Büchern der zentralen Kontostelle rechtsbegründende Wirkung besitzt, vgl. Art. 47 bis Abs. 1 de la Loi 83-1 du

### 3. Kapitel

#### b) Anknüpfung an den Ort der Buchung über Art. 46 EGBGB

Aufgrund der Tatsache, dass die Übergabe des Papiers durch die Buchung in den Büchern der (Wertpapiersammel-) Banken ersetzt wird, bietet sich eine Anknüpfung an den Ort der Buchung an. In diesem Fall wäre also der Buchungsort, der Ort, dessen Rechtsordnung im internationalen Privatrechtsverkehr zu berücksichtigen wäre. Eine solche Anknüpfung an die Rechtsordnung des Buchungsortes könnte sich nach deutschem Internationalem Privatrecht aufgrund der Ausweichklausel in Art. 46 EGBGB ergeben. Diese Regelung ermöglicht ausnahmsweise die Anwendung derjenigen Rechtsordnung, mit der eine wesentlich engere Verbindung besteht als mit dem von den normalen Kollisionsnormen der Artt. 43-45 EGBGB berufenen Recht<sup>382</sup>. In solchem Fall soll die eigentlich berufene Rechtsordnung nicht zur Anwendung gelangen, wohl aber ausnahmsweise eine Rechtsordnung, die nach Artt. 43-45 EGBGB nicht berufen ist. Bei den hier in Betracht kommenden grenzüberschreitenden Sammelbeständen unterliegt die Übertragung der Wertpapiere nach Art. 43 Abs. 1 EGBGB sowohl US-amerikanischem als auch deutschem Recht. Dieser Fall, in dem nach Art. 43 EGBGB beide möglichen Rechtsordnungen berufen sind, wird von Art. 46 EGBGB nicht erfasst. Hinzu kommt, dass in diesen Fällen eine engere Verbindung zu einer der beiden Rechtsordnungen nicht erkennbar ist, so dass auch diese Voraussetzung des Art. 46 EGBGB nicht erfüllt ist. Über Art. 46 EGBGB lässt sich mithin nicht erreichen, dass der Ort der Buchung dafür maßgebend ist, welches Recht anzuwenden ist.

#### c) Rechtswahlmöglichkeit bei Verfügungen

Eine Rechtswahlmöglichkeit wäre konstruktiv denkbar, wenn bei der Aktienübertragung das Gewicht allein auf dem Mitgliedschaftsrecht und nicht auf der Urkunde läge. Dafür könnte der Gesichtspunkt der Zurückdrängung des Verkörperungselements beim Wertpapierhandel im Effektenverkehr sprechen. Augenfällig ist nämlich, dass es dem Inhaber einer Aktie gerade nicht um das Papier geht, sondern um das verbrieftete Recht. Zwar ist zuzugestehen, dass eine enge Verbindung zwischen dem verbrieften Recht und dem verbriefenden Papier besteht, da die Verkörperungswirkung ja gerade dadurch erreicht wird, dass das Wertpapierrechtsstatut die Übertragung des Rechts an die Übertragung der Urkunde knüpft. Letztlich ist aber das Wertpapier nur soviel wert wie das verbrieftete Recht. Welche Rechte dem Rechtsinhaber aber zustehen, bemisst sich nach der Rechtsordnung des Landes, in dem der Emittent seinen Sitz hat. Der Belegenheitsort der Urkunde ist insoweit unerheblich. Somit macht sich also bemerkbar, dass das Papier als solches wertlos ist. Entscheidend ist aber, dass das Papier seine Funktion hinsichtlich der Innehabung, Ausübung und Ü-

---

Janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne (Gesetz über die Investitionsentwicklungen und den Schutz der Anleger in der Fassung des Gesetzes 98-546 v. 2. Juli 1998). Zudem ist auch die Voraussetzung der Verfügung des § 17 a DepotG erfüllt.

<sup>382</sup> Heldrich-Palandt, BGB, Art. 46 EGBGB Rdnr. 1.

### 3. Kapitel

bertragung des Rechts wegen der zunehmenden Entmaterialisierung im Effektengiroverkehr annähernd vollständig eingebüßt hat. Es scheint somit zumindest aus diesem Gesichtspunkt heraus eine Anknüpfung an die *lex cartae sitae* bei Wertpapierübertragungen im Effektengiroverkehr nicht mehr zwingend zu sein. Demnach spricht zunächst nichts dagegen, den Fall der einheitlichen Sammelbestände im internationalen Privatrecht nicht der Belegenheit einer beweglichen Sache gleichzustellen.

Für eine zwingende Anknüpfung an die Belegenheit der Urkunde könnte aber dennoch der Gesichtspunkt des *Verkehrsinteresses* ins Feld geführt werden. Da sachenrechtliche Beziehungen meist zwischen Personen entstehen, die dort leben, wo die Sachen liegen und weil für diese Personen wichtig ist, wem die Sache gehört, wer ein beschränktes Recht an ihr hat, wer besitzt, wie man Recht oder Besitz erwirbt, verliert, überträgt oder ändert, verlangt das Verkehrsinteresse grundsätzlich nach der Geltung der *lex cartae sitae*<sup>383</sup>. Es ist aber äußerst zweifelhaft, ob bei Wertpapieren, die im Effektengiroverkehr übertragen werden, das Verkehrsinteresse die Anwendung der *lex cartae sitae* noch trägt. Zu bedenken ist dabei, dass sich die Übertragung des Eigentums an den Urkunden ausschließlich zwischen den (Wertpapiersammel-) Banken abspielt und so nur ein begrenzter Kreis mit der dinglichen Wirkung der Urkunden in Berührung kommt, so dass Dritte die von den Urkunden ausgehenden Rechtswirkungen gar nicht beachten müssen<sup>384</sup>. Des weiteren ist zu berücksichtigen, dass der spezifisch sachenrechtliche Verkehrsschutz nur dann möglich ist, wenn sowohl die betroffenen Gegenstände als auch die tatsächliche (Herrschafts-) Beziehung einer Person zu diesen Gegenständen grundsätzlich allgemein erkennbar und offenkundig sind<sup>385</sup>. Diese Voraussetzungen sind im Effektengiroverkehr nicht mehr gegeben. Es ergibt sich somit kein Grund dafür, bei der Übertragung von Wertpapieren im Effektengiroverkehr an der zwingenden Geltung der *lex cartae sitae* festzuhalten.

Die Zurückdrängung des Verkörperungselementes, die Entmaterialisierung im Effektenwesens sowie die geringe Bedeutung des Verkehrsschutzgedankens legt es daher nahe, das bei der Übertragung der Wertpapiere anwendbare Recht im internationalen Rechtsverkehr – abweichend von Art. 43 Abs. 1 EGBGB – in einer Rechtswahlvereinbarung festzulegen. Misst man jedoch der Verbriefung der Mitgliedschaft bei der Übertragung keine Bedeutung mehr bei, so darf dies dennoch nicht dazu führen, dass die bei der Übertragung von Mitgliedschaftsrechten zu beachtenden internationalprivatrechtlichen Vorschriften unberücksichtigt bleiben. Aus diesem Grund ist auch Art. 33 Abs. 2 EGBGB zu beachten, der für Forderungs- und für Mitgliedschaftsrechte Anwendung findet. Die h.

<sup>383</sup> Kegel/Schurig, Internationales Privatrecht, § 19 I (S. 661).

<sup>384</sup> Einsele, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 465.

<sup>385</sup> Einsele, JZ 1990, 1005 (1006 f.).

M. in Rechtsprechung und Literatur geht davon aus, dass Art. 33 Abs. 2 das Verfügungsgeschäft dem Statut der verbrieften Forderungsabtretung unterwirft<sup>386</sup>. Dies hat zur Folge, dass eine Rechtswahlvereinbarung hinsichtlich der Forderungsabtretung nicht mehr besteht. Zwar kommt auf diesem Wege grundsätzlich das Recht des Wertpapierrechtsstatuts zur Anwendung, was bedeutet, dass das Recht der Gesellschaft anzuwenden ist. Soweit aber das Wertpapierrechtsstatut hinsichtlich der Übertragung der Forderung bzw. der Mitgliedschaft auf das Wertpapiersachstatut verweist, ist letztlich dieses anzuwenden. Das Wertpapiersachstatut verweist seinerseits wiederum auf die *lex cartae sitae*, so dass sich im Ergebnis die gleiche Problematik wie bei der direkten Anwendung der *lex cartae sitae* ergibt. Mit der Zulassung der Rechtswahl kann die Problematik der kumulativen Rechtsanwendung über die *lex rei sitae* daher auch nicht gelöst werden.

## 2. Einführung des Security Entitlement

Kommt eine Lösung nach geltendem Gesetz nicht Betracht, hilft zur Lösung des Problems de lege ferenda womöglich ein Blick auf das US-amerikanische Recht weiter. Wie bereits ausgeführt<sup>387</sup> unterscheidet das US-amerikanische Recht bei der Wertpapierübertragung zwischen dem direkten und dem indirekten Verwahrsystem. Es ist die Frage, ob die Einführung einer dem indirekten Verwahrsystem vergleichbaren Konstruktion unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände auch in Deutschland sinnvoll wäre. Erwürbe nämlich der Anleger dann lediglich eine schuldrechtliche Position (*security entitlement*), so wäre eine Vereinbarung über das anzuwendende Recht zulässig und eine Rechtskollision zumindest bei der Übertragung im *inländischen* Effektengiroverkehr könnte vermieden werden, da die Eigentumsverhältnisse am grenzüberschreitenden Wertpapiersammelbestand hierbei nicht mehr verändert würden. Eine solche Lösung würde indessen ebenso wie die Anknüpfung an die Buchung zu kurz greifen, da jedenfalls im *grenzüberschreitenden* Effektengiroverkehr die Übertragung des Miteigentums am Sammelbestand weiterhin erforderlich wäre. Denn die in den Büchern eingetragenen *broker, dealer* oder *nominees (Cede & Co)* erwerben ihrerseits einen Miteigentumsanteil am Sammelbestand. Im grenzüberschreitenden Effektengiroverkehr wird dieser Miteigentumsanteil an die Bank übertragen, die in Deutschland in den Büchern der Clearstream Banking AG eingetragen ist.

<sup>386</sup> Vgl. *BGH* 26.11.1990, WM 1991, 193-195, 193f., mit kritischer Anm. *Ebenroth*, *BGH* EWiR Art. 33 EGBGB 1/91, 162; *BGH* 20.6.1990, RIW 1990, 670-672, 671; *OLG Köln* 26.6.1986, IPRax 1987, 239-242, 240; *BGH* 23.2.1983, *BGHZ* 87, 19-26, 21; *BGH* 28.4.1988, RIW 1988, 649-651, 650; *C.v.Bar*, *RebelsZ* 53 (1989) S. 467 f.; *ders.* IPR, Rdnr. 565f; *Kropenholler*, *Internationales Privatrecht*, § 52 VI 1 (S. 414); *Ferid*, *Internationales Privatrecht*, § 6-120 f.; *Lüderitz*, *Internationales Privatrecht*, Rdnr. 298; *Martiny-Münchener Kommentar zum BGB*, Art. 33 EGBGB Rdnr. 5 f.; a. A. *Einsele*, *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, S.475 ff.; *Einsele*, *ZvglRWiss* 1991, 1 (1).

<sup>387</sup> Vgl. in diesem Kapitel oben unter § 9 II.

### 3. Ergebnis

Als Ergebnis ist somit festzuhalten, dass unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände eine Lösung der Problematik nach geltendem Recht überhaupt nicht, de lege ferenda nur hinsichtlich des nationalen deutschen Effektengiroverkehrs erreichbar wäre, nämlich dann, wenn eine dem *security entitlement* vergleichbare Konstruktion auch hierzulande eingeführt würde. Nicht zu beheben ist auf diesem Weg aber die doppelte Rechtsanknüpfung beim *grenzüberschreitenden* Effektengiroverkehr an das US-amerikanische und das deutsche Recht.

## II. Lösungen unter Aufgabe der grenzüberschreitenden Sammelbestände

Ist unter Beibehaltung des Effektengiroverkehrs bei der derzeitigen Gesetzeslage für die Frage, wie die doppelte Zuordnung der Aktienübertragung zum US-amerikanischen und zum deutschen Recht aufgehoben werden kann, keine Lösung erkennbar, so sollen im Folgenden andere Möglichkeiten in Betracht gezogen werden. Der Ansatzpunkt des Verfassers besteht darin, die Aktien nicht in grenzüberschreitenden Sammelbeständen, sondern in deren Heimatland zu verwahren. Womöglich bietet dabei de lege lata eine Rückbesinnung auf eine auch schon in der Vergangenheit praktizierte Handelsform, die Zweitverbriefung über ein Inhabersammelzertifikat (1), eine Alternative für die Zukunft. In Betracht kommt aber auch, die nach geltendem Recht bei der Übertragung von Aktien im Amtlichen und Geregelten Markt erforderliche Verschaffung von Miteigentum aufzugeben; statt dessen könnte de lege ferenda ein Treuhandgiroverkehr eingeführt werden, wie er gegenwärtig bei im Freiverkehr gehandelten Aktien praktiziert wird (2).

### 1. Ausgabe eines Inhabersammelzertifikats

Bei nicht fungiblen ausländischen Aktien war es lange Zeit üblich, dem Kunden kein Miteigentum an den Originalpapieren zu verschaffen<sup>388</sup>. Statt dessen wurden für die ausländischen Aktien, die bei dieser Gestaltungsform regelmäßig im Ausland aufbewahrt wurden<sup>389</sup>, deutsche Inhaberpapiere ausgestellt, die in Deutschland im nationalen Effektengiroverkehr gehandelt wurden. Die Übertragung der zweitverbriefenden Inhabersammelzertifikate erfolgt – wie auch bei der Übertragung der Miteigentumsanteile an Globalurkunden – nach h. M. durch Einigung und Umbuchung mit der Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs. Diese Übertragung unterliegt bereits nach den Grundsätzen der *lex cartae sitae* ausschließlich deutschem Recht, da die Sammelzertifikate, welche die im Ausland belegenen US-Aktien zweitverbrieften, bei Wertpapiersammelbanken in Deutschland verwahrt

<sup>388</sup> Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass der Kunde bei der Zweitverbriefung ausländischer, nicht fungibler Werte Miteigentum an dem Inhabersammelzertifikat erwarb; vgl. dazu auch die Ausführungen im 1. Kapitel unter § 1 III.

<sup>389</sup> Vgl. *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/363.

### 3. Kapitel

werden. Die Zweitverbriefung ausländischer Aktien über das Inhabersammelzertifikat bringt daher hinsichtlich des anwendbaren Rechts keine Probleme bei der Übertragung der jeweiligen Position mit sich. Dennoch kann in dieser Form der Handelbarkeit ausländischer Aktien eine Alternative zum grenzüberschreitenden Effekten giroverkehr nicht gesehen werden. Ein erheblicher Nachteil liegt nämlich darin, dass die wirtschaftlich wünschenswerten Arbitragegeschäfte erschwert werden und die Vorteile des Handels einer *global share* verloren gehen<sup>390</sup>.

#### 2. Gestaltung als Treuhand giroverkehr

Auch beim *Treuhand giroverkehr*, der von der Wertpapiersammelbank vermittelt wird<sup>391</sup> und bei dem der deutsche Anleger eine sogenannte *Gutschrift in Wertpapierrechnung*<sup>392</sup> erwirbt, werden die Aktienurkunden ausschließlich im Heimatland der Gesellschaft verwahrt. Der Grund dafür ist, dass es bei dieser Form der Lieferbarkeit US-amerikanischer Aktien in Deutschland nicht erforderlich ist, dem Kunden Miteigentum zu verschaffen. Statt dessen verschafft die Depotbank ihrem Kunden einen lediglich schuldrechtlichen Anspruch (auftragsrechtlicher Herausgabeanspruch, § 667 BGB). Der Depotkunde erhält somit nur die wirtschaftliche Stellung eines Eigentümers<sup>393</sup>. Aktien, die in den Amtlichen oder den Geregeltten Markt einbezogen sind, können bislang nicht im Treuhand giroverkehr gehandelt werden, weil das heutige Depotgesetz von der (Mit-) Eigentümerposition des Kunden an seinen Wertpapieren ausgeht (vgl. insbesondere § 6 Abs. 1 DepotG). Die Anwendung des Treuhand giroverkehrs auch auf im Amtlichen und Geregeltten Markt notierte Aktien, würde somit eine Gesetzesänderung erforderlich machen. Begründet wird der Verzicht auf Erteilung von Sammeldepotgutschriften bzw. auf die Übertragung des Eigentums an den Aktien wie im sachenrechtlich konstruierten Effekten giroverkehr mit den unterschiedlichen Interessenlagen, einerseits bei im Amtlichen bzw. im Geregeltten Markt notierten, andererseits bei im Freiverkehr gehandelten Aktien<sup>394</sup>.

In der Regel wird bei dieser Art der Auslandsaufbewahrung die Wertpapiersammelbank als Zwischenverwahrer eingeschaltet, was bedeutet, dass die inländischen Depotbanken, die Deckungsbestände für die Gutschrift in Wertpapierrechnung im Ausland über die deutsche Wertpapiersammel-

<sup>390</sup> Vgl. dazu die Ausführungen im 1. Kapitel unter § 1 IV.

<sup>391</sup> In diesem Fall unterhalten die inländischen Depotbanken die Deckungsbestände für die WR-Gutschriften nicht unmittelbar bei der ausländischen Korrespondenzbank. Vielmehr vermittelt die Clearstream Banking AG den Kontoinhabern die WR-Gutschriften.

<sup>392</sup> Vgl. § 22 Abs. 1 DepotG, die Sondervorschriften für ausländische Wertpapiergeschäfte, sowie die AGB-WSB (Nr. 67 Abs. 1 AGB-WSB und die Nrn. 64 ff. AGB-WSB).

<sup>393</sup> *Heinsius/Horn/Than*, DepotG 1975, § 22 Rdnr. 44; *Coing*, WM 1977, 466 (470).

<sup>394</sup> Vgl. dazu *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 22, Rdnr. 23 mit Hinweis auf § 20 Rdnr. 10.

### 3. Kapitel

bank aufbewahren lassen<sup>395</sup>, bei ihr entsprechende *Guthaben in Wertpapierrechnung* unterhalten. Es besteht somit ein „zweistufiges“ uneigennütziges (fiduziarisches) Treuhandverhältnis.

Die *erste Stufe* bildet das Treuhandverhältnis zwischen der deutschen Wertpapiersammelbank und der inländischen Depotbank. Die Treuhandstellung der Clearstream Banking AG folgt aus Nr. 8 Abs. 2 ihrer Geschäftsbedingungen über den Treuhandgiroverkehr bzw. den Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte, die auch im Verhältnis der Banken untereinander gelten. Mit den Guthaben in Wertpapierrechnung können die inländischen Depotbanken Lieferverpflichtungen aus Geschäften erfüllen, die sie in der betreffenden ausländischen Wertpapiergattung mit einem anderen Kontoinhaber der deutschen Wertpapiersammelbank außerhalb des amtlichen Börsenhandels abgeschlossen haben.

Die *zweite Stufe* bildet das Treuhandverhältnis zwischen der Depotbank und dem Kunden, also dem Anleger. Rechtsgeschäftliche Grundlage der Treuhänderfunktion der inländischen Depotbank ist das zum Depotkunden bestehende Treuhandverhältnis, das einen Geschäftsbesorgungsvertrag im Sinne des § 675 Abs. 1 BGB darstellt<sup>396</sup>. Dieses Geschäftsbesorgungsverhältnis hat durch die Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte seine weitere vertragliche Ausgestaltung erfahren<sup>397</sup>. Voraussetzung für die Anwendbarkeit der in § 22 Abs. 1 S. 1 DepotG festgelegten Sonderregelung ist, dass die Wertpapiere aufgrund der Vereinbarung mit dem Kunden im Ausland angeschafft werden sollen. Diese Vereinbarung wird in den Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte (Nr. 12 Abs. 1, Abs. 2 S. 1) mit dem Depotkunden getroffen. Danach schafft die Bank die Wertpapiere im Ausland an, wenn sie als Kommissionärin Kaufaufträge im Ausland auszuführen hat oder dem Kunden im Wege eines Festpreisgeschäfts ausländische Wertpapiere verkauft, die im Inland weder an einer Börse noch außerbörslich gehandelt werden. Dasselbe gilt, wenn die ausländischen Wertpapiere in den Freiverkehr einer inländischen Börse einbezogen sind oder im Inland außerbörslich gehandelt werden, ausnahmsweise aber gleichwohl usancenmäßig im Ausland angeschafft werden<sup>398</sup>.

Ob eine Ausdehnung des Treuhandgiroverkehrs auf den Amtlichen und den Geregeltten Markt im Hinblick auf die Vorteile bei der Frage des anwendbaren Rechts zu befürworten ist, hängt davon ab,

---

<sup>395</sup> Die Aufbewahrung im Ausland durch einen Zwischenverwahrer bildet die Regel. Nur in Ausnahmefällen betrauen die Kreditinstitute damit eine eigene ausländische Geschäftsstelle, vgl. dazu Nr. 12 Abs. 2 S. 2 Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte.

<sup>396</sup> *Coing*, WM 1977, 466 (468). Bei entgeltlichem Tätigwerden ist der Treuhandvertrag ein Geschäftsbesorgungsverhältnis gemäß § 675 Abs. 1 BGB, bei Unentgeltlichkeit schlichter Auftrag im Sinne des § 662 BGB; *BGH* WM 1969, 935.

<sup>397</sup> *Heinsius/Horn/Than*, DepotG 1975, § 22, Rdnr. 26; *Coing*, WM 1977, 466 (468); *Paul*, WM 1975, 2 (4).

<sup>398</sup> Dies gilt z. B. für einige ausländische Aktien, die in den Freiverkehr einer inländischen Wertpapierbörse einbezogen worden sind, aber usancenmäßig mit WR-Gutschriften beliefert werden, die nur unter den tatbestandmäßigen Voraussetzungen des Auslandsgeschäfts i. S. d. § 22 DepotG dem Depotkunden erteilt werden dürfen.

inwieweit dem Kunden dann eine der bisher im grenzüberschreitenden Effektingiroverkehr bestehenden Rechtsposition vergleichbare Position eingeräumt wird. Dem Gedanken, den Treuhandgiroverkehr auch für den Amtlichen und den Geregelten Markt einzuführen, wird nämlich entgegen gehalten, dass der Treuhandgiroverkehr für den Kunden um ein vielfaches risikoreicher sei als eine Ermächtigungstreuhand, wie sie bei der Verschaffung von Miteigentumsanteilen im heutigen Effektingiroverkehr besteht. Dies gilt es im Folgenden zu erörtern:

#### a) Insolvenz- und vollstreckungsrechtliche Gleichwertigkeit

Zweifelhaft erscheint bereits, ob der Treuhandgeber dem (Mit-) Eigentümer insolvenz- und vollstreckungsrechtlich gleichgestellt ist. Für die Begründung eines insolvenz- und vollstreckungssicheren Treuhandeigentums wird von einem Teil des Schrifttums und der Rechtsprechung der unmittelbare Erwerb des Treuhandeigentums durch den Treuhänder (inländische Depotbank) vom Treugeber (Depotkunde) gefordert. Diesem Unmittelbarkeitsprinzip kann bei den auslandsaufbewahrten Wertpapieren nicht Rechnung getragen werden, weil der Auslandsaufbewahrung im Regelfall ein kommissionsrechtliches Ausführungs(Deckungs)geschäft der inländischen Depotbank (Einkaufskommittent) vorausgeht, bei dessen Abwicklung der Depotbank das (Mit-) Eigentum von ihrem ausländischen Verkaufskontrahenten übertragen wird<sup>399</sup>. Nach der Rechtsprechung des BGH ist jedoch zur Begründung eines insolvenz- und vollstreckungssicheren Treuhandeigentums der unmittelbare Erwerb vom Treugeber aber dort nicht erforderlich, wo der Treuhandcharakter des erworbenen Eigentums offenkundig ist – hier verdrängt das Offenkundigkeitsprinzip das sonst geltende Unmittelbarkeitsprinzip<sup>400</sup>. Dies trifft insbesondere auf – offene – Treuhandkonten zu<sup>401</sup>. Dasselbe hat für Treuhanddepots zu gelten, da es rechtlich keinen Unterschied macht, ob das Treugut in Wertpapieren oder in Forderungen besteht<sup>402</sup>. Die Depotkunden können daher Zwangsvollstreckungen von Gläubigern ihrer Bank in die Deckungsbestände für die Gutschriften in Wertpapierrechnung mit der Drittwiderspruchsklage (§ 771 ZPO) abwehren und bei einer etwaigen Insolvenz ihrer Bank Aussonderungsrechte (§ 47 InsO) bzw. die entsprechenden ausländischen Rechtsbehelfe geltend machen<sup>403</sup>. Nach den bisherigen Erfahrungen erkennt auch das Ausland den Treuhandcharakter der Deckungsbestände für WR-Gutschriften an<sup>404</sup>. Insbesondere in den USA kann der Insolvenzverwalter ein Hilfsverfahren, das sogenannte *ancillary proceeding* anstrengen, dessen Rechtsfolge

<sup>399</sup> Ein Geschäft für den, den es angeht, kommt ebenfalls nicht in Betracht, da bei der Gutschrift in Wertpapierrechnung das Kreditinstitut die ausländischen Wertpapiere im eigenen Namen und ohne Fremderwerbswillen (der Kunde soll ja kein formelles Eigentum an der Wertpapieren erhalten) erwirbt.

<sup>400</sup> *Heinsius/Horn/Than*, DepotG 1975, § 22 Rdnr. 44; *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. 1981, Rdnr. 280, 2036; *Paul*, WM 1975, 2 (4.); *Kümpel*, WM 1976, 942 (945); *W. Obermüller*, DB 1973, 1833 (1834 Fn. 32).

<sup>401</sup> *BGH* WM 1973, 895; *BGH* WM 1959, 586; *BGH* WM 1955, 372; *Coing*, FS für Cohn, 1975, 23 (23 ff.).

<sup>402</sup> Den Treugut-Charakter bejaht ausdrücklich *Coing*, WM 1977, 466 (468); vgl. weiter *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., 1981, Rdnr. 2099.

<sup>403</sup> So auch *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 430; *Heinsius/Horn/Than*, DepotG 1975, § 22 Rdnr. 44.

<sup>404</sup> *Coing*, WM 1977, 466 (469 Fn. 17); so auch *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 433.



### 3. Kapitel

die Unzulässigkeit von Einzelzwangsvollstreckungen und -befriedigungen, die Möglichkeit, Vermögen an den ausländischen Insolvenzverwalter herauszugeben oder jeden sonstigen zweckmäßigen Rechtsschutz zu gewähren (11 U.S.C. sec. 304 (b)). Das Treuhandeigentum ist somit insolvenz- und vollstreckungssicher<sup>405</sup>.

Soweit die inländische Depotbank bei dieser Auslandsaufbewahrung die deutsche Wertpapiersammelbank als Zwischenverwahrer gemäß der Nr. 12 Abs. 2 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte einschaltet, erwirbt die Wertpapiersammelbank Treuhandeigentum nach Nr. 8 Abs. 2 ihrer Geschäftsbedingungen<sup>406</sup>: dabei kommt es zu einem zweistufigen Treuhandverhältnis, wobei der Depotkunde Treugeber der zweiten Stufe ist.

#### b) Gutgläubiger Erwerb

Inwieweit ein gutgläubiger Erwerb möglich ist, setzt zunächst eine Auseinandersetzung mit der Frage voraus, wie der schuldrechtliche Lieferungsanspruch übertragen wird. Es ließe sich an die Übertragung im Wege der Abtretung denken. Ein gutgläubiger Erwerb wäre dann von vornherein nicht möglich. Die Übertragung des schuldrechtlichen Lieferungsanspruchs beim Treuhandgiroverkehr gestaltet sich aber ähnlich einer Giroüberweisung<sup>407</sup>. Der schlichten Abtretung des Lieferungsanspruchs steht in der Praxis nämlich entgegen, dass die Erfüllung des Geschäfts zunächst durch die beteiligte Depotbank vorgenommen wird, die aber wiederum häufig wechseln wird, da die einzelnen Kunden verschiedene Depotbanken mit der Anschaffung und Verwahrung von Wertpapieren im Ausland beauftragen. Bei Anwendung der Grundsätze zur Giroüberweisung stellt sich die Übertragung der schuldrechtlichen Position aber so dar, dass die überweisende Bank einen Anspruch auf Vorschuss bzw. Aufwendungsersatz gegen den Überweisenden erwirbt<sup>408</sup>. Die Empfängerbank hingegen erwirbt gegen den Überweisungsempfänger einen neuen (=originären) Anspruch gegen sich selbst, den sie durch Gutschriftsbuchung begründet<sup>409</sup>. Die Frage nach dem gutgläubigen Erwerb stellt sich daher gar nicht.

Verkehrsschutz ist aber dennoch gewährleistet. Es besteht nämlich Einigkeit darüber, dass die Gutschrift eine Forderung des Gläubigers begründet, die Einwendungen aus dem Verhältnis zwischen

<sup>405</sup> *Heinsius/Horn/Than*, DepotG 1975, § 22 Rdnr. 44; *Coing*, WM 1977, 466 (468); *Paul*, WM 1975, 2 (3 f.); *Kümpel*, WM 1976, 945; *Brink*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragungen im nationalen und internationalen Effektingiroverkehr, 1976, S. 132.

<sup>406</sup> Abgedruckt in *Kümpel/Ott*, Kapitalmarktrecht, 380, S. 7, 8.

<sup>407</sup> So im Ergebnis auch *Brink*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effektingiroverkehr, S. 136; *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/158.

<sup>408</sup> Vgl. etwa *Canaris*, Bankvertragsrecht, 3. Aufl., 1988, Rdnr. 343; *Hüffer-Münchener Kommentar zum BGB*, § 783, Rdnr. 48.

<sup>409</sup> Vgl. etwa *Canaris*, Bankvertragsrecht, 3. Aufl., 1988, Rdnr. 415; *Hüffer-Münchener Kommentar zum BGB*, § 783, Rdnr. 49, § 780, Rdnr. 39.

### 3. Kapitel

der Bank und dem Schuldner (Deckungsverhältnis)<sup>410</sup> sowie Einwendungen aus dem Verhältnis von Gläubiger und Schuldner (Valutaverhältnis) ausschließt<sup>411</sup>. Daher hätte die Bank bei einem nicht vorhandenen Anspruch des Effektenverkäufers als Treugeber im Rahmen des fiduziarischen Treuhandverhältnisses keinen Rückforderungsanspruch gegenüber dem Effektenkäufer. Dieser Einwendungsausschluss entspricht funktionell dem gutgläubigen Erwerb bei der Übertragung von Sachen. Teilweise wird sogar die Auffassung vertreten, der Verkehrsschutz durch Einwendungsausschluss gehe in mancher Beziehung über den Verkehrsschutz durch redlichen Erwerb hinaus<sup>412</sup>.

#### c) Zur Frage des anwendbaren Rechts bei Aktienübertragungen im Effektengiroverkehr

Die Frage, welches Recht bei der Übertragung der Gutschrift in Wertpapierrechnung (schuldrechtlicher Anspruch) anwendbar ist, kann eindeutig beantwortet werden.

Beim *inländischen* Effektengiroverkehr werden lediglich schuldrechtliche Ansprüche übertragen, so dass die *lex cartae sitae* nicht zur Anwendung gelangt. Die Rechtslage stellt sich vergleichbar der des indirekten Verwahrsystems in den USA dar. Art. 32 Abs. 2 EGBGB kommt bei dieser rechtlichen Konstruktion schon deshalb nicht zur Anwendung, weil hier keine Abtretung stattfindet.

Beim *grenzüberschreitenden* Effektengiroverkehr stellte sich das Problem der kumulativen Rechtsanwendung ebenfalls nicht. Zwar wird der deutsche Sammelverwahrer weiterhin Kontoinhaber und damit auch (Mit-) Eigentümer an dem im Ausland (USA) verwahrten Sammelbestand. Die Übertragung dieses Miteigentumsanteils an einen ausländischen Investor richtet sich auch nach sachenrechtlichen Regeln, das Miteigentum des deutschen Sammelverwahrers muss daher auf eine US-Bank oder einen sonstigen Dritten, der mit der Verwahrung von Wertpapieren vertraut ist, übertragen werden. Dies allerdings ist deshalb unter dem Gesichtspunkt des anwendbaren Recht unkompliziert, weil der gesamte Wertpapierbestand ausschließlich im Ausland belegen ist. Die Frage, welches Recht für die Übertragung des Eigentums an den Urkunden anzuwenden ist, kann somit leicht beantwortet werden. Es ist ausschließlich das ausländische Recht zur Anwendung berufen.

<sup>410</sup> BGH 20.05.1955, WM 1955, 1473-1476, 1476; *Canaris*, Bankvertragsrecht, 3. Aufl., 1988, Rdnr. 426; *Schlegelberger-Hefermehl*, HGB, Anh. § 365 Rdnr. 76; *Koller*, BB 1972, 692.

<sup>411</sup> *Canaris*, Bankvertragsrecht, 3. Aufl., 1988, Rdnr. 429; *Schlegelberger-Hefermehl*, HGB, Anh. § 365 Rdnr. 76; *Möschel*, JuS 1972, 297 (300); v. *Caemmerer*, JZ 1962, 385 (387).

<sup>412</sup> Dies sei der Fall, da redlicher Erwerb nur an tatsächlich vorhandenen Sachen möglich ist, während beim Verkehrsschutz durch Einwendungsausschluss der Überweisende, wie etwa bei Gutschrift ohne Deckung, nicht einmal die tatsächliche Verfügungsmacht über den Gegenstand, das heißt die Forderung haben muss; diesen Gedanken greift auch *E. Ulmer*, AcP 126 (1926), 129 (156), auf.

### 3. Kapitel

#### d) Ergebnis

Die Aufgabe der miteigentumsrechtlichen Konstruktion zugunsten eines lediglich schuldrechtlichen Anspruchs unter Aufbewahrung der Aktien im Ausland in Anlehnung an die Gutschrift in Wertpapierrechnung im Treuhandgiroverkehr wäre eine Möglichkeit, das Problem des anwendbaren Rechts konzeptionell zu lösen. Ebenso wie der Anleger als (Mit-) Eigentümer am Sammelbestand wäre der Depotkunde als Treugeber insolvenz- und vollstreckungsrechtlich wie auch in seiner Gutgläubigkeit geschützt.

### § 13 Zusammenfassung und Ausblick

Die Änderung des § 5 Abs. 4 DepotG<sup>413</sup> in Deutschland im Jahre 1985 und des § 8 UCC in den USA im Jahre 1994 haben es ermöglicht, grenzüberschreitende Sammelbestände unter der Aufnahme grenzüberschreitender Kontenverbindungen zu bilden. Dadurch sollte der rechtliche Rahmen für das zukünftige grenzüberschreitende Wertpapiergeschäft geschaffen werden<sup>414</sup>. Diese an sich begrüßenswerte Möglichkeit, Aktien auch im Effektengiroverkehr grenzüberschreitend zu handeln, das heißt zwischen Teilnehmern verschiedener internationaler Börsen, hat aber zu einem Rechtskollisionsproblem besonderer Art geführt.

Bei der Übertragung von Aktien im *grenzüberschreitenden* Effektengiroverkehr ist sowohl nach US-amerikanischem als auch nach deutschem Internationalem Privatrecht für Erwerb und Verlust des Miteigentums nebeneinander sowohl deutsches als auch US-Recht berufen. Auffällig ist dabei, dass sich diese Problemlage in Deutschland selbst bei Aktienübertragungen im *nationalen* Effektengiroverkehr ergibt, wohingegen das im US-amerikanischen Recht nicht der Fall ist. Dieser Problemlage kann unter Aufrechterhaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände nicht vollständig begegnet werden. Zwar könnte die doppelte Rechtsanwendung zumindest bei Übertragungen im nationalen deutschen Effektengiroverkehr beseitigt werden, wenn man insoweit die veraltete rechtliche Konstruktion des Effektengiroverkehrs aufgäbe, die an einer Übertragung der Effekten gemäß den §§ 929 ff. BGB festhält, und statt dessen ein dem US-amerikanischem *security entitlement* vergleichbares Recht auch in Deutschland einführt. Die doppelte Rechtsanwendung bei Aktienübertragungen im grenzüberschreitenden Effektengiroverkehr zwischen Deutschland und den USA ließe sich so aber nicht vermeiden. Dies könnte allein durch die Auflösung der grenzüberschreitenden Sammelbestände geschehen. Um dies zu ermöglichen, müsste gleichzeitig eine Umstellung des Handels von der sachenrechtlichen Konstruktion auf den Effektengiroverkehr auf

<sup>413</sup> Novelle zum DepotG v.1985 BGBl. I. 1507.

<sup>414</sup> Die Zulassung ausländischer Verwahrer ist nach der Gesetzesbegründung, BT-Drucks 10/1904, 7 Ausdruck der Internationalisierung des Wertpapierverkehrs.

### 3. Kapitel

schuldrechtlicher Basis erfolgen, ähnlich dem Treuhandgiroverkehr unter der Verschaffung von Gutschriften in Wertpapierrechnung. Das ist auch bei im Amtlichen und im Geregeltten Markt gehandelten Aktien möglich, ohne die Position des Anlegers Aktionär zu schwächen, da der Treuhandgiroverkehr dem Miteigentumserwerb insolvenz- und vollstreckungsrechtlich gleichwertig ist und zudem auch in diesem Fall Verkehrsschutz bestünde.

Wird aber der Effektingiroverkehr auf schuldrechtlicher Grundlage organisiert, liegt die Überlegung nahe, auch auf die Verbriefung der Aktien völlig zu verzichten und vom althergebrachten System des Handels verbrieftter Rechte auf den Handel sogenannter unverbrieftter Wertrechte umzustellen, um so der bereits eingetretenen Entmaterialisierung der Effekten gerecht zu werden. Die Notwendigkeit dieses Schritts wird teilweise bezweifelt und für nicht praktikabel gehalten<sup>415</sup>. Doch dürfte die Nichtverbiefung als Ausgangspunkt der Wirklichkeit eher entsprechen als die Verbriefung. Nach der hier vertretenen Auffassung bietet auf Dauer allein der Verzicht auf die Verbriefung der Mitgliedschaft die Voraussetzung für ein in sich geschlossenes System, das auch etwaigen weiteren Veränderungen in der Zukunft stand halten dürfte<sup>416</sup>. Welche Folgen der damit gegebene Bruch mit den überkommenen wertpapierrechtlichen Vorstellungen im Einzelnen bei sich hätte, bedürfte weiterer Klärung. Aus rechtsdogmatischer Sicht jedenfalls ist die Globalurkunde nur ein Zwischenschritt zum registrierten Wertpapier<sup>417</sup>. Bei dieser Zwischenstation sollte der Gesetzgeber nicht stehenbleiben.

---

<sup>415</sup> So *Mentz/Fröhling*, NFG 2002, 201 (210); *Einsele*, WM 2001, 7 (10); *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/98b; ähnlich auch *Than*, FS für Schimansky, 1999, 821 (835 f.).

<sup>416</sup> So auch *Zahn/Kock*, WM 1999, 1955 (1967); *Habersack/Mayer*, WM 2000, 1678 (1684).

<sup>417</sup> *Hüffer-Münchener Kommentar zum BGB*, 1997, Vor. § 793 Rdnr. 37; ausführlich *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht 1995, S. 12 ff.; *Zöllner*, FS für Raiser, 1974, 249 (249 ff.); *Peters*, WM 1976, 890.

## **4. Kapitel: Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung (cross-border voting) aus Namensaktien bei auslandsnotierten Gesellschaften**

Sowohl der zunehmende grenzüberschreitende Aktienhandel als auch grenzüberschreitende Unternehmensverschmelzungen (*cross-border mergers*)<sup>418</sup> und –übernahmen (*cross-border takeovers*)<sup>419</sup> haben in den letzten Jahren insbesondere bei auslandsnotierten Gesellschaften zur Internationalisierung der Anlegerstruktur geführt<sup>420</sup>. Infolgedessen halten ausländische Aktionäre bei einer Vielzahl dieser Gesellschaften entweder einen erheblichen Anteil oder sogar die Mehrheit der Aktien<sup>421</sup>. Eine legitime innergesellschaftliche Willensbildung kann in solchen Fällen nur dann herbeigeführt werden, wenn die ausländischen Aktionäre daran teilhaben können. Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung hat somit wesentlich an Bedeutung gewonnen und wird voraussichtlich wegen der fortschreitenden Internationalisierung der Kapitalmärkte auch in Zukunft einen Gegenstand juristischer Auseinandersetzung bilden.

In der vorliegenden Untersuchung geht es in der Hauptsache um die Frage, inwieweit die deutschen und die US-amerikanischen Regelungen den neuen Herausforderungen der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung bei auslandsnotierten Gesellschaften des jeweils anderen Landes ausreichend Rechnung tragen. In diesem Zusammenhang ist insbesondere denjenigen Fragen nachzugehen, die sich aus dem Einsatz der modernen Informationstechnologie ergeben. Zunächst werden die Praxis der Stimmrechtsausübung in beiden Ländern sowie die hierzu ergangenen Rechtsvorschriften in ihren Grundzügen dargestellt (§ 14), bevor die Probleme erörtert werden sollen, welche bei der grenzüberschreitenden Ausübung des Stimmrechts zwischen den USA und Deutschland auftreten und bevor Lösungsmöglichkeiten dazu aufgezeigt werden (§ 15).

### **§ 14 Die Stimmrechtsausübung innerhalb von Deutschland und den USA**

Da die Systeme der Stimmrechtsausübung, insbesondere der Stimmrechtsvertretung, in Deutschland und den USA sich erheblich unterscheiden<sup>422</sup>, erfordert die Darstellung der grenzüberschreitenden

---

<sup>418</sup> Beispielsweise der merger der Daimler Benz AG mit der Chrysler Corporation zur Daimler Chrysler AG am 12.11.1998.

<sup>419</sup> Beispielsweise die Übernahme von *Bankers Trust* durch die *Deutsche Bank AG* am 04.06.1999.

<sup>420</sup> Die Aktien der *Daimler Benz AG* befanden sich vor dem Zusammenschluss mit der *Chrysler Corporation* zu lediglich 10% in den Händen US-amerikanischer Investoren. Hingegen werden 17% der Aktien der *Daimler Chrysler AG* von US-amerikanischen Aktionären gehalten (31.12.2001).

<sup>421</sup> Dieses Phänomen wurde der breiten Bevölkerung erstmals bei der Übernahme der *Mannesmann AG* durch *Vodafone Airtouch plc.* bewusst.

<sup>422</sup> Zu den Unterschieden in der Stimmrechtsausübung vgl. die folgenden ausführlichen Darstellungen: *Smith*, University of Pittsburgh Law Review 1996, 145 ff.; *Miller*, New York Law School Journal of International and Comparative Law 1999, 1 ff.; *Hoffmann*, Die Haftung des Stimmrechtsvertreters; zu den Unterschieden in den nationalen Vorschriften über Stimmrecht und Hauptversammlung in den EU-Staaten; vgl. Wertpapierbesitz, DSW-

Stimmrechtsausübung zwischen diesen beiden Ländern zunächst einen Blick auf die jeweilige nationale Rechtslage zunächst in Deutschland (I) und sodann in den USA (II).

## I. Die Stimmrechtsausübung nach deutschem Recht

Zuerst werden die Funktion der Hauptversammlung und die Bedeutung des Bankenstimmrechts dargestellt (1). Daran anschließend werden Fragen der Einberufung der Hauptversammlung (2) und solche im Zusammenhang mit der eigentlichen Ausübung des Stimmrechts nach deutschem Recht (3) erörtert.

### 1. Funktion der Hauptversammlung und Bedeutung des Bankenstimmrechts

Ort der Stimmrechtsausübung ist nach § 118 Abs. 1 AktG die Hauptversammlung der Gesellschaft. Dabei geht das deutsche Recht vom *Leitbild der Präsenzhauptversammlung* aus, dass nämlich die Hauptversammlung als Diskussionsforum der Aktionäre der Vorbereitung gesellschaftsrechtlicher Entscheidungen dienen soll. Diese Grundkonzeption wird nicht davon durchkreuzt, dass in der Praxis prozentual nur ein verschwindend geringer Teil der Aktionäre an der Hauptversammlung persönlich teilnimmt, während sich der Großteil der Aktionäre bei der Stimmrechtsausübung vertreten lässt. Denn immerhin erscheint dennoch eine nicht unerhebliche Anzahl an Kleinaktionären auch persönlich in der Hauptversammlung.

Wer zumeist als Kleinaktionär nicht an der Hauptversammlung teilnehmen aber dennoch sein Stimmrecht ausüben möchte, bevollmächtigt ein Kreditinstitut, in der Regel seine Depotbank, und lässt sich von ihr in der Hauptversammlung vertreten, was zu einem sogenannten *Depot- oder Bankenstimmrecht* führt<sup>423</sup>. Das überragende Gewicht des Bankenstimmrechts hängt vor allem damit zusammen, dass die Banken nach § 128 Abs. 1 AktG verpflichtet sind, diejenigen Aktionäre, die nicht gemäß § 125 Abs. 2 Nr. 3 AktG in das Aktienregister der Gesellschaft eingetragen sind, von der Einberufung der Hauptversammlung zu unterrichten und die Gesellschaftsinformationen hierzu weiterzuleiten. Die Banken nutzen dies, um die Vertretung dem Aktionär anzubieten, indem sie von der in § 128 Abs. 2 AktG vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch machen, entsprechende Vollmachtsformulare beizufügen und Weisungsvorschläge zu unterbreiten<sup>424</sup>.

---

*Europastudie*: 15 europäische Länder im Vergleich – Minderheitenrechte der Aktionäre sowie Stimmrechtsausübung und –vertretung, 1999.

<sup>423</sup> Vgl. allgemein zum Bankenstimmrecht *Raiser*, Recht der Kapitalgesellschaften, 3. Aufl., 2001, § 16 Rdnr. 101 ff.

<sup>424</sup> Die Beifügung der Vollmachtsformulare und die Unterbreitung von Weisungsvorschlägen ist für die Depotbanken kostenlos. Zwar sind die Gesellschaften rechtlich nur zur Tragung der Kosten verpflichtet, die sich aus der Versendung der Mitteilungen nach § 125 Abs. 1 AktG ergeben; tatsächlich steht es den Kreditinstituten aber frei, diesen Mitteilungen die eigenen Mitteilungen nach § 128 Abs. 1 Nr. 2 beizufügen, zumal die Kostenerstattung über Pauschalbeträge erfolgt, vgl. dazu § 1 der Verordnung nach § 128 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 AktG, abgedruckt bei *Werner-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 128 Rdnr. 85.

Das Bankenstimmrecht beruht wesentlich auf der Stimmrechtsausübung aus *Inhaberaktien*, da nur in diesem Fall die Einschaltung der Depotbank bei der Information des Aktionärs zwingend notwendig ist und die Banken der Nachricht von der Einberufung der Hauptversammlung Vollmachtsformulare und eigenen Weisungsvorschläge beifügen können. Bei der Ausgabe von *Namensaktien* hingegen, auf die sich die folgenden Ausführungen beschränken, kann und muss die Gesellschaft gemäß § 125 Abs. 2 Nr. 3 AktG die in dem Aktienregister der Gesellschaft eingetragenen Aktionäre direkt ansprechen, so dass zu deren Benachrichtigung eine Depotbank nicht eingeschaltet zu werden braucht. Die Depotbanken müssen nur dann bei der Benachrichtigung des Aktionärs mitwirken, wenn sie selbst für den Aktionär im Aktienregister eingetragen sind. Es wird deshalb bezweifelt, ob die Banken weiterhin auch bei Namensaktien im Rahmen der Stimmrechtsvertretung eine derart zentrale Rolle spielen werden, wie das bisher im System der Inhaberaktie der Fall war<sup>425</sup>. Der Gesetzgeber hat auf diese Entwicklung bereits reagiert und mit der Einführung des Verwaltungsstimmrechts durch das NaStraG in § 134 Abs. 3 S. 3 AktG die Grundlage für eine mögliche Ablösung des Depot- oder Bankenstimmrechts geschaffen<sup>426</sup>.

### 2. Die Einberufung der Hauptversammlung

Gemäß § 121 Abs. 3 S. 1 AktG muss die Einberufung der Hauptversammlung in den Gesellschaftsblättern bekanntgemacht werden, das heißt zunächst, die Bekanntmachung ist gemäß § 25 S. 1 AktG in den *elektronischen Bundesanzeiger* einzurücken. Mit der Neufassung des § 25 S. 2 AktG durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG)<sup>427</sup>, das am 25. Juli 2002 verkündet worden ist, wurde der Bundesanzeiger in Papierform durch den elektronischen Bundesanzeiger als obligatorisches Gesellschaftsblatt ersetzt. Die elektronische Bekanntmachung, also das Einstellen der Information auf einer Website mit einer verbreiteten Internet-Adresse, ist kostengünstiger. Auch können Änderungen der Tagesordnung, die sich erst kurz vor dem vorgesehenen Veröffentlichungstermin ergeben, noch berücksichtigt werden. Schließlich wird auf diese Weise dem Interesse der Kapitalmärkte an schneller Verfügbarkeit der Information entsprochen. Da die Einberufung der Hauptversammlung nunmehr nur noch im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht werden muss und nicht mehr schriftlich festgehalten wird, stellt sich die Frage, wie lange die Gesellschaftsmitteilungen dort abrufbar sein müssen. Dies kann in Nichtigkeitsklageverfahren wegen fehlerhafter Einberufung der Hauptversammlung eine Rolle spielen (§ 241 Nr. 1 AktG i.V.m. § 121

<sup>425</sup> So jedenfalls *Bachmann*, WM 1999, 2100 (2102); ähnlich auch *Marsch-Barner-Noack/Spindler*, Unternehmensrecht und Internet, S. 57 (62), 2001.

<sup>426</sup> Dazu sogleich unter § 14 I 3. Vgl. dazu auch *Wiebe*, ZHR 166 (2002), 182 (182 ff.).

<sup>427</sup> *BGBI* I S. 2681 ff.; Einen Überblick über sämtliche durch das TransPuG eingeführten Änderungen und Neuregelungen gibt *Schüppen*, ZIP 2002, 1269 ff.; zu den Neuerungen im Recht der Hauptversammlung im Regierungsentwurf eines TransPuG vom 6.2.2002 ausführlich *Noack*, DB 2002, 620 ff.; zum Referentenentwurf eines TransPuG vom 26.11.2001 *Sünner*, AG 2002, 1 ff. sowie die *Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins*, NZG 2002, 115 ff.

Abs. 3 AktG). Solche Einberufungsmängel müssen nämlich gemäß § 242 Abs. 2 AktG innerhalb einer Frist von drei Jahren ab Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister geltend gemacht werden. Daraus ergibt sich, dass die Gesellschaftsmitteilungen im elektronischen Bundesanzeiger mindestens auch drei Jahren abrufbar sein müssen<sup>428</sup>. Neben dem elektronischen Bundesanzeiger kann die Gesellschaft gemäß § 25 S. 2 AktG in ihrer Satzung andere Printmedien (Blätter), so auch den Bundesanzeiger in Papierform, oder elektronische Informationsmedien als Gesellschaftsblätter bezeichnen<sup>429</sup>. Der Gesellschaft namentlich bekannte Aktionäre können außerdem zur Hauptversammlung durch eingeschriebenen Brief einberufen werden<sup>430</sup>.

In der Praxis spielen gegenüber der Einberufung durch Bekanntmachung in den Gesellschaftsblättern die Mitteilungen nach § 125 Abs. 1 S. 1 AktG die weitaus größere Rolle. Hierzu ist der Vorstand binnen zwölf Tagen nach der Bekanntmachung der Einberufung der Hauptversammlung im Bundesanzeiger vor allem an bestimmte Banken und Aktionärsvereinigungen (Abs. 1) aber auch an bestimmte im Einzelnen genau bezeichnete Aktionäre und Aufsichtsratsmitglieder (Abs. 2 f.) verpflichtet. Der Begriff *Mitteilung* ist weit gefasst, so dass nicht nur die Mitteilung in Briefform zugelassen ist, sondern auch eine solche per Fax<sup>431</sup> oder mit *e-mail* ausreicht. In den beiden letzten Fällen ist aber erforderlich, dass die Gesellschaft die Faxnummer bzw. die *e-mail*-Adresse, nicht bloß zufällig, sondern mit Wissen und Wollen des Aktionärs erhalten hat. Eine Mitteilung über *e-mail* kommt daher nur dann in Betracht, wenn sich der Aktionär in das *e-mail*-Verzeichnis der Gesellschaft hat eintragen lassen<sup>432</sup>. In diesem Fall ist allerdings die Gesellschaft berechtigt, den Aktionär ausschließlich über das Internet zu informieren. Denn der Aktionär muss davon ausgehen, dass von ihm angebotene Informationskanäle seitens der Gesellschaft auch in Anspruch genommen werden.

<sup>428</sup> So auch *Noack*, DB 2002, 620 (621).

<sup>429</sup> Die Möglichkeit, die Einberufung der Hauptversammlung über elektronische Informationsmedien neben der Einrückung in den Bundesanzeiger bekannt zu machen, war schon vor der Änderung des § 25 S. 2 AktG durch das NaStraG zulässig. In der Begründung des NaStraG zu § 25 AktG wird deshalb ausdrücklich von einer Klarstellungsfunktion gesprochen; ebenso *Zätzsch/Gröning*, NZG 2000, 393 (397); anders aber *Spindler*, ZGR 2000, 420 (430), nach dessen Auffassung das NaStraG erst die Möglichkeit der Bekanntmachung über elektronische Informationsmedien schafft.

Der Gesetzgeber geht davon aus, dass die Satzung in der Regel zur besseren Handhabung der mit einer Bekanntmachung durch die Gesellschaftsblätter verbundenen Fragen wie Beginn von Fristen und Wirksamkeit der Bekanntmachung nur den Bundesanzeiger als maßgebliches Gesellschaftsblatt bezeichnet, vgl. die Begründung zum NaStraG zu § 25 AktG.

<sup>430</sup> Diese Möglichkeit der Benachrichtigung der Aktionäre durch eingeschriebenen Brief, soweit sie der Gesellschaft bekannt sind, wurde im Zuge des Gesetzes betreffend die Kleine AG eingeführt. Bei Publikumsgesellschaften, die Inhaberaktien ausgeben, dürfte diese Form auch weiterhin keine Rolle spielen. Soweit die Gesellschaft jedoch Namensaktien ausgegeben hat, ist die Benachrichtigung durch eingeschriebenen Brief grundsätzlich möglich.

<sup>431</sup> *Lehmann*, FS für Quack, 1991, 287 (291); *Hüffer*, AktG, § 126 Rdnr. 4; *OLG Frankfurt a.M.*, ZIP 1998, 1532 (1532).

<sup>432</sup> So auch *Noack*, BB 1998, 2533 (2533).



#### 4. Kapitel

Ob die Benachrichtigung des Aktionärs über § 125 AktG direkt oder über Umwege zu erfolgen hat, richtet sich bei Namensaktien danach, ob der Aktionär in das Aktienregister der Gesellschaft eingetragen ist oder nicht<sup>433</sup>. Falls der Aktionär eingetragen ist, ist er gemäß § 125 Abs. 2 Nr. 3 AktG von der Gesellschaft direkt und ohne Umwege zu benachrichtigen. Andernfalls übersendet die Gesellschaft die Mitteilungen gemäß § 125 Abs. 1 S. 1 AktG an die Kreditinstitute, die diese wiederum an die Aktionäre gemäß § 128 Abs. 1 AktG weiterleiten. Ebenso wie im Rahmen des § 125 AktG verlangt auch § 128 Abs. 1 AktG keine bestimmte Form der Weiterleitung, so dass auch hier die Information unter Verwendung eines Faxes oder einer *e-mail* zulässig ist. Auch in diesem Fall ist es jedoch erforderlich, dass der Aktionär seine *e-mail*-Daten dem Kreditinstitut mitgeteilt hat. Eine zufällige Kenntniserlangung reicht nicht aus.

In den Mitteilungen gemäß § 125 Abs. 1 AktG nicht mehr enthalten sind seit der Änderung dieser Vorschrift durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) die Anträge von Aktionären gemäß § 126 Abs. 1 AktG<sup>434</sup>. Solche Gegenanträge brauchen den anderen Aktionären nur noch zugänglich gemacht, nicht mehr hingegen nach § 125 AktG mitgeteilt zu werden. Des weiteren können die Gegenanträge seit der Gesetzesänderung bis spätestens eine Woche vor dem Tage der Hauptversammlung gestellt werden, wohingegen dies bislang binnen einer Woche nach Einberufung der Hauptversammlung zu erfolgen hatte. Der Verzicht auf die Mitteilung der Gegenanträge nach §§ 125, 128 AktG soll deren Kosten reduzieren. Denn in der Praxis werden die Mitteilungen nach §§ 125, 128 AktG, obwohl keine bestimmte Form vorgeschrieben ist, regelmäßig in gedruckter Form an die Aktionäre versandt, da sowohl der Gesellschaft als auch den Kreditinstituten die *e-mail*-Adressen der Aktionäre nur teilweise bekannt sind. Die dabei anfallenden Kosten können jetzt dadurch erheblich reduziert werden, dass die Gegenanträge ausschließlich auf der Website der Gesellschaft veröffentlicht werden<sup>435</sup>. Die vorgenommene Fristerleichterung im geänderten § 126 Abs. 1 AktG ist die Konsequenz der Abschaffung der schwerfälligen Versendung gemäß §§ 125, 128 AktG und der Einführung der rasch und unkompliziert zu bewerkstelligen „Zugänglichmachung“ auf elektronischem Wege. Somit kann der oppositionswillige Aktionär auf aktuelle Ereignisse im Vorfeld der Hauptversammlung reagieren. Insbesondere kann er auch dann noch Gegenanträge vorbringen, nachdem ihn die Mitteilungen nach §§ 125, 128 AktG erreicht haben und er sich ein Bild von der Sachlage machen konnte. Dies war bislang nicht möglich, da die Gegenanträge innerhalb einer Woche, die Mitteilungen nach § 125 AktG aber erst zwölf Tage nach Bekanntmachung der Einberufung übersandt werden mussten. Für den Aktionär war die Anknüpfung der Frist an die Bekanntmachung der Einberufung im Bundesanzeiger gemäß § 126 Abs. 1 AktG a.F. auch

<sup>433</sup> Momentan ist nicht absehbar, ob sich in Zukunft eine Eintragungsart, d.h. entweder die des Aktionärs selbst oder die der Kreditinstitute, durchsetzen wird; so auch die Begründung des RegE NaStraG zu § 128 AktG.

<sup>434</sup> Kritisch zum – später erheblich veränderten – Referentenentwurf *Sünner*, AG 2002, 1 (2 f.).

<sup>435</sup> So auch *Sünner*, AG 2002, 1 (2).

#### 4. Kapitel

deshalb unkomfortabel, weil er jeden Tag den Bundesanzeiger lesen musste, um die Frist nicht zu versäumen<sup>436</sup>. Keine wesentlichen Änderung durch das TransPuG hat § 126 Abs. 2 AktG erfahren, der die Voraussetzungen benennt, unter denen ein Gegenantrag nicht zugänglich gemacht werden braucht. So unterliegen auch weiterhin gemäß § 126 Abs. 2 S. 1 Nr. 4 AktG gleichlautende Anträge – wie sie umstrittene Pläne der Verwaltung regelmäßig hervorrufen – einer redaktionellen Zusammenschreibung. Ebenfalls ist der zugelassene Umfang der Begründung des Gegenantrages von fünftausend Zeichen gegenüber einhundert Worten ungefähr gleichgeblieben, § 126 Abs. 2 S. 2<sup>437</sup>. Dieser Umfang reicht aber oftmals nicht aus, um umfangreich erläuterten Plänen des Vorstandes die Grundlage zu entziehen. Die Änderungen des TransPuG haben demnach die Kontaktaufnahme unter den Mitaktionären nicht signifikant gefördert. Vielmehr wurde durch die Abschaffung des Einsichtsrechts in das Aktienregister durch das NaStraG<sup>438</sup> die Kommunikation unter den Anteilseignern auf die Gegenanträge gemäß § 126 Abs. 1 AktG beschränkt<sup>439</sup>.

Ebenfalls nicht mehr in den Mitteilungen nach § 125 AktG enthalten sind die Wahlvorschläge von Aktionären, § 127 AktG. Zwar wurden in § 125 AktG nur die Worte „und etwaige Anträge“ gestrichen, so dass nach dem Wortlaut auch weiterhin die Wahlvorschläge mitzuteilen sind. Es handelt sich hierbei aber um ein Redaktionsversehen des Gesetzgebers.

### 3. Die Ausübung des Stimmrechts

Zunächst wird erörtert, wie sich der Aktionär bei der Ausübung des Stimmrechts von einem Kreditinstitut vertreten lassen kann (a), bevor die Stimmrechtsvertretung über die sogenannte Verwaltungsvollmacht (b) dargestellt wird. Schließlich wird aufgezeigt, wie der Stimmvertreter und der Aktionär ihre Stimme abgeben können (c).

#### *a) Die Vertretung durch Kreditinstitute*

Da sich insbesondere die Kleinaktionäre in der überwiegenden Mehrzahl in der Hauptversammlung noch von ihren Kreditinstituten vertreten lassen, ihr Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft aber möglichst weitgehend zur Geltung gebracht werden soll, schreibt das Aktiengesetz den Kreditinstituten im Einzelnen vor, was sie zur Erreichung dieses Zieles von ihrer Seite beizutragen haben<sup>440</sup>. So müssen sie den Aktionären gemäß § 128 Abs. 2 S. 1 AktG eigene Vorschläge zur Ausübung des Stimmrechts zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung mitteilen. Ferner sind die

<sup>436</sup> Noack, DB 2002, 620 (622).

<sup>437</sup> Kritisch zum Festhalten an der Beschränkung auf einhundert Worte im Referentenentwurf Noack, DB 2002, 620 (623).

<sup>438</sup> Zur Beschränkung des Einsichtsrechts bereits ausführlich oben 1. Kapitel § 4 II. 2.

<sup>439</sup> So auch Hüther, AG 2001, 68 (75 ff.).

<sup>440</sup> Die folgenden Ausführungen gelten entsprechend für Aktionärsvereinigungen, vgl. § 128 Abs. 5 AktG.

#### 4. Kapitel

Aktionäre nach Satz 4 der Vorschrift um die Erteilung von Weisungen zu bitten und gleichzeitig haben die Kreditinstitute darauf hinzuweisen, dass es, soweit ein Aktionär keine Weisungen erteilt, das Stimmrecht gemäß den eigenen Vorschlägen ausübt. Die Erteilung von Weisungen haben die Kreditinstitute den Aktionären gemäß § 128 Abs. 2 S. 5 AktG zu erleichtern, so etwa durch ein Formblatt oder ein Bildschirmformular. Damit ist insbesondere die Weisungserteilung z. B. im Rahmen des *electronic banking* zulässig<sup>441</sup>. Ebenso wie die Erteilung der Weisung kann – nach der Änderung des Aktiengesetzes durch das NaStraG – auch die Erteilung der Vollmacht bzw. die Ermächtigung des Kreditinstitutes oder eines geschäftsmäßig Handelnden durch den Aktionär gemäß § 135 Abs. 1 S. 1, Abs. 7 S. 1 und 2 AktG ohne Einhaltung der Schriftform erfolgen. Der Stimmrechtsvertreter muss allerdings stets in der Lage sein, die Vollmachtserklärung „nachprüfbar festzuhalten“ (§ 135 Abs. 2 Satz 4 AktG). Es können somit alle Unterlagen, die der Stimmrechtsvertreter per Gesetz dem Aktionär mitzuteilen hat, und das Vollmachtsformular genauso formfrei übermittelt werden, wie auch die Weisungen des Aktionärs an die Kreditinstitute sowie die Bevollmächtigung bzw. Ermächtigung keiner besonderen Form, insbesondere nicht der Schriftform, bedürfen.

##### b) Die Verwaltungsvollmacht

Seit der Neufassung durch das NaStraG sieht § 134 Abs. 3 S. 3 AktG vor, dass auch die Aktiengesellschaft selbst und damit im Ergebnis der Vorstand<sup>442</sup> Stimmrechtsvertreter benennen darf, die dann von den Aktionären bevollmächtigt werden (*sogenannte Verwaltungsvollmacht*). Es geht – entgegen dem Wortlaut des Gesetzgebers – nicht um die Benennung einer Person, die Stimmrechtsvertretung anbietet<sup>443</sup>, sondern darum, dass die Gesellschaft einen eigenen Vertretungskreislauf organisiert. Dies kann durch die Gesellschaft selbst, ihre Organe (Vorstand, Aufsichtsrat), einzelne Organmitglieder, Angestellte der Gesellschaft oder sonst ihr nahe stehende Personen geschehen (*interne Vertreter*); es können aber auch von der Gesellschaft beauftragte und bezahlte Dritte eingesetzt werden (*externe Vertreter*)<sup>444</sup>.

Obwohl sich ein Verbot des Verwaltungsstimmrechts aus § 136 Abs. 2 AktG nicht entnehmen ließ und daher teilweise auch nur von einer Klarstellungsfunktion des § 134 Abs. 3 S. 3 AktG ausgegangen wird, wurde das Verwaltungsstimmrecht für das deutsche Recht im Schrifttum bis zur Neu-

<sup>441</sup> Vgl. dazu die Begründung zu § 128 AktG NaStraG. Der Änderung des § 128 Abs. 2 AktG a. F. kommt insoweit nur eine klarstellende Funktion zu. Da bei der Übersendung des Formblattes – anders als bei der Vollmachtovorlage – kein Legitimationsproblem auftritt, war bereits vor Verabschiedung des NaStraG neben der Schriftform auch die Versendung von *e-mail sheets* als zulässig angesehen; ebenso *Noack*, BB 1998, 2533 (2533).

<sup>442</sup> Für das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses allerdings *Bachmann*, WM 1999, 2100 (2106).

<sup>443</sup> Auch bislang haben die Gesellschaften auf die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute und Aktionärsvereinigungen hingewiesen und diese somit benannt.

<sup>444</sup> Diese Variante wurde erstmals von der Deutschen Telekom AG bei der Hauptversammlung am 26. Juni 1997 praktiziert (Telekom-Modell); vgl. dazu die Entscheidung des *LG Baden Baden*, abgedruckt in ZIP 1998, 1308 (1308 ff.), die Entscheidung des *OLG Karlsruhe*, abgedruckt in ZIP 1999, 750 (750 ff.) sowie *Dreher/Schnorbus*, EWIR 1998, 675 (675 ff.).

#### 4. Kapitel

regelung durch das NaStraG überwiegend abgelehnt<sup>445</sup>. Uneinigkeit bestand lediglich in der Begründung. Teilweise wurde sie aus einer Analogie zu § 71 b AktG<sup>446</sup> oder zu § 136 Abs. 2 AktG<sup>447</sup> hergeleitet; teilweise wurde es mit der zwingenden Zuständigkeitsverteilung zwischen Vorstand und Hauptversammlung begründet<sup>448</sup>. Letztlich bestand aber insoweit Einigkeit, dass das Verwaltungsstimmrecht wegen der damit verbundenen Interessenkonflikte einem Grundempfinden unserer Rechtskultur widerspricht<sup>449</sup>.

Mit den gleichen Argumenten wird vereinzelt auch nach der Neufassung des § 134 Abs. 3 S. 3 AktG die Stimmrechtsvertretung durch *interne* Vertreter für unzulässig erachtet<sup>450</sup>. Dieser Ansicht steht bereits entgegen, dass der Gesetzgeber in den Gesetzesmaterialien ausdrücklich auf das amerikanische *proxy*-Modell Bezug genommen hat<sup>451</sup>. Denn ein wesentlicher Bestandteil des US-amerikanischen *proxy voting* ist die Stimmrechtsvertretung durch die Gesellschaft bzw. durch von der Gesellschaft benannte Dritte. Diese Bezugnahme lässt daher – trotz wesentlicher Unterschiede zwischen dem deutschen Verwaltungsstimmrecht und dem *US-proxy voting* – erkennen, dass § 134 Abs. 3 S. 3 AktG auch die Stimmrechtsvertretung durch *interne* Vertreter erfassen sollte. Hätte der Gesetzgeber insoweit Einschränkungen beabsichtigt, hätte er dies ausdrücklich vorsehen können. Dies gilt insbesondere deshalb, weil bereits vor der Neufassung des § 134 Abs. 3 S. 3 AktG einige Gesellschaften eine Stimmrechtsvertretung durch eigene Angestellte angeboten hatten<sup>452</sup>. Hinzu kommt, dass auch sachlich eine Differenzierung innerhalb von § 134 Abs. 3 S. 3 AktG nach der Person des von der Gesellschaft einsetzbaren Stimmrechtsvertreters nicht gerechtfertigt ist. Denn sowohl bei der Stimmrechtsvertretung durch der Gesellschaft nahestehende Personen als auch bei der Stimmrechtsvertretung durch von der Gesellschaft beauftragte und bezahlte Dritte besteht die

<sup>445</sup> Vgl. Hüffer, AktG, 3. Aufl., § 71b Rdnr. 5, § 134 Rdnr. 25, § 135 Rdnr. 3; Zöllner-Kölner Kommentar, 1. Aufl., § 134 Rdnr. 79; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., 1997, § 28 IV 4 c (S. 862); Wilhelm, Kapitalgesellschaftsrecht, 2003, Rdnr. 1010; Körber, Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, 1989, S. 216; von Randow, ZIP 1998, 1564 (1565); Singhof, NZG 1998, 670 (672); Dreher/Schnorbus, EWiR 1998, 675 (676); a. A. Wiethölter, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, 1961, S. 334; LG Stuttgart in AG 1974, 260; einschränkend LG Baden-Baden in ZIP 1998, 1308 (1311), (bei Sicherstellung unbeeinflussbarer Stimmabgabe zulässig); offenlassend OLG Karlsruhe ZIP 1999, 750 (752).

<sup>446</sup> So K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., 1997, § 28 IV 4 c; Wilhelm, Kapitalgesellschaftsrecht, 2003, Rdnr. 1010.

<sup>447</sup> Hüffer, AktG, 3. Aufl., § 134 Rdnr. 25; Zöllner, FS für Westermann, 1974, 603 (608 ff.); Zöllner-Kölner Kommentar, § 134, Rdnr. 79; dagegen Raiser, Recht der Kapitalgesellschaften, 2. Aufl. 1992, § 16 Rdnr. 81.

<sup>448</sup> So Möhring, FS für Gessler, 1971, 127 (133 f.); Körber, Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, 1989, S. 215; von Randow, ZIP 1998, 1564 (1566).

<sup>449</sup> Köndgen, Duties of Banks in Voting Their Clients' Stock, 531 (541); Zu dem Zusammenhang zwischen gesellschaftsrechtlicher Grundstruktur und den Systemen der Stimmrechtsvertretung in Deutschland und den USA vgl. Hoffmann, Systeme der Stimmrechtsvertretung, §§ 1 und 2.

<sup>450</sup> Für einen Ausschluss der Gesellschaft selbst, ihrer Organe sowie der Gesellschaft vertraglich verpflichteten Personen Kindler, NJW 2001, 1678 (1687); einschränkend Habersack, ZHR 165 (2001), 172 (187); a. A. Hanloser, NZG 2001, 355 (355).

<sup>451</sup> Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss), BT-Drucks. 14/4618 vom 15.11.2000, S. 14: „Damit wird in Deutschland ein dem im angloamerikanischen Rechtskreis bekannten Proxy-Voting vergleichbares Abstimmungsverfahren möglich“.

<sup>452</sup> Vgl. Riegger, ZHR 165 (2001), 204 (213); Noack, ZIP 2001, 57 (61); Bunke, AG 2002, 57 (59).

Gefahr, dass bei der Stimmrechtsausübung gegen das Neutralitätsgebot verstoßen wird. Auch im letzten Fall drohen Interessenkonflikte<sup>453</sup> in der Person des Stimmrechtsvertreters und Machtverschiebungen zulasten der Aktionäre. Eine insoweit problematische „Gesellschaftsnähe“ solcher *externer* Vertreter besteht insbesondere dann, wenn diese sonst noch, z.B. als Abschlussprüfer oder rechtliche Berater, für die Gesellschaft tätig (gewesen) sind oder dies beabsichtigen<sup>454</sup>; sie kann auch gegeben sein, wenn die Gesellschaft dieselbe Drittperson ständig mit der Stimmrechtsvertretung beauftragt<sup>455</sup>. Hinsichtlich des Interessenkonfliktes bestehen demnach kein Unterschiede bei *internen* und *externen* Vertretern<sup>456</sup>. Schließlich würde eine teleologische Reduktion auf *externe* Vertreter bei der Bestimmung der Unabhängigkeit zusätzliche Rechtsunsicherheit und Überwachungskosten verursachen<sup>457</sup>. Dadurch würde die Wirksamkeit der Stimmrechtsvertretung stark beeinträchtigt.

Ist somit die Stimmrechtsvertretung sowohl durch *externe* als auch durch *interne* Vertreter rechtlich zulässig, stellt sich dennoch die Frage nach den rechtlichen Grenzen und der Ausgestaltung des Verwaltungsstimmrechts im Detail, insbesondere deshalb, weil der Gesetzgeber keine dezidierten Vorgaben gemacht hat. Solche finden sich nur bei der Ausübung des Stimmrechts durch Kreditinstitute und geschäftsmäßig Handelnde, § 135 AktG. Gerade diese Vorschrift wird daher bei der Auslegung der Neuregelung in § 134 Abs. 3 S. 3 AktG herangezogen. So wird diskutiert, ob der von der Gesellschaft benannte Stimmrechtsvertreter nur nach Einzelweisung abstimmen darf, wie es für bevollmächtigte Kreditinstitute auf ihren eigenen Hauptversammlungen gilt, § 135 Abs. 1 S. 2 AktG. Zunächst ist festzustellen, dass § 134 Abs. 3 S. 3 AktG lediglich auf § 135 Abs. 4 S. 1-3 AktG, nicht aber auf Absatz 1 Bezug nimmt. Auch beinhaltet § 135 Abs. 1 S. 2 AktG kein allgemeines Prinzip, das einer Rechtsanalogie fähig wäre, da anderenfalls eine Beschränkung auf die in § 135 AktG genannten Gruppen gerade nicht erforderlich gewesen wäre<sup>458</sup>. Es kommt aber eine Einzelanalogie des § 135 Abs. 1 S. 2 AktG auf den Fall des Verwaltungsstimmrechts in Betracht. Das setzt eine planwidrige Regelungslücke bei vergleichbarer Interessenlage voraus. Der Gesetzgeber hat die Auswirkungen und Folgen der Verwaltungsvollmacht für die Struktur der Gesellschaft nicht ausreichend bedacht<sup>459</sup>, was insbesondere an dem Experimentiercharakter der Vorschrift liegt<sup>460</sup>. Für diese Auffassung spricht des weiteren ein vergleichbarer Interessenkonflikt sowie die Bewertung, dass es sich bei der Verwaltungsvollmacht auch um eine organisierte und nicht indivi-

<sup>453</sup> *Singhof*, NZG 1998, 670 (671).

<sup>454</sup> *Hüther*, AG 2001, 68 (72 f.); *Bunke*, AG 2002, 57 (60).

<sup>455</sup> *Habersack*, ZHR 165 (2001), 172 (188 f.); *Bunke*, AG 2002, 57 (60).

<sup>456</sup> Vgl. *Noack*, ZIP 2001, 53 (62); *Bunke*, AG 2001, 57 (60).

<sup>457</sup> *Wiebe*, ZHR 166 (2002), 182 (190).

<sup>458</sup> v. *Randow*, ZIP 1998, 1564 (1567), so im Ergebnis auch *Körber*, Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, 1989, S. 216; a.A. *Schilling*, FS für Möhring, 1975, 258 (268).

<sup>459</sup> *Habersack*, ZHR 165 (2001), 172 (188).

<sup>460</sup> *Seibert*, ZIP 2001, 53 (55).

#### 4. Kapitel

duelle Vertretung handelt, die in den Regelungsbereich des § 135 AktG gehört. Außerdem war in der das Gesetzgebungsverfahren begleitenden Debatte überwiegende Meinung, die Verwaltungsvollmacht nur weisungsgebunden zuzulassen<sup>461</sup>. Im Ergebnis darf daher der von der Gesellschaft benannte Stimmrechtsvertreter in analoger Anwendung der für Banken in der eigenen Hauptversammlung geltenden Regelung des § 135 Abs. 1 S. 2 AktG nur nach Einzelweisung abstimmen dürfen<sup>462</sup>.

Die analoge Anwendung des § 135 Abs. 1 S. 2 AktG im Rahmen des § 134 Abs. 3 S. 3 AktG ist demnach zwar notwendig, womöglich aber noch nicht ausreichend. Die Erteilung einer ausdrücklichen Weisung – wie es § 135 Abs. 1 S. 2 AktG vorschreibt – führt nämlich nicht notwendigerweise dazu, dass die Einflussnahme der Aktiengesellschaft auf die Art der Stimmrechtsausübung der Aktionäre ausbleibt. Das Erfordernis der ausdrücklichen Weisungserteilung bewirkt zwar, dass weder das Schweigen des Aktionärs als Weisungserteilung gewertet, noch dessen Wille aufgrund der Umstände ergänzt werden darf<sup>463</sup>. Nicht sichergestellt ist hingegen die Abgabe eigener, das heißt selbstformulierter Weisungen<sup>464</sup>. Vielmehr reicht der ausdrückliche Hinweis aus, es solle gemäß den Vorschlägen des Stimmrechtsvertreters abgestimmt werden. Die Vorschläge würden indessen aber von dem von der Gesellschaft beauftragten Stimmrechtsvertreter stammen. Da der Stimmrechtsvertreter aber seinerseits in einem Abhängigkeitsverhältnis zur Gesellschaft steht, bleibt deren Einflussnahme auf die Stimmabgabe des Aktionärs weiterhin möglich. Berücksichtigt man in diesem Zusammenhang die mangelnde Bereitschaft der meisten Aktionäre, eigene Weisungen zu verfassen, so wird klar, dass in der Mehrzahl die Weisungsvorschläge des Stimmrechtsvertreters übernommen werden dürften<sup>465</sup>. Die dadurch bewirkte Gefahr einer Einflussnahme der Gesellschaft auf die Abstimmungsergebnisse wäre aber dann gebannt, wenn die Weisungen zur Stimmrechtsausübung tatsächlich vom Aktionär selbst verfasst werden müssten. Zu fordern ist daher, dass der Beauftragte keine Empfehlung zur Abgabe des Stimmrechts unterbreiten darf<sup>466</sup>. Eine analoge Anwendung von

<sup>461</sup> Vgl. *Noack*, ZIP 2001, 57 (62).

<sup>462</sup> Vgl. *Habersack*, ZHR 165 (2001), 172 (187), wobei es entgegen der h.M. nicht ausreichen sein soll, wenn der Aktionär auf entsprechende Aufforderung zur Weisungserteilung schweigt; *Noack*, ZIP 2001, 57 (62 f.); *Bunke*, AG 2002, 57 (60); Zur bisherigen Rechtslage bereits *OLG Karlsruhe*, ZIP 1999, 750 (752 f.); *LG Karlsruhe*, ZIP 1998, 1308 (1311); *Bachmann*, WM 1999, 2100 (2106); *Hüther*, AG 2001, 68 (71); *Klawitter-Noack/Spindler*, Unternehmensrecht und Internet, S. 37 (43), 2001; sowie aus der älteren Diskussion bereits *Schilling*, FS Möhring, 1975, S. 257 (268); a. A. *Riegger*, ZHR 165 (2001), 204 (214); *Hanloser*, NZG 2001, 355; *Kindler*, NJW 2001, 1678 (1687). Abweichungen von Weisungen sind nur im Rahmen von § 665 S. 1 BGB möglich; *Zetzsche*, ZIP 2001, 682 (684), hält in diesem Fall aber die Feststellung eines mutmaßlichen Aktionärswillens für nicht durchführbar und plädiert für Stimmenthaltung des Vertreters.

<sup>463</sup> *Zöllner-Kölner Kommentar zum AktG*, 1979, § 135, Rdnr. 71; *Fraune*, Der Einfluß institutioneller Anleger in der Hauptversammlung, 1996, S. 46; v. *Randow*, ZIP 1998, 1564 (1567).

<sup>464</sup> *Zöllner-Kölner Kommentar zum AktG*, 1979, § 135, Rdnr. 71; *Fraune*, Der Einfluß institutioneller Anleger in der Hauptversammlung, 1996, S. 46; v. *Randow*, ZIP 1998, 1564 (1567).

<sup>465</sup> *Zöllner*, FS für Westermann, 1974, 603 (612); v. *Randow*, ZIP 1998, 1564 (1567); *Roth*, FS für Paulick, 1971, 81 (94); siehe auch *Fraune*, Der Einfluss institutioneller Anleger in der Hauptversammlung, 1996, S. 46; *Raiser*, Recht der Kapitalgesellschaften, 3. Aufl., 2001, § 16 Rdnr. 96.

<sup>466</sup> So auch *Bachmann*, WM 1999, 2100 (2106).

#### 4. Kapitel

§ 135 Abs. 1 S. 2 AktG dürfte daher richtigerweise nur mit der Ergänzung angenommen werden, dass die Vollmacht nur ausgeübt werden darf, wenn der Aktionär eine ausdrückliche von dem Vertreter nicht im Vorhinein inhaltlich beeinflusste Weisung zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung erteilt hat<sup>467</sup>. In diesem Fall allerdings ist die praktische Bedeutung des Verwaltungsstimmrechts wegen des Hauptproblems der Aktionärsbeteiligung – der rationalen Apathie des Kleinaktionärs<sup>468</sup> – eher als gering einzuschätzen.

Ebenso wie die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute ermöglicht das NaStraG auch, die Stimmrechtsvertretung durch Gesellschaftsvertreter formfrei durchzuführen. So kann die Satzung von dem Schriftformerfordernis der Vollmacht absehen und eine fernschriftliche Vollmacht per Fax oder Computerfax, eine elektronische Vollmacht via *e-mail* oder Bildschirmformular zulassen. Auch eine mündliche Vollmacht ist grundsätzlich möglich. Allerdings muss auch hier bei der Formwahl bedacht werden, dass die Gesellschaft verpflichtet ist, die Vollmachtserklärung zur Bevollmächtigung eines gesellschaftseigenen Vertreters „nachprüfbar festzuhalten“ (§ 134 Abs. 3 Satz 3 AktG).

#### c) Die Stimmabgabe

Anders als bei der Stimmrechtsvertretung hat das NaStraG bei der eigentlichen Form der Stimmabgabe keine Änderung vorgesehen. Zwar ist gemäß § 118 Abs. 3 AktG, der durch das TransPuG neu eingefügt worden ist, eine Übertragung der Hauptversammlung in Ton und Bild zulässig, soweit die Satzung oder Geschäftsordnung dies bestimmt; dennoch bleibt – wie noch zu zeigen sein wird<sup>469</sup> – eine Stimmabgabe über elektronische Medien oder im Wege einer Briefwahl weiterhin ausgeschlossen. Es ist also auch nach Einfügung des § 118 Abs. 3 AktG die persönliche Teilnahme an der Hauptversammlung desjenigen erforderlich, der die Stimme abgibt<sup>470</sup>. Beauftragt der Aktionär einen Dritten mit der Abgabe des Stimmrechts, muss der Vertreter persönlich an der Hauptversammlung teilnehmen. Beabsichtigt der Aktionär hingegen, seine Stimmrechte selbst auszuüben, so muss er persönlich auf der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft erscheinen. Da die Teilnahme für den Kleinanleger oftmals außer Verhältnis zu dem damit verbundenen Aufwand steht, wird deshalb

<sup>467</sup> Vgl. dazu auch *Hüther*, AG 2001, 68 (73), der in dem Erfordernis lediglich ausdrücklicher Weisungen keine ausreichende Barriere zur Verhinderung innergesellschaftlicher Kompetenzüberschreitungen durch das Verwaltungsstimmrecht sieht; in diesem Sinne auch *Raiser*, Recht der Kapitalgesellschaften, 3. Aufl., 2001, § 16 Rdnr. 96; a.A. *Hüffer*, AktG, § 134, Rdnr. 26 b, der die Weisung im Sinne der Verwaltungsvorschläge abzustimmen für ausreichend hält; ebenso *Noack*, DB 2002, 620 (625); *Habersack*, ZHR 165 (2001), 172 (188), der zwar die Abgabe ausdrücklicher Weisungen für ausreichend hält, gleichzeitig die damit verbundene Stärkung des Verwaltungseinflusses aber als bedenklich bezeichnet; *Bunke*, AG 2002, 57 (60), wonach den Bedenken mit dem Erfordernis einer ausdrücklichen Einzelweisung des Aktionärs analog § 135 Abs. 1 S. 2 AktG wenigstens „halbwegs“ Rechnung getragen werden kann.

<sup>468</sup> *Wiethölter*, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, 1961, S. 316 ff., 320.

<sup>469</sup> Vgl. dazu die Ausführungen unter § 15 II 2 a).

<sup>470</sup> So auch *Noack*, DB 2002, 620 (624 f.)

auch in Zukunft die Vertretung der Aktionäre in der Hauptversammlung durch Kreditinstitute oder aber durch von der Gesellschaft benannte Stimmrechtsvertreter im Mittelpunkt stehen.

## II. Die Stimmrechtsausübung nach US-Recht

Wie im deutschen Recht hat auch die Stimmrechtsausübung im US-Recht eine detaillierte Regelung erfahren<sup>471</sup>. Es gibt aber keine Kodifikation, in der die Stimmrechtsausübung einheitlich und abschließend geregelt wäre, wie das in Deutschland mit dem Aktiengesetz der Fall ist. Die Stimmrechtsausübung als Aktionärsrecht ist zunächst in den einzelstaatlichen Kapitalgesellschaftsrechten geregelt. Im Folgenden wird stellvertretend für alle einzelstaatlichen Kodifikationen das Gesellschaftsrecht des Staates Delaware (General Corporation Law of the State of Delaware, zit. als § Del. Gen.Corp.L.) herangezogen, da es in der Praxis am weitesten verbreitet ist. Soweit erhebliche relevante Abweichungen zwischen den einzelnen einzelstaatlichen Regelungen bestehen, wird dies ausdrücklich erwähnt<sup>472</sup>. Ferner finden sich außer in diesen einzelstaatlichen Vorschriften auch Regelungen im bundesstaatlichen Kapitalmarktrecht (*Securities Exchange Act*)<sup>473</sup> und im ebenfalls bundesstaatlichen Handelsrecht (*Uniform Commercial Code (UCC)*)<sup>474</sup>. Hinzu kommt das in der US-amerikanischen Rechtspraxis zu beachtende *case law*<sup>475</sup>.

Die Regelungen weichen im Einzelnen grundlegend von denen in Deutschland ab (1). Dies wirkt sich sowohl auf die Information des Anlegers als auch auf die Durchführung der Stimmabgabe aus (2).

### 1. Die Regelungen im Einzelnen

Der Stimmrechtsausübung kommt in den USA eine andere Bedeutung zu als in Deutschland (a). An dem daraus resultierenden Werben um Stimmrechtsvollmachten ist regelmäßig die Unternehmensleitung selbst beteiligt (b). Zu den Besonderheiten des US-Rechts gehört die Zulassung eines im Aktienregister eingetragenen Treuhänders, die sich gerade auch bei der Stimmrechtsausübung auswirkt (c).

<sup>471</sup> Zum Vergleich des *US-proxy voting* mit der deutschen Verwaltungsvollmacht *Hanloser*, NZG 2001, 355 (355 ff.); *Hüther*, AG 2001, 68 (73 f.); *Habersack*, ZHR 165 (2001), 172 (189 f.).

<sup>472</sup> Die Vorschriften zur Stimmrechtsausübung finden sich in §§ 211-246 Del.Gen.Corp.L., Subchapter VII (Meetings, Elections, Voting and Notice).

<sup>473</sup> Vgl. zur bundesrechtlichen Regelung: *SEA* von 1934, 15 U.S.C. §§ 78a bis 78 II, insbesondere Sec. 14 *SEA* und die dazu von der *SEC* erlassene Regulation 14A.

<sup>474</sup> Vgl. dazu insbesondere §§ 8-501, 8-506, 8-509 *UCC*.

<sup>475</sup> Darunter versteht man das gesamte Richterrecht. Es schließt das *common law*- und *equity*-Präjudizienrecht ein und steht dem gesetzten Recht (*statutory law*) gegenüber.



## 4. Kapitel

### a) Proxy Voting

Obwohl auch in den USA die Hauptversammlung aller Anteilseigner (*shareholder meeting*) der originäre Ort der Mitwirkung der Aktionäre ist, bildet die Stimmrechtsausübung durch den Aktionär selbst, ebenso wie in Deutschland, die Ausnahme. Statt dessen übt auch dort in der Regel ein Vertreter das Stimmrecht für den Aktionär aus. Die Stimmrechtsvertretung bezeichnet man in den USA als *proxy voting*<sup>476</sup>. Sie ist in den USA vor allem deshalb von großer Bedeutung, weil dort ein Quorum zur Durchführung der Hauptversammlung erfüllt werden muss<sup>477</sup>. Das Quorum ist die Anzahl von Aktien, die für die Beschlussfähigkeit auf der Versammlung, entweder durch persönliche Anwesenheit (*in person*) oder durch Stimmrechtsvertretung (*by proxy*), erreicht werden muss. Grundsätzlich besteht das Quorum aus der Mehrheit (*majority*) der stimmberechtigten Aktien<sup>478</sup>. Im Einzelfall kann jedoch auch ein höheres Quorum festgelegt werden. In Delaware ist sogar ein niedrigeres Quorum zulässig, bis zu einem Drittel der Aktien<sup>479</sup>. Es liegt auf der Hand, dass eine „Präsenz“ von einem Drittel aller Aktionäre bei großen Publikumsgesellschaften nicht durch persönliche Anwesenheit, sondern nur im Wege der Vertretung erreicht werden kann.

### b) Proxy Solicitation

Da insbesondere die Unternehmensleitung daran interessiert ist, das erforderliche Quorum auf der Hauptversammlung zu erreichen, sucht in den USA die Unternehmensleitung regelmäßig bei den Anteilseignern um die Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht (*proxy*<sup>480</sup>) nach. Dieses Werben um die Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht bezeichnet man als *proxy solicitation*<sup>481</sup>. Das Werben um Stimmrechtsvollmachten ist, sofern die Aktien börslich gehandelt werden<sup>482</sup>, Gegenstand der bundesstaatlichen *proxy regulation*<sup>483</sup>. Die *proxy regulation* ist von der US-Wertpapieraufsicht SEC, in

<sup>476</sup> Keine Berücksichtigung findet im weiteren Verlauf der sogenannte *voting trust*. Dabei handelt es sich nicht um eine Vertretung im Stimmrecht, sondern um eine Trennung von wirtschaftlichem Eigentum und Stimmrecht. In diesem Fall übertragen mehrere Aktionäre ihr Stimmrecht für eine gewisse Zeit unwiderruflich auf einen Treuhänder, um damit die Kontrolle in der Aktionärsversammlung zu erhalten, *Abercrombie v. Davies*, S.Ct.Del., 130 A.2d 338 (1957); *Lehrmann v. Cohen*, S.Ct.Del., 222 A.2d 800 (1966).

<sup>477</sup> Es gibt allerdings auch Vorschriften, die die Handlungsfähigkeit des Unternehmens ohne die Erreichung eines Quorums gewährleisten: vgl. z.B. § 211 c Del.Gen.Corp.L., wonach per Gerichtsbeschluss 13 Monate nach der letzten beschlussunfähigen Versammlung eine Versammlung einberufen wird, die keines Quorums bedarf.

<sup>478</sup> Stehen beispielsweise 100 stimmberechtigte Anteile aus, und sind 51 Anteile auf der Gesellschafterversammlung vertreten, dann kann mit 26 Dafür-Stimmen ein Gesellschafterbeschluss herbeigeführt werden.

<sup>479</sup> § 216 Del.Gen.Corp.L.

<sup>480</sup> Vgl. Rule 14a-1(f) SEA; mit dem Begriff *proxy* wird aber nicht nur die Stimmrechtsvollmacht, sondern auch das die Rechtsmacht verkörpernde Medium und die bevollmächtigte Person bezeichnet, vgl. *Merkt*, US-amerikanischer Gesellschaftsrecht 1991, Rdnr. 636.

<sup>481</sup> Vgl. Rule 14a-1(l) SEA.

<sup>482</sup> Rule 14a verweist in 14a-2 ebenso wie Rule 14b in 14b-2 auf Section 12 des SEA, der wiederum eine Registrierungspflicht für an einer Börse gelistete Gesellschaften vorsieht.

<sup>483</sup> Da die *proxy*-Vordrucke mit der Post und damit unter Zuhilfenahme einer Einrichtung des zwischenstaatlichen Geschäftsverkehrs (*instrumentality in interstate commerce*) verschickt werden, fällt die *proxy solicitation* in die Gesetzgebungskompetenz des Bundesgesetzgebers. Ihm steht nach der *interstate commerce clause* des Article I Section 8 der Bundesverfassung die gesamte Gesetzgebung im Bereich des *interstate commerce* zu; vgl. auch die dazu von der SEC erlassene Regulation 14A.

Form einer Verordnung erlassen worden und regelt den gesamten Bereich der Stimmrechtserteilung, die Stimmrechtswerbung eingeschlossen.

Außer der Unternehmensleitung können auch Aktionäre, Außenstehende oder sogar ein anderes Unternehmen (*proxy issuer*) um Stimmrechtsvollmachten (*proxies*) werben. Soweit die Stimmrechtswerbung mit dem Ziel vorgenommen wird, durch eine Mehrheit auf der Hauptversammlung die bestehende Unternehmensverwaltung abzulösen<sup>484</sup>, spricht man von einem *proxy-contest*, einem Wettkampf um Stimmrechte<sup>485</sup>. Jeder Stimmrechtswerber hat nach Bundesrecht einen Anspruch darauf, eine Liste aller Aktionäre ausgehändigt zu bekommen bzw. seine Unterlagen an die Aktionäre auf seine Kosten durch die Gesellschaft versenden zu lassen. Auch nach einzelstaatlichem Recht bestehen umfangreiche, allerdings an bestimmte Voraussetzungen geknüpfte Einsichtsrechte in die Gesellschaftsbücher. Für diese Kommunikation, soweit sie auf die Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten im weitesten Sinne gerichtet ist, sieht die Bundesregelung zudem vor, dass alle für die Stimmrechtsausübung relevanten Informationen offen gelaget werden. Die Ordnungsmäßigkeit dieser Angaben wird, noch bevor sie den Aktionären zugehen, durch die SEC kontrolliert, welche den gesamten Prozess der Stimmrechtserretung überwacht.

Das Werben um Stimmrechte hat insbesondere unter Beachtung der bundesstaatlichen *proxy regulation* aber nicht bloß die Funktion der Stimmrechtsbeschaffung. Vielmehr übernimmt sie in weiten Teilen die Aufgabe der Hauptversammlung, wie sie im deutschen Recht existiert. Im US-Recht geht man nämlich nicht mehr vom Leitbild einer Präsenzhauptversammlung aus, sondern sieht die Hauptversammlung lediglich als Ort der reinen Stimmabgabe. Die Diskussion und Auseinandersetzung mit den zur Entscheidung anstehenden Punkten findet indessen im Vorfeld der Hauptversammlung, nämlich während der *proxy solicitation* statt. Anders als in Deutschland, wo immer noch eine vielleicht im Gesamtbild geringe, keineswegs aber unerhebliche Zahl von Kleinaktionären an der Hauptversammlung teilnimmt, führt dies dazu, dass in den USA Kleinaktionäre auf der Hauptversammlung überhaupt nicht mehr erscheinen<sup>486</sup>. Letztlich kann somit die Stimmrechtswerbung als so etwas wie die eigentliche Aktionärsversammlung angesehen werden<sup>487</sup>, sofern sich hierbei Diskussion und Meinungsbildung abspielen. Demgegenüber ist die Hauptversammlung nicht mehr als eine Formalität und damit dementsprechend kurz<sup>488</sup>.

<sup>484</sup> Allerdings sind in den USA Aktionärsvereinigungen, die sich zur Ausübung des Stimmrechts erboten ebenso unbekannt wie ein Depotstimmrecht der Banken kraft Vollmacht ihrer Depotkunden.

<sup>485</sup> Ausführlich zu diesem Themenbereich: *Hoffmann*, Systeme der Stimmrechtsvertretung in der Publikumsgesellschaft, insbesondere S. 54 ff.

<sup>486</sup> Auch *Preissler* spricht davon, dass eine Besuch bei Hauptversammlungen bei US-amerikanischen Aktionären (verglichen mit deutschen Standards) eher unüblich ist, *Preissler*, WM 2001, 113 (115).

<sup>487</sup> So *Cox/Hazen/O'Neal*, Corporations, Loseblattsammlung 1999-1 Suppl., Vol. II, § 13.24 – „As a result, within limitations, the solicitation of proxies is today the stockholders' meeting.”

<sup>488</sup> Beispielsweise dauerte die letzte Hauptversammlung der *Chrysler Corporation*, bei der die Verschmelzung mit der *Daimler Benz AG* beschlossen wurde, gerade einmal knapp zwei Stunden.

## 4. Kapitel

### c) *Nominee Registration*

Bei börslich gehandelten Aktien hat sich in den USA schon seit langer Zeit die bereits mehrfach angesprochene sogenannte *nominee registration*<sup>489</sup> durchgesetzt. Regelmäßig ist nicht der wirtschaftliche Aktieninhaber (*beneficial owner*), sondern ein Treuhänder (*nominee*) in das Aktienregister der Gesellschaft eingetragen. Dabei handelt es sich entweder um einen Wertpapiermakler (*broker*)<sup>490</sup>, einen Wertpapierhändler, der die Aktien selbst erwirbt (*dealer*)<sup>491</sup>, oder eine Bank<sup>492</sup>. Zunehmend wird als *nominee* aber auch Cede & Company (Cede & Co) eingetragen. Dies ist der *nominee* der US-amerikanischen Wertpapiersammelbank, der *Depositary Trust Company* mit Sitz in New York. Die *DTC* bedient sich ihrer Tochtergesellschaft *Cede & Co.* als *nominee*, weil sie auf Grund von Bestimmungen der *Federal Trade Commission* und der *Securities Exchange Commission* nicht selbst im Aktienregister des Emittenten eingetragen werden darf.

Dieses System, das einer Erleichterung der Abwicklung bei den Wertpapiergeschäften dienen sollte, hat in der Vergangenheit zunächst zur Verschlechterung der Kommunikation zwischen der Gesellschaft und dem wirtschaftlichen Aktieninhaber (*beneficial owner*) geführt. Es hatte sich nämlich zunehmend eingebürgert, dass der Treuhänder (*nominee*) die Stimmrechte aus den Aktien, als dessen Eigentümer er eingetragen war, ausübte, ohne den *beneficial owner* vorher zu konsultieren<sup>493</sup>. Um dem entgegen zu wirken, hat die *Securities Exchange Commission (SEC)* und haben auch einzelne Börsen Vorschriften erlassen, die die Kommunikation zwischen der Gesellschaft, dem eingetragenen Treuhänder (*nominee*) aber auch dem eigentlichen Aktionär (*beneficial owner*) gewährleisten sollen. So hat die Wertpapieraufsichtsbehörde *SEC* in den 70er Jahren Wertpapierhändlern, -maklern und Banken die Verpflichtung auferlegt, den Gesellschaften ihre wahren Aktionäre bekanntzugeben, soweit diese dem nicht ausdrücklich widersprochen haben<sup>494</sup>, und alle Informationen bezüglich einer Stimmrechtsvollmacht weiterzuleiten<sup>495</sup>. Diese Regelungen sind Teil der bundesstaatlichen *proxy regulation*. Zudem untersagen es einzelne Börsen ihren Mitglieds-Wertpapierhändlern, das Stimmrecht aus Aktien auszuüben, die ihnen nicht gehören, solange sie nicht die *beneficial owner*, um Anweisungen zur Stimmrechtsausübung befragt haben<sup>496</sup>.

Vorschriften, die die Kommunikation zwischen dem *record* und dem *beneficial owner*, also zwischen dem eingetragenen und dem tatsächlichen Aktionär betreffen, finden sich darüber hinaus

<sup>489</sup> Vgl. dazu das 1. Kapitel S. 22 f.

<sup>490</sup> Sec. (a) 3 (A)(4) *SEA*; 15 U.S.C. § 78c et seq.

<sup>491</sup> Sec. (a) 3 (A)(5) *SEA*; 15 U.S.C. § 78c et seq.

<sup>492</sup> Sec. (a) 3 (A)(6) *SEA*; 15 U.S.C. § 78c et seq.

<sup>493</sup> Nach dem einzelstaatlichen Recht ist nur der *record holder* zur Stimmrechtsabgabe berechtigt, vgl. Del. Code Ann. tit. 8, § 213 (1983 & Supp. 1990).

<sup>494</sup> 17 CFR 240.14a-13.

<sup>495</sup> 17 CFR 240.14b-1 für Wertpapierhändler; 17 CFR 240.14b-2 für Banken.

<sup>496</sup> *NYSE Rules* 450 – 460.

auch im *Uniform Commercial Code (UCC)*, dem US-Handelsgesetzbuch. Deren Anwendbarkeit setzt aber voraus, dass auch in diesem Fall ein indirektes Verwahrsystem (*indirect holding system*) besteht, das die Verschaffung eines *security entitlement's* beinhaltet<sup>497</sup>. Dies wiederum ist aber nur dann der Fall, wenn die Eintragung eines Treuhänders (*nominee registration*) stets die Etablierung eines sogenannten *securities account* beinhaltet, das gemäß § 8-501 (a) *UCC* immer dann vorliegt, wenn derjenige, der das Konto, beispielsweise ein Wertpapierkonto, führt, sich dazu verpflichtet hat, den Kontoinhaber als diejenige Person zu behandeln, die zur Ausübung der Rechte befugt ist, die mit dem auf dem Konto verbuchten Vermögenswerten verbunden sind<sup>498</sup>. Gerade das ist aber bei der *nominee-registration* stets der Fall. Somit sind hier die Vorschriften des *Uniform Commercial Code*, die die Kommunikation zwischen *record* und *beneficial owner*, welche im Rahmen des indirekten Verwahrsystems als *securities intermediary*<sup>499</sup> und *entitlement holder*<sup>500</sup> bezeichnet werden, anwendbar. Nach diesen Vorschriften ist der *securities intermediary*, also derjenige, der die Aktien für einen Dritten verwahrt, verpflichtet, dem *entitlement holder*, also dem Dritten, die Ausübung aller aus der Innehabung der Aktien resultierenden Rechte, also auch das Stimmrecht<sup>501</sup>, zu ermöglichen<sup>502</sup>.

## 2. Information des Aktionärs und Stimmabgabe

Im Folgenden sind die Information des Aktionärs (a) und die Stimmabgabe (b) darzustellen. Da insoweit nur die Stimmrechtsausübung aus Aktien börsennotierter Gesellschaften zu berücksichtigen ist und im Vorfeld einer jeden Hauptversammlung eine Stimmrechtswerbung (*proxy solicitation*) stattfindet, sind neben den einzelstaatlichen Regelungen und dem *Case Law* insbesondere die Vorschriften der *proxy regulation* zu berücksichtigen. Wegen der hohen Anzahl der *nominee-*

<sup>497</sup> Zum indirekten Verwahrsystem und dem *security entitlement* vgl. die ausführliche Darstellung auf Seite 115 ff. des 3. Kapitels.

<sup>498</sup> Die Eintragung eines Dritten führt aber nicht automatisch zur Etablierung eines *securities account*. So stellt z. B. weder ein sogenannter *mutual fund account* noch ein *trust account* ein *securities account* im Sinne des § 8-501 *UCC* dar; vgl. dazu *Hawkland, William D./Rogers, James S.*, 1920-Uniform Commercial Code series, Revised Article 8, Investment Securities, S. 555 ff. (mutual fund accounts) und S. 560 ff. (trust accounts).

<sup>499</sup> Zur Definition dieses Begriffes führt § 8-102 (14)(i)(ii) *UCC* aus:

„Securities Intermediary“ means

a clearing corporation; or

a person, including a bank or a broker, that in the ordinary course of its business maintains securities accounts for others and is acting in that capacity.

<sup>500</sup> Der Begriff ist in § 8-102 (7) *UCC* folgendermaßen definiert:

„Entitlement Holder“ means a person identified in the records of a securities intermediary as the person having a security entitlement against the securities intermediary. If a person acquires a security entitlement by virtue of Section 8-501 (b)(2) or (3) that person is the entitlement holder.

<sup>501</sup> Official Comment zu [Rev] § 8-501, abgedruckt in, *Hawkland, William D./Rogers, James S.*, 1920-Uniform Commercial Code series, Revised Article 8, Investment Securities, S. 542.

<sup>502</sup> Vgl. § 8-501 (a); Vgl. dazu auch den Official Comment zu [Rev] § 8-501, abgedruckt in, *Hawkland, William D./Rogers, James S.*, 1920-Uniform Commercial Code series, Revised Article 8, Investment Securities, S. 541: ...“the fundamental principles of the new rules are that an entitlement holders' own intermediary has the obligation to see to it that the entitlement holder receives all the economic and corporate rights that comprise the security and therefore that the entitlement holder can exercise its rights only through that intermediary.“

#### 4. Kapitel

Eintragungen im Zusammenhang mit der Wertpapierverwahrung im US-amerikanischen Recht, ist zudem auch an dieser Stelle auf die Vorschriften zum *securities account* einzugehen.

##### a) Information des Aktionärs

Sofern der einzelne Aktionär selbst in das Aktienregister der Gesellschaft eingetragen ist, erhält er „schriftliche“ Nachricht von der Einberufung der Hauptversammlung unter Angabe des Ortes und der Zeit direkt von der Gesellschaft aufgrund der einzelstaatlichen Kapitalgesellschaftsrechte<sup>503</sup>. Einige wenige Staaten haben mittlerweile auch die Benachrichtigung unter Nutzung elektronischer Medien zugelassen<sup>504</sup>. Unter diesen Staaten befindet sich auch der wegen zahlreicher Inkorporationen bedeutende Staat New York<sup>505</sup>. Soweit eine Stimmrechtswerbung (*proxy solicitation*) vorliegt, muss dem Aktionär zusätzlich zu der Stimmrechtskarte (*proxy card*<sup>506</sup>) ein umfassender Bericht (*proxy statement*<sup>507</sup>) zugeschickt werden. Das *proxy statement* soll dem Aktionär durch hinreichende Information ermöglichen, dem Vollmachtsgeber interessengerechte Weisungen zur Stimmrechtsausübung auf dem Vollmachtsformular (*proxy card*) zu erteilen. Es enthält neben der Angaben über Zeit und Ort der Hauptversammlung<sup>508</sup> noch eine Reihe weiterer Informationen. So wird darüber hinaus eine Rechtsbelehrung zum Vollmachtswiderruf und zu Ansprüchen bei Abstimmungsniederlagen mitgeteilt<sup>509</sup>. Ebenso muss der Stimmrechtswerber genannt sein, die Sonderinteressen beschlussbetroffener Personen sind aufzudecken<sup>510</sup> und die stimmberechtigten Wertpapiere sind zu spezifizieren<sup>511</sup>. Wahlen und Abstimmungen begleiten ausführliche Hintergrundinformationen zu den einzelnen Beschlussgegenständen<sup>512</sup>. Alle *soliciting materials* sind auch der SEC vorzulegen, die sie auf Vollständigkeit überprüft.

Ist nicht der Aktionär selbst, sondern ein *nominee* in das Aktienregister der Gesellschaft eingetragen, ergibt sich dessen Pflicht zur Weiterleitung der Information<sup>513</sup>, die er von der Gesellschaft erhalten hat, ebenfalls aus der *proxy regulation* von 1934. Des weiteren ist er, sofern der Aktionär nicht widersprochen hat, zur Übermittlung der Aktionärsdaten an die Gesellschaft verpflichtet<sup>514</sup>. Zudem ergibt sich aus den Vorschriften des § 8, Abschnitt 5 *Uniform Commercial Code* von 1994

<sup>503</sup> § 222(a) Del.Gen.Corp.L.

<sup>504</sup> Missouri Rev.Stat., ch 351, § 320(1) und Idaho Stat., tit. 30, ch. 1, § 141(1).

<sup>505</sup> N.Y.Bus.Corp.Law § 605(a); dazu 30 (33) Sec. Reg. & Law Rep. (BNA), Aug. 14, 1998, 1231; nach dem Recht des Staates New York muss der Aktionär aber vorher auf die schriftliche Benachrichtigung verzichten.

<sup>506</sup> Muster bei *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991, S. 800 f. (Anhang 2).

<sup>507</sup> Vgl. 17 CFR 240.14a-1(g) und 17 CFR 240.14a-3(a) *SEA*.

<sup>508</sup> Zu Zeit und Ort der Hauptversammlung (Date, Time and Place Information) siehe Item 1 von Schedule 14A *SEA* (§ 240.14a-101), der auch die weiteren Voraussetzungen enthält.

<sup>509</sup> 17 CFR 240.14a-101. Item 2. Revocability of proxy and Item 3. Dissenters' right of appraisal.

<sup>510</sup> 17 CFR 240.14a-101. Item 5. Interests of certain persons in matters to be acted upon.

<sup>511</sup> 17 CFR 240.14a-101. Item 6. Voting securities and principal holders thereof.

<sup>512</sup> 17 CFR 240.14a-101. Item 7. et seq.

<sup>513</sup> 17 CFR 240.14b-1 für Wertpapierhändler; 17 CFR 240.14b-2 für Banken.

<sup>514</sup> 17 CFR 240.14a-13.

#### 4. Kapitel

(UCC), dass der *securities intermediary*, also derjenige, der die Aktien für einen Dritten hält, zur Weiterleitung aller für die Stimmrechtsausübung erforderlichen Informationen an den *entitlement holder*, also den Dritten, verpflichtet ist. Dies gilt auch soweit ein mehrstufiges Verhältnis besteht, also der *entitlement holder* zugleich *securities intermediary* eines weiteren *entitlement holder's* ist. Ein solches mehrstufiges Verwahrverhältnis besteht auch bei der Eintragung des *nominee* der *Depository Trust Company (DTC)*, nämlich *Cede & Co* als *record owner*, der die Aktien stellvertretend für einen Broker oder ein Bank hält, die diese wiederum für den eigentlichen Aktionär (*beneficial owner*) halten. In diesem Fall bestehen zwei *securities accounts*. *Cede & Co* ist dann zur Weiterleitung der Information an den *broker, dealer* oder die Bank verpflichtet, und diese wiederum müssen die Informationen an ihre Kunden, die *beneficial owner*, weiterleiten.

##### b) Stimmabgabe

Zur Stimmabgabe ist grundsätzlich erforderlich, dass der Aktionär entweder selbst auf der Hauptversammlung erscheint oder der von ihm „beauftragte“<sup>515</sup> Dritte persönlich an der Hauptversammlung teilnimmt<sup>516</sup>. Eine Ausnahme hiervon stellt der sogenannte *written consent* dar. Neben der Stimmabgabe auf der Hauptversammlung besteht für die Aktionäre nach US-amerikanischem Recht nämlich auch die Möglichkeit, Gesellschaftsbeschlüsse in einem schriftlichen Verfahren herbeizuführen<sup>517</sup>, soweit nicht in der Satzung (*certificate of incorporation*) etwas anderes vorgesehen ist<sup>518</sup>. In diesem Fall ist die Abhaltung einer Hauptversammlung nicht erforderlich. Trotz dieser Möglichkeit werden die Gesellschaften aber nicht von der Verpflichtung entbunden, eine jährliche Hauptversammlung abzuhalten<sup>519</sup>, bei der die Aktionäre oder ihre Vertreter persönlich anwesend sein müssen. Sollte ein Aktionär – entgegen der US-amerikanischen Praxis – somit beabsichtigen, sein

<sup>515</sup> Rechtstechnisch handelt es sich um eine sogenannte *agency*, *Duffy v. Loft, Inc.*, note 1 *supra*, 17 Del. Ch. at 147-48, 151 A. at 227-28, außerdem *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346, 1355 (Del. 1985).

<sup>516</sup> Dies ergibt sich aus § 216 Del. Gen. Corp. L., wonach sich das erforderliche Quorum aus den anwesenden Aktionären und denen durch einen anwesenden Stimmrechtsvertreter repräsentierten Aktionären ergibt.

<sup>517</sup> Vgl. § 228 Del. Gen. Corp. L.

<sup>518</sup> Es können auf diesem Wege Direktoren ernannt bzw. abberufen sowie Übernahmen genehmigt werden. Der Vorteil für die Aktionäre liegt vor allem darin, dass sie einen Gesellschaftsbeschluss herbeiführen können, ohne von der Einberufung einer Hauptversammlung durch die Direktoren abhängig zu sein, *Prime Computer, Inc. v. Allen*. C.A. No. 9557, slip op. at 10 (Del. Ch. Jan. 25, 1988), *aff'd*, 540 A.2<sup>nd</sup> 417 (Del. 1988). Die erforderliche Anzahl an Aktionäre, die den *written consent* unterzeichnen müssen, liegt allerdings höher als bei einer Hauptversammlung, auf der die Stimmen der Mehrzahl der anwesenden Stimmen ausreicht. Im Gegensatz dazu ist bei einem *written consent* die Mehrzahl aller stimmberechtigten Aktien erforderlich; vgl. zu den unterschiedlichen Anforderungen hinsichtlich der Mehrheitsverhältnisse, *Ward/Welch/Turezyn*, Folk on the Delaware General Corporation Law, GCL-VII-240.

Grundsätzlich sind nur solche Personen zur Teilnahme an einem *written consent* berechtigt, die namentlich in den Büchern der Gesellschaft verzeichnet sind oder für einen *record holder* zur Stimmrechtsausübung bevollmächtigt sind, *Ward/Welch/Turezyn*, Folk on the Delaware General Corporation Law, GCL-VII-241. Der *beneficial owner*, der nicht im Register der Gesellschaft eingetragen ist, ist hingegen nicht zur Teilnahme berechtigt, See Fernamt, C.A. NO. 8035 (Del. Ch. Aug. 15, 1985); Grynberg, C.A. Nos. 5198 & 6480 (Del. Ch. Aug. 13, 1981), wenngleich der eingetragene Aktionär sein Stimmrecht nicht entgegen den Wünschen des *beneficial owners* ausüben darf, See Freeman, C.A. No. 8035 (Del. Ch. Aug. 15, 1985).

<sup>519</sup> Vgl. § 211 Del. Gen. Corp. L.; *Hoschett v. TSI Intl. Software*, C.A. No. 14601, slip op. at 8 (Del. Ch. July 19, 1996).

#### 4. Kapitel

Stimmrecht selbst auszuüben, so muss er sich selbst auf die Hauptversammlung begeben. Soweit der Aktionär (*beneficial owner*) nicht selbst im Register der Gesellschaft eingetragen ist, hat der eingetragene *record owner* diesen auf Verlangen zu ermächtigen. Ist hingegen der Aktionär selbst im Register der Gesellschaft aufgenommen, bedarf es keiner Ermächtigung, da der Eingetragene ebenso wie im deutschen Recht gegenüber der Gesellschaft zur Ausübung der Aktionärsrechte legitimiert ist<sup>520</sup>.

Beauftragt der Aktionär einen Dritten mit der Stimmabgabe, so hat er ihm eine Vollmacht zu erteilen. Deren Inhalt unterliegt nach dem einzelstaatlichen Recht keiner bestimmten Form<sup>521</sup>, solange ihr zu entnehmen ist, dass der Aktionär einen Dritten mit der Stimmabgabe beauftragt hat und seine Authentizität erkennbar ist<sup>522</sup>. Es ist ebenfalls nicht erforderlich, dass die Vollmacht schriftlich erteilt wird. Sowohl die Reproduktion der eigentlichen Vollmacht<sup>523</sup> als auch deren Erteilung sowie Übermittlung über elektronische und telegraphische Medien<sup>524</sup> ist zulässig. Anders ist dies aber, wenn eine *proxy solicitation* vorliegt, sowohl nach einzelstaatlichem Recht als auch nach Bundesrecht<sup>525</sup>. In diesem Fall sind die Stimmrechtswerber verpflichtet, dem Aktionär eine *proxy card* zuzusenden. Allerdings kann auch deren Übermittlung unter bestimmten Voraussetzungen über elektronische Medien erfolgen. Im Einzelnen hat die SEC diese Voraussetzungen in konkretisierenden Erlassen (*releases*) festgelegt. Danach ist es erforderlich, dass der Aktionär über die Möglichkeit der Information über elektronische Medien rechtzeitig und umfangreich informiert wird (*timely and adequate notice*), der Gesellschaft die Zustimmung des Aktionärs, die Information durch elektronische Medien zu erhalten, zugegangen ist (*consent to delivery*), der Aktionär einen einfachen Zugang zu den Informationen hat (*effective access*) und die Gesellschaft vernünftiger Weise davon ausgehen kann, dass die Mitteilungen, die durch die neuen Medien versandt worden sind, auch dem Aktionär zugegangen sind (*evidence of delivery*)<sup>526</sup>. Nachdem der Aktionär die *proxy card* über elektronische Medien erhalten hat, ist es ihm weiterhin möglich, die Vollmacht in elektronischer Form (*electronic filers*<sup>527</sup>) abzugeben.

<sup>520</sup> Vgl. Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht 1991, Rdnr. 641.

<sup>521</sup> *Parshalle v. Roy*, note 199 *supra*, 567 A.2d at 27.

<sup>522</sup> *Concord Fin Group, Inc. v. Tri-State Motor Transit Co. of Del.*, 567 A.2d 1, 12-13 (Del. Ch. 1989).

<sup>523</sup> § 212(d) Del.Gen.Corp.L.

<sup>524</sup> § 212(c)(2) Del.Gen.Corp.L.

<sup>525</sup> Vgl. dazu 17 CFR 240.14a-4 SEA (Requirements as to Proxy).

<sup>526</sup> So ausdrücklich SEC Release No. 33-7233; 34-36345, die sogenannte „*october release*“ vom Oktober 1995 und SEC Release No. 33-7288; 34-37182, die sogenannte „*may release*“ vom Mai 1996. Beide *releases* geben diverse Beispiele für die Anwendung dieser vier Anforderungen. Vgl. zur „*may release*“ auch Dolan-Noack/Spindler, Unternehmensrecht und Internet, S. 155 (157 ff.), 2001.

<sup>527</sup> Die Definition findet sich in unter 17 CFR 240.0-1(a)(6) SEA.

### III. Zusammenfassung

Die Regeln zur Stimmrechtsausübung in Deutschland und den USA weisen sowohl Gemeinsamkeiten als auch Unterschiede auf.

Unterschiede bestehen in den beiden Rechtsordnungen hinsichtlich der Bedeutung der Hauptversammlung. In Deutschland dient die Hauptversammlung als Diskussionsforum und zur Vorbereitung gesellschaftsrechtlicher Entscheidungen. In den USA hingegen stellt die Hauptversammlung lediglich den Ort der Stimmabgabe dar, wohingegen sich die Meinungsbildung und Diskussion von Beschlussvorlagen fast vollständig auf die Stimmrechtswerbung im Vorfeld der Hauptversammlung verlagert hat, wobei die US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde *SEC* die Stimmrechtswerbung gegenüber der Hauptversammlung durch ein dichtes Regelungsnetz geordnet hat.

Trotz dieser unterschiedlichen Gestaltung ist aber die Aktionärspräsenz, das heißt die physische Anwesenheit von Aktionären, die Aktien besitzen, sowohl in Deutschland als auch in den USA prozentual verschwindend gering, wenngleich in Deutschland zumindest in absoluten Zahlen immer noch viele Kleinanleger an den Hauptversammlungen teilnehmen. Die Konsequenz der mangelnden Aktionärspräsenz in Deutschland und den USA ist, dass der Stimmrechtsvertretung in beiden Ländern eine überragende Bedeutung zukommt, wobei die Stimmrechtsvertretungssysteme ganz unterschiedlich ausgestaltet sind. Im deutschen Recht stellen die Banken noch ein unverzichtbares Element der Stimmrechtsausübung dar, wohingegen in den USA in der Regel die Unternehmensverwaltung diese Aufgabe wahrnimmt, die somit im Zentrum der Stimmrechtswerbung (*proxy solicitation*) und der Stimmrechtsvertretung (*proxy voting*) steht.

Zwar räumt § 134 Abs. 3 S. 3 AktG nunmehr auch deutschen Aktiengesellschaften die Möglichkeit ein, Stimmrechte durch die Gesellschaft oder durch von ihr benannte Personen ausüben zu lassen. Ob dadurch aber auch in Deutschland das Verwaltungsstimmrecht zur Regel und dadurch das Depotstimmrecht der Banken verdrängt wird, darf bezweifelt werden. Denn das nach Ansicht der Verfasser gegebene Erfordernis der selbstverfassten Weisung wird viele Kleinaktionäre davon abhalten, den Gesellschaftsvertreter zu bevollmächtigen. Ein Verzicht auf selbstverfasste Weisungen und statt dessen die Zulassung ausdrücklicher Weisungen wie im US-amerikanischen *proxy voting* kommt aber nicht in Betracht, da das *US-proxy system* – anders als es die Begründung des Rechtsausschusses mit der Anlehnung an das *proxy system* suggerieren mag – dem deutschen Verwaltungsstimmrecht nicht vergleichbar ist. Das deutsche Verwaltungsstimmrecht verzichtet auf investorschützende Informationspflichten bei der Vollmachtseinwerbung. Erst durch die ausführliche Information der Anteilseigner in dem *proxy statement* wird eine interessengerechte Weisung



#### 4. Kapitel

ermöglicht. Hinzu kommt, dass die Binnenkommunikation im *US-proxy system* gefördert wird, wohingegen die Aktionäre in Deutschland nur die Möglichkeit haben, über § 126 AktG miteinander in Kontakt zu treten. Schließlich werden die im Zusammenhang mit der Stimmrechtswerbung stehenden Informationen allesamt von der *SEC* überprüft. Im Vergleich dazu sind die Regelungen im deutschen Recht, die §§ 125, 126, 127 und 135 AktG, rudimentär und nicht in der Lage, eine der Präsenzhauptversammlung nachgeahmte Bildung des Willens grundsätzlich zu gewährleisten. Zwar ist dies auch bei der Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute nicht der Fall. Die Vertretung durch Kreditinstitute birgt aber auch nicht die gleichen Gefahren wie das Verwaltungsstimmrecht, da ein vergleichbarer Interessenkonflikt nicht besteht. Dies erklärt auch, warum eine selbstverfasste Weisung bei der Vertretung durch Kreditinstitute nicht erforderlich ist.

Ein weiterer Unterschied zwischen den beiden Rechtsordnungen besteht in der Weiterleitung der Information an den eigentlichen Aktionär, soweit ein Dritter im Aktienregister der Gesellschaft eingetragen ist. In den USA wird dies seitens der eingetragenen *nominees* besorgt, so dass der Stimmrechtsvertreter (in der Regel die Unternehmensleitung) und der zur Weiterleitung der Information Verpflichtete nicht identisch sind, wohingegen in Deutschland in beiden Fällen regelmäßig noch die Banken Regelungsadressat der Vorschriften sind, sofern die Benachrichtigung nicht ausschließlich durch die Gesellschaft vorgenommen wird, die dann auch im Wege der Verwaltungsvollmacht das Stimmrecht der Aktionäre ausüben kann.

### § 15 Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung

Im Folgenden ist die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung zwischen den beiden Ländern zu untersuchen und zwar zunächst die Stimmrechtsausübung von Deutschland nach den USA (I) und anschließend die Stimmrechtsausübung von den USA nach Deutschland (II).

#### I. Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung von Deutschland nach den USA

Zuerst geht es um die Probleme, welche auftauchen, wenn ein deutscher Aktionär das Stimmrecht aus einer in Deutschland notierten US-Aktie ausüben möchte, und zwar zunächst im Zusammenhang mit der Information des Anlegers (1) und danach um solche im Zusammenhang mit der eigentlichen Abgabe der Stimme in der Hauptversammlung (2).

##### 1. Die Information des deutschen Aktionärs

Eine Absicherung der für eine Stimmabgabe in der Hauptversammlung erforderlichen Information über deren Einberufung kann sich aus US-Recht ergeben (a) oder aus deutschem Recht (b).

## 4. Kapitel

### a) Information nach US-Recht

Soweit ein deutscher Aktionär in das Aktienregister einer US-amerikanischen Gesellschaft eingetragen ist, ist die Information über die Einberufung der Hauptversammlung nach dem einzelstaatlichen US-Gesellschaftsrecht gewährleistet. Da aber die Eintragung des Aktionärs auch in den USA nicht notwendig ist, bleibt zu erörtern, ob die Benachrichtigung des Aktionärs auch dann gesichert ist, wenn an seiner Stelle eine Bank im Aktienregister eingetragen ist.

Die Information des eigentlichen Aktionärs über Abschnitt 5 des § 8 *UCC* scheidet von vornherein aus. Hält ein deutscher Aktionär seine US-Aktien nicht über einen US-amerikanischen *nominee*, sondern nachdem er sie an einer deutschen Börse erworben hat, über eine deutsche Bank, die vom Regelungsbereich des *Uniform Commercial Code* nicht erfasst wird, so erhält er auch keine Information über die Einberufung der Hauptversammlung gemäß § 8 Abschnitt 5 *UCC*. Gleiches gilt hinsichtlich der Vorschriften des US-amerikanischen Bundeskapitalmarktrechts. Zwar werden die deutschen Banken selbst im Rahmen der Stimmrechtswerbung noch von der US-amerikanischen Gesellschaft über Zeit und Ort der Hauptversammlung unterrichtet, die Weiterleitung dieser Information an die nicht eingetragenen deutschen Aktionäre aber wird über die US-amerikanischen Kapitalmarktvorschriften, insbesondere die *proxy regulation* nicht mehr gewährleistet. Anders als beim eingetragenen deutschen Aktionär ist in dem Fall, dass anstelle des Aktionärs eine deutsche Bank in den Büchern der US-amerikanischen Gesellschaft eingetragen ist, die Unterrichtung des Aktionärs nach US-amerikanischem Recht also nicht sichergestellt.

### b) Information nach deutschem Recht

Womöglich ergibt sich eine Informationspflicht aber aus deutschen Rechtsvorschriften. Da beim selbst eingetragenen Aktionär bereits nach US-amerikanischem Recht eine Information gesichert ist, schadet es nicht, dass das deutsche Aktiengesetz lediglich das Recht der inländischen Gesellschaften regelt und deshalb beim Kauf ausländischer Aktien keine Anwendung findet, soweit der Aktionär in das Aktienregister der ausländischen Gesellschaft eingetragen wurde. Doch wie sieht es aus, wenn anstelle des Aktionärs eine deutsche Bank im Aktienregister der US-amerikanischen Gesellschaft eingetragen ist, und es um die Frage der Weiterleitung von Informationen an den Aktionär geht? Greifen hier Vorschriften des deutschen Rechts?

Da die US-amerikanischen Vorschriften auf das Rechtsverhältnis der deutschen Bank zu ihrem Kunden, dem Aktionär, nicht anwendbar ist, kann sich eine gesetzliche Informationspflicht der Kreditinstitute allenfalls aus § 128 Abs. 1 AktG ergeben. Indessen verweist § 128 Abs. 1 AktG auf § 125 Abs. 1 AktG, der sich lediglich auf Bekanntmachungen und Mitteilungen des Vorstandes

#### 4. Kapitel

deutscher Gesellschaften bezieht. Da ausländische Gesellschaften vom Aktiengesetz nicht erfasst werden, besteht auch keine Pflicht der Kreditinstitute nach § 128 Abs. 1 AktG zur Weiterleitung von Mitteilungen ausländischer Gesellschaften<sup>528</sup>.

Im Einzelfall kann jedoch eine Benachrichtigungspflicht aufgrund des zwischen der Bank und dem Kunden bestehenden Vertragsverhältnisses bestehen<sup>529</sup>. Aufgrund dieses Vertragsverhältnisses ist die Depotbank auch zu Dienstleistungen verpflichtet, so dass die auftragsrechtlichen Bestimmungen anwendbar sind (§ 675)<sup>530</sup>. Die AGB Wertpapiergeschäfte<sup>531</sup> (Nr. 16) konkretisieren die auftragsrechtlichen Benachrichtigungspflichten (§ 666), wie sie der Depotbank aufgrund der depotgeschäftlichen Vertragsbeziehung obliegen. Diese AGB-mäßige Konkretisierung ist nach der Rechtsprechung wirksam.

Nach Nr. 16 der AGB Wertpapiergeschäfte ist die Bank dann zur Weiterleitung verpflichtet, wenn sich die entsprechende Information auf die Rechtsstellung des Kunden erheblich auswirken kann und die Benachrichtigung des Kunden zur Wahrung seiner Interessen erforderlich ist. Ob dies schon immer dann der Fall ist, wenn es um die Abgabe der Stimme in der Hauptversammlung geht, ist eher zweifelhaft. Es kommt vielmehr auf die Punkte an, über die abzustimmen ist. Im Allgemeinen kann jedoch davon ausgegangen werden, dass die deutschen Banken ihre Kunden von der Einberufung der Hauptversammlung informieren und die entsprechenden Unterlagen – wenn auch gegen eine Gebühr – weiterleiten.

Während also bei denen in den Aktienregistern US-amerikanischer Gesellschaften eingetragenen Aktionären bereits nach US-amerikanischem Recht eine Benachrichtigung über die Einberufung der Hauptversammlung sichergestellt ist, kann sich die Weiterleitungspflicht einer deutschen Bank nur aus der depotvertraglichen Vereinbarung mit dem Aktionär ergeben.

---

<sup>528</sup> Vgl. *Zöllner-Kölner Kommentar*, § 128 Rdnr. 4; *Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/286.

Etwa anderes ergibt sich auch dann nicht, wenn die depotführende Bank auch Depotbank im Sinne des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAAG) ist. Zwar beschränken sich die mit der Depotbankfunktion verbundenen Pflichten in diesem Fall nicht auf die reine Verwahrung der Fondswerte, da der Depotbank insbesondere die wirtschaftliche Abwicklung aller der Kapitalanlagegesellschaft obliegenden Geschäfte anvertraut ist. Dennoch trifft die Depotbank Verwaltungspflichten nur insoweit, als sie ihr vom KAAG ausdrücklich zugewiesen worden sind. Außerhalb einer solchen ausdrücklichen Zuweisung verbleibt es hinsichtlich der Verwaltungstätigkeit bei dem für alle Depotbanken geltenden Grundsatz, dass die Kreditinstitute mangels einer ausdrücklichen und schriftlichen Vereinbarung keine anderen als die in den AGB erwähnten Dienstleistungen übernehmen (*Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/286). Mit der Verwaltung der Fondswerte und der Ausübung der damit verbundenen Stimmrechts hat das KAAG aber ausdrücklich die Kapitalanlagegesellschaft betraut (vgl. § 10 Abs. 1 KAAG).

<sup>529</sup> *Kümpel-BuB*, Band 4, 8/255 ff.; *Heinsius/Horn/Than*, *DepotG 1975*, § 22 Rdnr. 46.

<sup>530</sup> *Kümpel*, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2000, 2. Aufl., Köln, Rdnr. 11.104.

<sup>531</sup> Abgedruckt und kommentiert von *Jütten-BuB*, Band 4, Rdnr. 7/21 ff.

## 2. Die Stimmabgabe des deutschen Aktionärs in den USA

Auch dem deutschen Aktionär bietet sich nach US-Recht die Möglichkeit, sein Stimmrecht entweder selbst (a) oder durch einen Bevollmächtigten (b) auszuüben.

### a) Die Ausübung des Stimmrechts durch den Aktionär selbst

Ebenso wie im deutschen Recht ist auch im US-amerikanischen Recht die Hauptversammlung der Anteilseigner der originäre Ort ihrer Mitwirkung. Deutsche Aktionäre, die ihre Stimmrechte in der Hauptversammlung einer *US-corporation* selbst ausüben möchten, stehen aber vor der Schwierigkeit, dass sie sich in diesem Fall in die USA an den Ort der Hauptversammlung begeben müssen. Allerdings ist zu bedenken, dass die Anwesenheit des Aktionärs am Ort der Hauptversammlung überhaupt nur wenig Sinn hat, da die Meinungsbildung bereits im Rahmen der vorangegangenen Stimmrechtswerbung (*proxy solicitation*) erfolgt ist. Dennoch soll hier kurz auf die anderen Möglichkeiten der Stimmrechtsabgabe ohne die physische Anwesenheit in der Hauptversammlung eingegangen werden, die das US-Recht dem deutschen Aktionär bietet.

Einige US-amerikanische gesellschaftsrechtlich allerdings nur unbedeutende Staaten lassen die sogenannte „Tele-Hauptversammlung“, das heißt eine Hauptversammlung bei der die Übertragung via Großbildleinwand in eine Räumlichkeit in einem anderen Land übertragen wird, unter der Voraussetzung zu, dass sich die Aktionäre gegenseitig hören können und die übrigen Voraussetzungen einer Hauptversammlung gegeben sind<sup>532</sup>. Die an diesen „Tele-Hauptversammlungen“ teilnehmenden Aktionäre werden ebenfalls als physisch anwesend betrachtet<sup>533</sup> und damit als zur Stimmabgabe berechtigt angesehen. Zu beachten ist aber, dass einige US-amerikanische Staaten die Durchführung einer „Tele-Hauptversammlung“ ausdrücklich auf Gesellschaften mit einem kleinen Aktionärskreis beschränkt haben<sup>534</sup>. Die Beschränkung auf solche Gesellschaften liegt unter anderem darin begründet, dass die Anwesenheit von Kleinaktionären bei großen Publikumsgesellschaften so gut wie gar nicht vorkommt.

Was ferner die Übertragung von Hauptversammlungen im Internet angeht, ist dies in den USA bereits keine Besonderheit mehr. Ihre rechtliche Zulässigkeit wird nicht in Zweifel gezogen. Indessen wird der sich über das Internet in eine Hauptversammlung einwählende Aktionär nicht als physisch

<sup>532</sup> Z. B. Maryland Code, § 2-502.1; Minnesota Stat., ch. 302a, § 436; Montana Corp. Act, § 35-1-516, North Dakota - § 10-19.1-75.2; Oregon Rev.Stat., § 60.222; Pennsylvania Cons.Stat., tit. 15, ch. 17, § 1708; Tennessee - Tn.Code, § 48-17-109; Utah - Ut.Code, § 16-10a-708; Washington - Rev.Code of Wash., § 23B.07.080.

<sup>533</sup> Z. B. Minnesota Stat., ch. 302A, § 436; „....., a conference among shareholders by any means of communication through which the shareholders may simultaneously hear each other during the conference constitutes a regular or special meeting of shareholders,...“.

<sup>534</sup> So lässt Montana die „Tele“-Hauptversammlung nur dann zu, wenn die corporation 50 oder weniger Aktionäre hat, Mt.Corp.Act, § 351-516(4).

anwesend angesehen. Da die US-amerikanischen gesellschaftsrechtlichen Kodifikationen aber ebenso wie das Aktiengesetz eine Abstimmung „in der Hauptversammlung“ *in person or by proxy* vorsehen<sup>535</sup>, ist eine Stimmabgabe über das Internet auch in den USA ausgeschlossen. Es ist also weder die *virtuelle Hauptversammlung*, also eine Hauptversammlung, die ausschließlich im Internet abgehalten wird, noch die *gemischte online-Hauptversammlung*, die Teils an einem physischen Ort, teils im Internet abgehalten wird, als „Ort“ der Stimmrechtsabgabe zulässig.

Sieht man von den eher selten vorkommenden „Tele-Hauptversammlungen“ ab, ist dem deutschen Aktionär einer US-amerikanischen Gesellschaft die Ausübung des Stimmrechts ohne die Einschaltung eines Vertreters mithin nur dann möglich, wenn er auf der Hauptversammlung persönlich erscheint. Eine Abstimmung über das Internet jedenfalls ist ihm verwehrt.

#### b) Vertretung des Aktionärs bei der Stimmrechtsabgabe

Sofern sich ein deutscher Aktionär einer US-amerikanischen Gesellschaft bei der Stimmrechtsabgabe in den USA von einem Dritten vertreten lassen will, kommt zunächst die Vertretung durch die seine Aktien verwahrende deutsche *Depotbank* in Betracht. Allerdings ist das Auftreten deutscher Kreditinstitute auf ausländischen Hauptversammlungen absolut unüblich.

Da dem aber rechtliche Hindernisse nicht entgegenstehen, steht hier die Frage im Vordergrund, ob ein deutscher Aktionär gegenüber seiner Bank einen Anspruch darauf hat und wenn ja unter welchen Voraussetzungen. Während immerhin im deutschen Recht nach § 135 Abs. 10 AktG unter bestimmten engen Voraussetzungen ein Aktionär von seiner Depotbank eine Stimmrechtsvertretung für ihn verlangen kann<sup>536</sup>, gilt dies nicht beim Besitz von Aktien einer ausländischen Gesellschaft, da sich das deutsche Aktienrecht hierauf nicht erstreckt. Die Vorschrift findet auch keine analoge Anwendung<sup>537</sup>.

Eine rechtsgeschäftliche Verpflichtung der Kreditinstitute ist zwar möglich, aber nur, wenn sich die Bank hierzu einzelvertraglich verpflichtet hat. Die in den Nrn. 13 ff. der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte abschließend umschriebenen Dienstleistungen einer Bank im Rahmen der de-

<sup>535</sup> So auch *Spindler/Hüther*, RIW 2000, 329 (336); *Zätzsch/Gröning*, NZG 2000, 393 (400).

<sup>536</sup> Wann ein Erbieten vorliegt, ist streitig (*Barz*-Aktiengesetz, Großkommentar, 3. Aufl., § 135 Rdnr. 33). Richtiger Auffassung nach muss das Kreditinstitut durch eigene Initiative seine Bereitschaft zur Stimmrechtsausübung auf einer bestimmten Hauptversammlung eindeutig erkennen lassen (*Obermüller/Werner/Winden*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaften, 3. Aufl., 1967, 111). Ein verpflichtendes Erbieten liegt daher vor, wenn das Kreditinstitut dem Depotkunden eigene Vorschläge zur Stimmrechtsausübung macht und/oder ihn um Erteilung von Weisungen (§ 128 Abs. 2 S. 2 AktG) bittet, eine Spezialvollmacht für eine bestimmte Hauptversammlung einholt, wegen der Stimmrechtsvertretung bei einem Aktionär anfragt oder sich auf andere Weise um die Erlangen des Stimmauftrages bemüht (*Kümpel-BuB*, Band 4, Rdnr. 8/281). Dabei genügt die Initiative gegenüber einem Aktionär (*Zöllner-Kölner Kommentar*, 1973, § 135 Rdnr. 93).

<sup>537</sup> *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, 1975, § 22 Rdnr. 46.

potgeschäftlichen Aufbewahrung geben dem Depotkunden keinen Anspruch gegen die Bank, ihn bei der Abgabe des Stimmrechts zu vertreten. Im Hinblick auf die am 30.04.78 in Kraft getretenen Ausführungsbestimmungen zum US-amerikanischen *Securities Exchange Act* von 1934 (Abschnitt 13 d), wonach es zweifelhaft ist, ob nicht bereits eine Stimmrechtsvollmacht die deutsche Depotbank zum *beneficial owner* der Aktien im Sinne dieser Vorschriften werden lässt, unterbleibt die früher übliche Einbeziehung ausländischer Gesellschaften in den Vordruck der Banken zur Erteilung der Stimmrechtsvollmacht, da die Depotbanken andernfalls bei einem Aktienbesitz von mehr als 5 % des Grundkapitals (indirekt im Wege der Stimmrechtsvollmachten) eventuell bestimmte Meldepflichten gegenüber der Gesellschaft und der *SEC* treffen würden.

Allein wegen des außerordentlichen Kosten- und Zeitaufwandes bei einer Vertretung in den USA durch eine deutsche Bank, liegt es für einen deutschen Aktionär nahe, sich nach einem *Stimmrechtsvertreter in den USA* umzusehen. Wie bereits ausgeführt, ist eine US-amerikanische Gesellschaft ihrerseits daran interessiert, das auf der Hauptversammlung erforderliche Quorum zu erreichen, und sie bittet deshalb geradezu ihre Aktionäre um die Erteilung von Stimmrechtsvollmachten, und zwar nicht nur ihre Aktionäre aus den USA, sondern auch die ausländischen Aktionäre. Macht ein deutscher Aktionär, wie dies die meisten US-amerikanischen Aktionäre tun, von diesem Angebot Gebrauch, so lässt die Mehrzahl der US-amerikanischen Bundesstaaten die Bevollmächtigung sogar per Internet oder Telefon zu<sup>538</sup>. Deutsche Aktionäre können die US-amerikanische Gesellschaft somit bequem und ohne großen Aufwand bevollmächtigen. Doch darf nicht übersehen werden, dass die deutschen Aktionäre vielfach Schwierigkeiten mit den in englischer Sprache verfassten *proxy*-Formularen haben und aus diesem Grund vorformulierten Vollmachten nicht an die Gesellschaften zurückschicken. Doch ist auch für deutsche Aktionäre einer US-amerikanischen Gesellschaft eine Stimmabgabe durch einen Vertreter meist die einzig realistische Möglichkeit. Abgesehen von eventuellen Verständnisschwierigkeiten bei dem Ausfüllen der Stimmrechts- oder *proxy*-Formulare wirft die Stimmrechtsvertretung deutscher Aktionäre in den USA keine unüberwindbaren Schwierigkeiten auf, da zum einen die Einbeziehung moderner Kommunikationsmittel in den Prozess der Stimmrechtsvertretung in den USA bereits weit fortgeschritten ist und die Verwaltung der Gesellschaft als Stimmrechtsvertreter am Ort des Geschehens, das heißt in der Hauptversammlung, allemal anwesend ist.

---

<sup>538</sup> Zu diesen Staaten gehört auch Delaware, vgl. Del.Code Ann. tit. 8, § 212(c)(2) (West 1997).

## II. Die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung von den USA nach Deutschland

Auch hier ist zunächst zu erörtern, auf welche Weise ein US-Aktionär, der das Stimmrecht aus einer in den USA börslich notierten deutschen Namensaktie<sup>539</sup> ausüben möchte, informiert wird (1). Danach wird der Frage nachgegangen, wie der Aktionär seine Stimme abgeben kann (2).

### 1. Information des Aktionärs

Die grenzüberschreitende Ausübung des Stimmrechts erfordert zunächst – wie auch die nationale Stimmabgabe – , dass der Aktionär aus den USA von der Einberufung der Hauptversammlung in Deutschland Kenntnis erlangt, sei es direkt von der Gesellschaft oder von einem Dritten, da andernfalls weder die persönliche Ausübung des Stimmrechts noch die durch einen Bevollmächtigten möglich wäre. Der Informationsanspruch kann sich aus deutschem Recht (a) oder aus US-amerikanischem Recht (b) ergeben.

#### a) Information nach deutschem Recht

Die Stimmrechtsausübung im Rahmen einer deutschen Gesellschaft ist in Deutschland im Aktiengesetz geregelt und damit Teil des Gesellschaftsrechts. Nach dem im deutschen Internationalen Privatrecht geltenden Gesellschaftsstatut kommen daher die deutsche Vorschriften zur Stimmrechtsausübung zur Anwendung<sup>540</sup>, und zwar unabhängig von der Nationalität des Aktionärs und dem Erwerbort der Aktie.

Bei Namensaktien richtet sich die Benachrichtigung des Aktionärs danach, ob der Aktionär in das Aktienregister eingetragen ist oder nicht. Da die Aktionäre selbst in den USA üblicherweise überhaupt nicht in das Aktienregister der Gesellschaft eingetragen sind<sup>541</sup>, werden sie von der Einberufung der Hauptversammlung gemäß § 125 Abs. 2, Nr. 3 AktG regelmäßig keine Kenntnis erlangen. Die Gesellschaft wird die Mitteilungen gemäß dieser Vorschrift lediglich an die im Aktienregister eingetragenen Aktionäre (*record owner*) übersenden<sup>542</sup>, wohingegen zweifelhaft ist, ob die nach §

<sup>539</sup> Vgl. zur grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung bei Inhaberaktien: *Noack*, ZGR 1998, 592 (569 f.); *Seibert*, BB 1998, 2536 (2539); Zur Stimmrechtsausübung aus ADR vgl. *Röhler*, American Depositary Shares, S. 159 ff.

<sup>540</sup> *Zöllner-Kölner Kommentar*, § 135 Rdnr. 7; *Semler* in *MünchHdb AG*, § 38, Rdnr. 43; *Hüffer*, AktG, § 135, Rdnr. 4; *Eckhardt-Geßler*, Aktiengesetz, § 135, Rdnr. 19; a. A. *Barz-Aktiengesetz*, Großkommentar, 3. Aufl., § 135, Rdnr. 2.

<sup>541</sup> Wie bereits an anderer Stelle ausführlich erörtert, werden in den USA in der Regel nicht die Aktionäre sondern Treuhänder in die Aktienbücher eingetragen. Dabei bleibt es auch soweit es um deutsche Aktien geht, denn auf die Eintragung hat die Gesellschaft keinen Einfluss. Dies wird vielmehr von dem jeweiligen Eintragungsantrag bestimmt. Im US-Börsenhandel wird aber grundsätzlich die Eintragung eines Treuhänders beantragt werden. Es ist insoweit nicht erkennbar, dass die US-Sammelbanken ihre Praxis bei ausländischen Papieren ändern würden. Somit wird es auch beim Erwerb deutscher Aktien dabei bleiben, dass nicht der eigentliche Aktionär, sondern ein *trustee* in das Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen wird.

<sup>542</sup> Insofern herrscht hier anders als bei Inhaberaktien Rechtssicherheit, denn bei Inhaberaktien ist bereits fraglich, ob die Gesellschaft die Mitteilungen nach § 125 Abs. 1 auch dann machen muss, wenn die Aktien bei einer ausländi-

#### 4. Kapitel

128 AktG vorgeschriebene Weiterleitung dieser Informationen an den *beneficial owner*, also den US-amerikanischen Aktionär, nach deutschem Recht sichergestellt ist. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass das gesamte System der Aktionärsinformation ebenso wie auch die Stimmrechtsvertretung in Deutschland größtenteils noch von den Banken wahrgenommen wird. In den USA sind diese Bereiche aber grundlegend anders geregelt, so dass sich bereits daraus Schwierigkeiten ergeben können.

Eine Verpflichtung des in das Aktienregister der Gesellschaft eingetragenen Buchaktionärs (*record owner*) zur Weiterleitung von Mitteilungen an den eigentlichen Anteilseigner kann sich aus § 128 Abs. 1 AktG ergeben. Dies setzt nach dem Wortlaut der Vorschrift voraus, dass eine Mitteilung an ihn nach § 125 Abs. 1 AktG stattgefunden hat. Da die Voraussetzungen des Abs. 1 der Vorschrift, wonach in der letzten Hauptversammlung die Stimmrechte für Aktionäre ausgeübt oder Mitteilungen verlangt worden sein müssen, im Hinblick auf die US-amerikanische Stimmrechtsvertretung aber nicht erfüllt sind, können nur die Mitteilungen selbst als Anknüpfungspunkt für eine Weiterleitungspflicht nach § 128 Abs. 1 AktG dienen, soweit sie den eingetragenen *nominees* gemäß § 125 Abs. 2, Nr. 3 AktG zugeleitet worden sind. Die Mitteilungen nach Abs. 2 sind denen nach Abs. 1 des § 125 AktG gleichzustellen, so dass die Mitteilungsempfänger, also die *nominees*, dann zur Weiterleitung verpflichtet sind, wenn die Voraussetzungen des § 128 Abs. 1 AktG vorliegen. Die Frage ist daher, ob die Aktien in den USA für die Aktionäre verwahrt werden und ob die Verwahrer unter den Anwendungsbereich des § 128 Abs. 1 AktG fallen.

Zu prüfen ist zunächst, wer als Verwahrer der Aktien nach § 128 Abs. 1 AktG in den USA in Betracht kommt. Dies bemisst sich nach der Definition dieses Begriffes in § 1 Abs. 2 DepotG. Danach ist ein Verwahrer ein Kaufmann, dem im Betrieb seines Handelsgewerbes Wertpapiere unverschlossen zur Verwahrung anvertraut werden. Diese Voraussetzungen erfüllt der größte US-amerikanische Sammelverwahrer, die *Depository Trust Company (DTC)*. Mitteilungspflichtig ist aber nicht die Wertpapiersammelbank, sondern ausschließlich der Zwischenverwahrer<sup>543</sup>. Eine Mitteilungspflicht der *DTC* scheidet daher schon aus diesem Grund aus. Womöglich trifft eine

---

schen Bank gehalten werden. Gegen eine Mitteilungspflicht Eckardt-Geßler, Aktiengesetz, § 125 Rdnr. 25; *Baumbach/Hueck*, Aktiengesetz, §§ 125-128, Rdnr. 3; dafür *Zöllner-Kölner Kommentar*, 1985, §§ 125-127, Rdnr. 33; *Werner-Aktiengesetz*, Großkommentar, Rdnr. 33 (wenn das ausländische Institut die Mitteilung verlangt); ohne Stellungnahme *Hüffer*, AktG, 3. Aufl. 1997, § 125 Rdnr. 2. Unstreitig ist lediglich, dass inländische Niederlassungen ausländischer Kreditinstitute von der Aktiengesellschaft gemäß § 125 Abs. 1 AktG zu unterrichten sind, da sie gemäß § 53 Abs. 1 KWG als Kreditinstitute gelten; dazu *Szagunn-Szagunn/Wohlschieß*, Kommentar zum KWG, 6. Aufl. 1997, § 53 Rdnr. 3 ff.

<sup>543</sup> Als zur Weiterleitung verpflichtet kommen nicht die ausländischen Wertpapiersammelbanken, sondern nur die ausländischen Geschäftsbanken in Frage, da lediglich die Zwischenverwahrer mitteilungspflichtig nach § 128 Abs. 1 AktG sind; so *Geßler/Eckhardt-Geßler*, Aktiengesetz, § 128, Rdnr. 11; *Werner-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 128, Rdnr. 8; *Hüffer*, AktG, § 128 Rdnr. 3; *Burmeister*, AG 1976, 262 (264), allerdings mit der unscharfen Formulierung, die Unterrichtungspflicht treffe „zunächst“ den Zwischenverwahrer.



#### 4. Kapitel

Pflicht zur Weiterleitung der Mitteilungen nach § 128 Abs. 1 AktG aber die Wertpapiermakler, -händler und Banken, die in die Aktienregister eingetragen sind. Von einer Verwahrung für einen Dritten kann aber dann nicht gesprochen werden, wenn die Wertpapiermakler, -händler und Banken ihren Kunden kein Eigentum verschaffen müssen, wie dies im indirekten Verwahrsystem regelmäßig der Fall ist. Die Aktien sind den Wertpapiermakler, -händlern und Banken daher nicht zur Verwahrung anvertraut, so dass bereits aus diesem Grund eine Weiterleitungspflicht der Mitteilungen an die *beneficial owners* gemäß § 128 Abs. 1 AktG ausscheidet.

Eine Verpflichtung der Wertpapiermakler, -händler und Banken nach § 128 Abs. 1 AktG ist aber auch noch aus einem weiteren Gesichtspunkt abzulehnen. Die ausländischen Zwischenverwahrer müssten nämlich als Kreditinstitute im Sinne des § 128 Abs. 1 AktG anzusehen sein. Da § 29 Abs. 2, S. 2, 2. HS KWG über die Depotprüfung einen Zusammenhang zwischen der Kreditaufsicht und § 128 AktG herstellt, bestimmt sich der Begriff des Kreditinstituts jedenfalls für § 125 Abs. 1, § 128 AktG nach §§ 1, 2 KWG<sup>544</sup>. Danach sind Kreditinstitute Unternehmen, die Bankgeschäfte gewerbsmäßig oder in einem Umfang betreiben, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Zu den Bankgeschäften zählt gemäß § 1 Abs. 1, S. 2, Nr. 5 KWG auch die Verwahrung und Verwaltung von Aktien für andere (Depotgeschäft). Somit erfüllen die in den Büchern der DTC New York eingetragenen *nominees* zunächst diese Voraussetzungen der §§ 1, 2 KWG.

Zweifelhaft ist aber, ob unter Kreditinstituten im Sinne des KWG nur solche Institute zu fassen sind, die den Bestimmungen des KWG unterliegen und der Aufsicht des Bundesamtes für das Kreditwesen unterstehen. In diesem Fall würde § 128 Abs. 1 AktG nur für Kreditinstitute mit Sitz in Deutschland und für deutsche Filialen ausländischer Banken gelten, nicht jedoch für sonstige ausländische Kreditinstitute. Einer Ansicht nach betrifft die Mitteilungspflicht des § 128 Abs. 1 AktG nur solche Kreditinstitute, auf die das KWG anwendbar ist<sup>545</sup>. *Zöllner* bestreitet das hingegen. Er nimmt an, dass § 128 Abs. 1 AktG auch für ausländische Kreditinstitute gilt<sup>546</sup>. Allerdings schränkt *Zöllner* seine Ansicht dahin ein, dass für das ausländische Kreditinstitut die Weitergabe der Mitteilungen nach § 128 AktG lediglich eine Obliegenheit und nicht wie bei inländischen Kreditinstituten eine Pflicht darstellen soll<sup>547</sup>. Bei der Stimmrechtsabgabe des Namensaktionärs ist allerdings nicht erkennbar, welcher Nachteil dem Kreditinstitut entstehen könnte, wenn es keine Mitteilungen an die Aktionäre gemäß § 128 Abs. 1 AktG vornimmt, so dass das Kreditinstitut nicht gezwungen ist, die

<sup>544</sup> Gesetz über das Kreditwesen v. 10.07.1961 in der Fassung der Bekanntmachung vom 09.09.1998.

<sup>545</sup> B. v. *Falkenhausen*, Bank-Betrieb 1967, 46, (48 ff.); so wohl auch *Geßler/Eckhardt-Geßler*, Aktiengesetz, § 128, Rdnr. 7; *Werner-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 128, Rdnr. 5.

<sup>546</sup> *Zöllner-Kölner Kommentar zum AktG*, §§ 125-127, Rdnr. 33.

<sup>547</sup> *Zöllner-Kölner Kommentar zum AktG*, § 128, Rdnr. 4; so auch *Hüffer*, AktG, Rdnr. 3, der zwar als Normadressaten des § 128 Abs. 1 nur inländische Kreditinstitute ansieht, gleichwohl aber eine Obliegenheit annimmt.

#### 4. Kapitel

Mitteilungen an den Aktionär weiterzuleiten. Demnach wird aber nach keiner der genannten Ansichten die Information der Aktionäre gemäß § 128 Abs. 1 AktG sichergestellt, so dass eine Stellungnahme zu den unterschiedlichen Auffassungen entbehrlich ist. Im Ergebnis sind ausländische Kreditinstitute daher nicht zur Weiterleitung nach § 128 Abs. 1 AktG verpflichtet<sup>548</sup>.

##### *b) Information nach US-Recht*

Womöglich müssen die nach deutschem Recht zu benachrichtigenden eingetragenen Aktionäre die *beneficial owners* aber bereits nach US-amerikanischen Vorschriften über die Einberufung der Hauptversammlung informieren. Eine solche Pflicht kann sich allerdings nicht aus dem einzelstaatlichen US-amerikanischen Gesellschaftsrecht ergeben, da nach dem Gesellschaftsstatut nach beiden Rechtsordnungen ausschließlich deutsches Recht zur Anwendung gelangt<sup>549</sup>. Grundsätzlich möglich ist aber eine Verpflichtung der *nominees* zur Information der *beneficial owners* nach Vorschriften des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts, nach Regelungen des *Uniform Commercial Code* sowie nach Vorschriften der US-Börsen, da es sich nicht um gesellschaftsrechtliche Vorschriften handelt, deren Anwendung sich im internationalen Rechtsverkehr nach dem Gesellschaftsstatut richtet, sondern um Kapitalmarktvorschriften, deren Anwendung sich international nach dem Börsenstatut bestimmt.

Abschnitt 5 des § 8 *UCC* gewährleistet, dass der *securities intermediary (auch record holder)*, also derjenige, der Aktien für einen Dritten verwahrt, alle Informationen, die mit der Stimmrechtsausübung in Zusammenhang stehen an den Dritten (*entitlement holder oder auch beneficial owner*) weiterleitet. Es ist daher sichergestellt, dass der *securities intermediary (record owner)*, die Informationen weiterleitet. Ebenso ergibt sich eine Pflicht des Dritten zur Weiterleitung der Information an den *beneficial owner*, soweit es sich bei dem Dritten um einen Wertpapierhändler, -makler oder eine Bank handelt, die nicht selbst als *beneficial owner* anzusehen ist. Soweit der im Aktienregister der Gesellschaft eingetragene *nominee* also von der Einberufung der Gesellschaft erfährt und die Mitteilungen der Gesellschaft erhalten hat, was nach deutschem Gesellschaftsrecht regelmäßig der Fall ist, ist auch die Information des *beneficial owner* – je nach Gestaltung – entweder direkt oder

---

<sup>548</sup> Womöglich ist dies aber dann anders zu beurteilen, wenn die Kreditinstitute beabsichtigen, die Stimmrechte für die Aktionäre auszuüben. Für inländische Kreditinstitute kommt in diesem Fall § 128 Abs. 2 AktG zur Anwendung. Sollte diese Vorschrift aber auch für ausländische Kreditinstitute gelten, so hat dies womöglich auch Auswirkungen auf die Verpflichtung nach Abs. 1. Die überwiegende Meinung geht davon aus, dass § 128 Abs. 2 AktG ebenfalls nicht auf ausländische Kreditinstitute anwendbar ist, die Aktien für ausländische Aktionäre verwahren, vgl. *Eckardt-Hefermehl*, AktG, § 128, Rdnr. 7; *Werner-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 128, Rdnr. 7; v. *Falkenhansen*, Bank-Betrieb 1967, 46 (49). Eine andere Ansicht hingegen hält ausländische Kreditinstitute dagegen für verpflichtet, die ausländischen Aktionäre gemäß § 128 Abs. 2 AktG zu benachrichtigen, vgl. *Zöllner-Kölner Kommentar*, § 128, Rdnr. 12; *Hüffer*, AktG § 128, Rdnr. 7. Eine Entscheidung dieses Streits kann hier jedoch offen bleiben, da in den USA nicht die eingetragenen *nominees*, sondern die Unternehmensverwaltung die Vertretung der *beneficial owner* im Stimmrecht übernimmt.

<sup>549</sup> So auch *Coffee*, Northwestern University Law Review, 641 (659).

über einen Dritten, eben den Wertpapierhändler, -makler oder eine Bank, nach US-amerikanischen Vorschriften sichergestellt<sup>550</sup>.

Die Bestimmungen der *proxy regulation*, die die Benachrichtigung des *beneficial owner* regeln, nämlich Rule 14a-13 *SEA* und Rule 14b *SEA*, die Teil der Regulation 14A (*Solicitation of Proxies*) sind, könnten bei der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung zwischen Deutschland und den USA ebenfalls Anwendung finden. Entscheidend ist insoweit, dass diese Vorschriften nicht an das Gesellschaftsstatut, sondern an die Präsenz der Unternehmen am US-Kapitalmarkt anknüpfen.

Indessen hat der US-Gesetzgeber die *proxy rules* bei ausländischen Emittenten nur unter ganz engen Voraussetzungen für anwendbar erklärt. Ausgeschlossen vom Anwendungsbereich sind grundsätzlich nämlich sogenannte *foreign private issuers*<sup>551</sup>, Gesellschaften also, die in einem ausländischen Staat inkorporiert sind, wenn nicht mehr als 50 Prozent der Aktien von US-Bürgern gehalten werden<sup>552</sup>. In diesen Fällen scheidet die Anwendung der *proxy rules* von vornherein aus. Eine Information des US-Aktionärs über diese Regelungen kommt dann nicht in Betracht.

Sollten die Aktien einer deutschen Gesellschaft zu mehr als 50 Prozent in den Händen US-amerikanischer Bürger liegen, so sind die *proxy rules* allerdings anwendbar. Inwieweit die *proxy regulation* aber auch im Einzelfall anwendbar ist, hängt davon ab, welche Informationen die deutsche Gesellschaft in die Mitteilung nach § 125 Abs. 1 AktG aufnimmt, die nach Abs. 2 Nr. 3 auch an die eingetragenen Aktionäre zu übersenden sind. Dabei sind die Vorschriften der Regulation 14A immer dann anwendbar, wenn eine Stimmrechtswerbung vorliegt. Wann dies der Fall ist bemisst sich nach Rule 14a-1(l)(i)-(iii)<sup>553</sup>. Bereits dann, wenn die Gesellschaft einen Dritten als Stimmrechtsvertreter beauftragt, in der Mitteilung darauf hingewiesen und ein entsprechendes Vollmachtsformular beigelegt hat, ist die *proxy regulation* anwendbar. Selbstverständlich wäre die *proxy regulation* auch dann anwendbar, wenn die Gesellschaft die Aktionäre selbst, das heißt durch die eigene Verwaltung im Stimmrecht zu vertreten beabsichtigt. Nun fügen die deutschen Aktiengesellschaften den Mitteilungen nach § 125 AktG lediglich den hiernach erforderlichen Hinweis bei, dass

---

<sup>550</sup> Zwar ist eine solche Informationspflicht nur dann gegeben, wenn ein *securities account* besteht; es reicht also nicht bereits aus, dass ein Dritter Aktien für einen anderen verwahrt. In den Fällen, in denen eine Weiterleitungspflicht somit ausgenommen ist, wäre die Information des Dritten geschweige denn die Ausübung der Aktionärsrechte durch diesen auch nach deutschem Gesellschaftsrecht nicht vorgesehen.

<sup>551</sup> Diese Ausnahme für ausländische Emittenten besteht bereits seit 1935, vgl. insoweit Rule 3a12-3(b) für „*foreign private issuers*“. Gleiches gilt gemäß Rule 3a12-3(a) für ausländische Regierungen und ihre Untergliederungen; 17 CFR 240.3a12-3.

<sup>552</sup> Zu den weiteren Einschränkungen vgl. 17 CFR 240.3b-4(c).

<sup>553</sup> Nach Rule 14a-1(l) *SEA* (17 CFR 240.14a-1(1)) liegt eine Stimmrechtswerbung immer dann vor, wenn (i) nach einer Vertretung im Stimmrecht nachgesucht wird, (ii) eine bestimmte Ausübung des Stimmrechts, die Nichtausübung des Stimmrechts oder der Widerruf einer Bevollmächtigung beabsichtigt ist, sowie dann, wenn (iii) jemand den *record owner* mit einem Stimmrechtsformular beliefert oder sonst mit ihm in Kontakt tritt, um ersichtlich die Beschaffung, Vorenthaltung oder den Widerruf einer Vollmacht zu bezwecken.

das Stimmrecht auch durch einen Bevollmächtigten ausgeübt werden kann. In diesem generellen Hinweis kann jedoch keine Stimmrechtswerbung gesehen werden<sup>554</sup>. Allein in Betracht käme insoweit die Auswahl der in der Mitteilung genannten Stimmrechtsvertreter. Der Begriff des „*request*“, wie er in Rule 14a-1(l) SEA verwendet wird, geht jedoch über den bloßen Hinweis hinaus.

Die Information der *beneficial owners* wird schließlich auch durch börsenrechtliche Vorschriften gewährleistet. Die Vorschriften der Börsen wollen die Kommunikation *zwischen record owner* und *beneficial owner* sicherstellen. Der *record owner* hat insbesondere den *beneficial owner* vor der Stimmrechtsausübung bzw. vor Abgabe einer *proxy* zu konsultieren, so dass auch aus diesem Gesichtspunkt eine Information des *beneficial owners* gewährleistet ist<sup>555</sup>.

## 2. Die grenzüberschreitende Stimmabgabe nach Deutschland

Hat der Aktionär in den USA von der Einberufung der Hauptversammlung erfahren, stellt sich als nächstes die Frage, wie er sein Stimmrecht aus seiner Namensaktie ausüben kann. Es ist danach zu unterscheiden, ob er sein Stimmrecht selbst ausüben (a) oder sich in der Hauptversammlung durch einen Dritten vertreten lassen möchte (b), wobei die Stimmrechtsvertretung der eigenen Stimmabgabe angenähert werden kann (c). Das Forum der Stimmabgabe ist im deutschen Recht die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, da das Stimmrecht ein versammlungsgebundenes Aktionärsrecht ist. Aus § 118 Abs. 1 AktG ergibt sich, dass die Ausübung innerhalb der Hauptversammlung zum Tatbestand wirksamer Rechtsausübung gehört<sup>556</sup>. Die Ausübung außerhalb der Hauptversammlung ist daher unbeachtlich.

### a) Die Ausübung des Stimmrechts durch den Aktionär selbst

Beabsichtigt der Aktionär sein Stimmrecht selbst auszuüben, so müsste er bei der Stimmabgabe Teilnehmer der Hauptversammlung sein. Geht man von dem Leitbild der althergebrachten Präsenzhauptversammlung aus, die an einem bestimmten Ort abgehalten wird<sup>557</sup>, steht der ausländische Aktionär, der sein Stimmrecht selbst ausüben will, vor schier unüberwindbaren Schwierigkeiten.

Anders als auf nationaler Ebene bietet sich dem Aktionär bei der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung keine realistische Möglichkeit, sein Stimmrecht in der Hauptversammlung vor Ort auszuüben. Denn es wäre lebensfern anzunehmen, ein US-Aktionär würde sich nach Deutschland

<sup>554</sup> Genauso gelangt die *proxy regulation* dann nicht zur Anwendung, wenn *nominees* bei den Aktionären bzw. den *beneficial owners* unparteiisch anfragen, in welcher Weise von dem Stimmrecht Gebrauch gemacht werden soll, vgl. *Merkt*, US-amerikanischer Gesellschaftsrecht, Rdnr. 636.

<sup>555</sup> Vgl. *NYSE Rule 452*.

<sup>556</sup> *Hüffer*, AktG, § 118 Rdnr. 7; *Zöllner-Kölner Kommentar*, 1985, § 118, Rdnr. 8.

<sup>557</sup> In der Regel ist das der Sitz der Gesellschaft, vgl. § 121 Abs. 5 S. 1 AktG.

#### 4. Kapitel

begeben, um dort sein Stimmrecht wahrzunehmen<sup>558</sup>. Da sich mithin der Aktionär nicht freiwillig seiner Stimmrechtsausübung entzieht, besteht hier ein *Legitimationsdefizit*. Da aber die Stimmrechtsausübung durch Vertreter nach deutschem Recht nur dann eine Alternative zu der eigenen Stimmabgabe des Aktionärs darstellt, wenn diese grundsätzlich möglich ist<sup>559</sup>, soll im Folgenden zunächst erörtert werden, in welcher Weise *de lege lata* und *de lege ferenda* eine Stimmrechtsabgabe durch den Aktionär selbst ermöglicht werden könnte.

In diesem Zusammenhang sollen Alternativen zur Präsenzhauptversammlung alter Prägung unter Einbeziehung der Nutzung neuer moderner Kommunikationsmittel, die § 118 Abs. 3 AktG nun ausdrücklich zulässt, entwickelt werden. Denn Ziel muss es sein, die Stimmrechtsausübung durch den Aktionär selbst auch tatsächlich zu ermöglichen. Es kann somit nicht darum gehen, die Stimmrechtsausübung des einzelnen Aktionärs selbst durch physische Anwesenheit der Aktionäre an einem einheitlichen Ort der Hauptversammlung zu erhöhen<sup>560</sup>. Dies wäre bereits wegen enorm hoher Kosten und der räumlichen Beschränkung, insbesondere aber wegen der großen Entfernungen, die zwischen Veranstaltungsort der Hauptversammlung und dem Wohnort der ausländischen Aktionärs liegen, weder sinnvoll noch praxisnah<sup>561</sup>. Im Übrigen ist die Hauptversammlung im heutigen Sinne nur dann praktikabel durchführbar, wenn der überwiegende Teil der Aktionäre nicht persönlich erscheint und nur wenige das an sich jedem Aktionär zustehende Antrags- und Rederecht ausüben.

##### *aa) Tele-Hauptversammlung*

Zunächst ist zu untersuchen, ob der ausländische Aktionär dann sein Stimmrecht selbst ausüben kann, wenn die Präsenzhauptversammlung, die typischerweise ausschließlich am Sitz der Gesellschaft stattfindet, gleichzeitig an anderen Orten abgehalten wird<sup>562</sup>. Zu denken ist an die Übertragung der Hauptversammlung via Großbildleinwand in eine Räumlichkeit in einem anderen Land (*Tele-Hauptversammlung*). Eine solche Übertragung ist gemäß § 118 Abs. 3 AktG bei einer entsprechenden Bestimmung in der Satzung bzw. Geschäftsordnung zulässig.

Fraglich ist aber, ob der ausländische Aktionär, der die Hauptversammlung via Großbildleinwand in den USA verfolgt, auch Hauptversammlungsteilnehmer im Rechtssinne ist, er also sein Stimmrecht

<sup>558</sup> So auch *Preissler*, WM 2001, 113 (117).

<sup>559</sup> The theoretical ideal of corporate democracy ... does not require that shareholders exercise their rights; it merely requires that shareholders have the opportunity to participate; so: *Goforth, Carol*, 43 AM. U. L. REV. 1994, 379, (434).

<sup>560</sup> Dazu aber *Preissler*, WM 2001, 113 (117), der untersucht, wie der in den USA nicht im Aktienregister der Gesellschaft eingetragene Aktionär an der Hauptversammlung einer deutschen Aktiengesellschaft vor Ort teilnehmen kann.

<sup>561</sup> In diesem Sinne auch *Seibert*, BB 1998, 2536 (2536); *Zätzsch/Gröning*, NZG 2000, 393 (395).

<sup>562</sup> In der Kommentarliteratur wird vornehmlich die Ortswahl und deren Bestimmung in der Hauptversammlung problematisiert, vgl. dazu *Hüffer*, AktG, § 121 Rdnr. 12 ff.; *Werner-Aktiengesetz*, Großkommentar, § 121 Rdnr. 45 f.; *Zöllner-Kölner Kommentar*, 1. Aufl. 1973, § 121 Rdnr. 36 f. Die hier angesprochene Frage wurde bisher aber – soweit ersichtlich – noch nicht ausführlich diskutiert.

#### 4. Kapitel

auf einer solchen *Tele-Hauptversammlung* ausüben kann. Denn die Übertragung der Hauptversammlung an einen anderen Ort führt nicht notwendigerweise zur Erweiterung des Kreises der Versammlungsteilnehmer. Einer solchen Erweiterung der Hauptversammlung könnte der Gesetzeswortlaut entgegenstehen, da sich sowohl aus § 121 Abs. 3 AktG als auch aus § 121 Abs. 5, S. 1 und Abs. 6 AktG ergibt, dass der Gesetzgeber von der Abhaltung der Hauptversammlung an einem physisch einheitlichen Ort und der körperlichen Anwesenheit der Aktionäre an diesem Ort ausgegangen ist<sup>563</sup>. Es ist demnach zu erörtern, ob vor dem Hintergrund neuer Entwicklungen der Telekommunikation einerseits und der Notwendigkeit andererseits, vor allem dem ausländischen Aktionär ein realistische Möglichkeit zur Teilnahme an der Hauptversammlung zu bieten, die teleologische Auslegung der in Rede stehenden Vorschriften des Aktiengesetzes eine extensive Auslegung dahingehend erlaubt, dass auch eine *Tele-Hauptversammlung* als Hauptversammlung im Sinne der Aktiengesetzes angesehen wird und der im Ausland teilnehmende Aktionär damit zu einem Teilnehmer im Rechtssinne wird. Nur dann käme eine Stimmabgabe des Aktionärs selbst in Betracht.

Mit den Vorschriften zur Abhaltung der Hauptversammlung an einem einheitlichen Ort bezweckte der Gesetzgeber insbesondere, die Wahrung der Rechte der Beteiligten sowie die Rechtssicherheit zu gewährleisten. In der damaligen Situation zur Zeit der Verabschiedung des Aktiengesetzes von 1965 konnte dies ausschließlich mit der Präsenzhauptversammlung an einem einheitlichen Ort gewährleistet werden. Es stellt sich daher die Frage, ob die *Tele-Hauptversammlung* die vom Gesetzgeber zu recht aufgestellten Anforderungen unter Wahrung der gegebenen gesetzlichen Vorschriften, das heißt ohne eine Gesetzesänderung vornehmen zu müssen, erfüllt. In diesem Fall spräche nichts dagegen, die *Tele-Hauptversammlung* als Hauptversammlung im Sinne des Aktiengesetzes anzusehen und die Stimmabgabe desjenigen Aktionärs zuzulassen, der sich am Übertragungsort der Hauptversammlung befindet. Erforderlich wäre aber gemäß § 118 Abs. 3 AktG eine Satzungsbestimmung, welche die Übertragung der Hauptversammlung erst möglich macht.

Zunächst müsste auch bei der *Tele-Hauptversammlung* der Zugang zum Ort der Übertragung kontrollierbar sein, da die Hauptversammlung eine nicht öffentliche Veranstaltung ist<sup>564</sup>. Dies ist zweifelsohne möglich. Auch die Ausübung der Aktionärsrechte bringt keine Schwierigkeiten mit sich. Die Stimmrechte könnten am Ort der Übertragung ausgeübt und anschließend an den Ort der eigentlichen Hauptversammlung mitgeteilt werden, wo sie zusammengefaßt und bekanntgegeben werden. Diese Vorgänge sind am zweiten Ort der Hauptversammlung zu verfolgen. Genauso kann

<sup>563</sup> Werner-Aktiengesetz, Großkommentar, Vorbem. §§ 118-147, Rdnr. 59 ff.; Noack, BB 1998, 2533 (2534); Rieger/Mutter, ZIP 1998, 637 (639); a. A.: Hasselbach/Schumacher, ZGR 2000, 258 (260 f.).

<sup>564</sup> Hüffer, AktG, § 118 Rdnr. 16; Eckardt-Geßler, Aktiengesetz, § 118 Rdnr. 42; Zöllner-Kölner Kommentar, § 119, Anm. 75; a. A. Barz, AG 1962, Sonderbeilage I/62, 8. Daran hat auch die Einfügung des § 118 Abs. 3 AktG nichts geändert. Danach kann allenfalls über eine Satzungsregelung die Nichtöffentlichkeit der Hauptversammlung aufgehoben werden.

#### 4. Kapitel

die Ausübung des Frage- und Widerspruchsrechts problemlos gewährleistet werden, da zwischen den zwei physisch getrennten Orten eine ständige Verbindung besteht, die die gegenseitige Kommunikation gewährleistet. Des Weiteren ist noch die Aufnahme der Aktionäre in das Teilnehmerverzeichnis erforderlich, § 129 AktG, das daher an jedem Versammlungsort ausliegen muss. Verlangt man, dass das Verzeichnis noch in der Hauptversammlung durch den Vorsitzenden unterzeichnet wird, so wird eine Faxunterschrift ausreichen. Hält man stattdessen eine nachträgliche Unterzeichnung für ausreichend, ergeben sich ebenfalls keine Probleme. Schließlich braucht der Notar nur an dem Ort anwesend zu sein, an dem sich Vorstand und Aufsichtsrat befinden, so dass auch diese Voraussetzung nicht gegen die Zulassung der *Tele-Hauptversammlung* in der Satzung spricht.

Dass diese Vorstellung nicht bloße Theorie, sondern tatsächlich durchführbar ist, zeigen die Hauptversammlungen, die zwar noch an einem physischen Ort durchgeführt wurden, bei denen aber wegen Platzmangels eine Übertragung in andere Räume stattgefunden hat<sup>565</sup>. Es kann aber nicht erheblich sein, ob dieser Raum in unmittelbarer Nähe liegt oder aber einige tausend Kilometer entfernt. Dem widerspricht auch nicht das Erfordernis der körperlichen Anwesenheit des Aktionärs, denn die Aktionäre sind an den jeweiligen Versammlungsorten, die kommunikationstechnisch perfekt miteinander verbunden sind und daher einen einheitlichen Ort darstellen, körperlich anwesend. Neben der nach § 118 Abs. 3 AktG zulässigen Übertragung der Hauptversammlung als einer Grundvoraussetzung der *Tele-Hauptversammlung* ist daher bereits de lege lata auch die Abstimmung der Aktionäre am Ort der Übertragung gesetzlich zulässig.

##### *bb) Internet-Hauptversammlung*

Verschiedene Gesichtspunkte legen es jedoch nahe, noch einen Schritt weiter zu gehen. Bereits aus Kostengründen wird man nicht beliebig viele *Tele-Hauptversammlungen* rund um den Globus auch nicht selbst in den USA abhalten können. Dies hat aber zur Folge, dass die Aktionäre in den USA erneut mit den gleichen Problemen konfrontiert werden, die sich bei der Teilnahme an der Hauptversammlung am Sitz der ausländischen Gesellschaft ergeben. Große Entfernungen vom Ort der *Tele-Hauptversammlung* und der damit zusammenhängende Zeit- und Kostenaufwand lassen daher auch die *Tele-Hauptversammlung* nicht als ideale, sondern allenfalls als Zwischenlösung hin zu einer neuen Form der Hauptversammlung und damit auch der Stimmrechtsabgabe erscheinen. Es bietet sich daher an, weitere technische Möglichkeiten auf ihre Vereinbarkeit mit dem Aktiengesetz hin zu untersuchen.

---

<sup>565</sup> So geschehen bei der zweiten ordentlichen Hauptversammlung der *DaimlerChrysler AG* am 19.04.2000. Die Hauptversammlung wurde dort von dem Hauptsaal in zwei weitere Säle und die Flure und Korridore via Videoleinwand und Monitore in Bild und Ton übertragen; zu dieser Praxis auch *Martens, Leitfaden für die Leitung der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft*, 1992, S. 14, 31.

Es ist zu fragen, ob auch solche Aktionäre, die bei der Übertragung der Hauptversammlung via Internet online zugeschaltet sind (sogenannte *gemischte Online-Hauptversammlung*), als Hauptversammlungsteilnehmer im Rechtssinne zur Ausübung ihres Stimmrechts befugt sind. Technisch ist die Stimmrechtsausübung über das Internet sicherlich möglich<sup>566</sup>. Abgesehen von den Fragen der formellen Legitimation des Aktionärs und der Nichtöffentlichkeit der Hauptversammlung ergeben sich in rechtlicher Hinsicht an der Zulassung der *Internet-Hauptversammlung* aber vor allem aus den bereits im Rahmen der *Tele-Hauptversammlung* diskutierten Rechtsvorschriften Bedenken<sup>567</sup>. Anders als bei der *Tele-Hauptversammlung* findet nämlich nicht die Verbindung zweier Versammlungen statt, die – jede für sich genommen – dem Bild der Präsenzversammlung alter Prägung entsprechen. Die „Anwesenheit“ per Mausklick kann nicht als eine räumliche Erweiterung der Hauptversammlung verstanden werden. Es braucht deshalb in diesem Zusammenhang auch nicht danach gefragt zu werden, ob mehrere dem Typus der Hauptversammlung entsprechende Versammlungen rechtlich als ein einziger Ort angesehen werden können. Aus diesem Grunde kann bei den Aktionäre, die sich per Mausklick einwählen, auch keine körperliche Anwesenheit angenommen werden. Demnach ist die *gemischte Online-Hauptversammlung* anders als die *Tele-Hauptversammlung* keine Hauptversammlung im Sinne des Aktiengesetzes, so dass eine Stimmabgabe des per Internet zugeschalteten Aktionärs selbst nicht in Betracht kommt<sup>568</sup>.

Ist aber bereits die Stimmabgabe im Rahmen einer *gemischte Online-Hauptversammlung* nach der derzeitigen Gesetzeslage nicht zulässig, so kann für eine *virtuelle Hauptversammlung*, dass heißt eine Hauptversammlung, die ausschließlich im Internet durchgeführt wird, nichts anderes gelten<sup>569</sup>. Sie erscheint derzeit noch visionär. Dies ergibt sich bereits aus dem Wortlaut des § 118 Abs. 3 AktG, der von der Übertragung der Hauptversammlung spricht. Eine Übertragung einer den Anforderungen des Aktiengesetzes entsprechenden Hauptversammlung fände in diesem Fall aber überhaupt nicht mehr statt. An dieser Stelle braucht deshalb nicht entschieden zu werden, ob eine solche Hauptversammlung gegen das uneingeschränkte Teilnahmerecht der Aktionäre<sup>570</sup> oder den Grundsatz der Nichtöffentlichkeit verstößt.

#### *cc) Zulässigkeit und Zweckmäßigkeit der gemischten Online-Hauptversammlung bei Verzicht des Merkmals „an einem Ort“.*

<sup>566</sup> Zur Realisierbarkeit des Rede- und Fragerechts vgl. *Noack*, BB 1998, 2533 (2535).

<sup>567</sup> A. A. *Hasselbach/Schumacher*, ZGR 2000, 258 (260 f.).

<sup>568</sup> So auch *Noack*, DB 2002, 620 (624 f.).

<sup>569</sup> *Hasselbach/Schumacher* hingegen halten beide Arten der Internet-Hauptversammlung für zulässig, ZGR 2000, 258 (260 f.). Vgl. zur Internet-Hauptversammlung auch *Noack-Noack/Spindler*, Unternehmensrecht und Internet, S. 13 (34 f.).

<sup>570</sup> So *Hüffer*, AktG, § 118, Rdnr. 12; *Riegger/Mutter*, ZIP 1998, 637 (638 f.); *Werner-Aktiengesetz*, Großkommentar, Vorbem. §§ 118-147, Rdnr. 61.



#### 4. Kapitel

Nach der derzeitigen Gesetzeslage ist bei der Abhaltung einer *gemischten Online-Hauptversammlung* die Stimmabgabe durch den online zugeschalteten Aktionär selbst nicht zulässig<sup>571</sup>. Fraglich ist aber, ob sie bei einem Verzicht auf das Merkmal der Abhaltung der Hauptversammlung an einem Ort zulässig sein könnte und mit Blick auf das Gesamtsystem der Stimmrechtsabgabe auch zweckmäßig wäre.

Die Abstimmung des Aktionärs über das Internet hat überhaupt nur dann Sinn, wenn der Aktionär die Hauptversammlung über dieses Medium verfolgen kann, um seine Entscheidungen am Verlauf der Hauptversammlung auszurichten. Diese grundlegende Voraussetzung ist mit Einfügung des § 118 Abs. 3 AktG durch das TransPuG geschaffen worden.

Einer Übertragung und damit einer Stimmabgabe über das Internet widerspricht auch nicht, dass die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft nach h.M. eine nichtöffentliche Veranstaltung ist<sup>572</sup>. Zwar wäre das Erfordernis der Nichtöffentlichkeit dann nicht aufrecht zu erhalten, wenn sich jeder in die Internet-Seite einwählen könnte, auf der die Hauptversammlung übertragen wird<sup>573</sup>. Dem kann aber durch die Einwahl per Code begegnet werden. Die Teilnahme an der Hauptversammlung über das Medium Internet wird dann nur den Aktionären ermöglicht. Außerdem kann in der Satzung bestimmt werden, dass auf die Nichtöffentlichkeit verzichtet wird und die Hauptversammlung auch für Außenstehende eröffnet (übertragen) wird<sup>574</sup>. In beiden Fällen steht dem einzelnen Aktionär dann aber auch kein Widerspruchsrecht gegen die Übertragung des eigenen Beitrags zu<sup>575</sup>, wie das bei Fernsehübertragungen, die von der Öffentlichkeit zu verfolgen sind, von der h.M. bisher angenommen wurde<sup>576</sup>.

Die Übertragung der Hauptversammlung im Internet als Voraussetzung der Abgabe des Stimmrechts über das Internet würde auch nicht gegen das Recht auf persönliche, uneingeschränkte Teilnahme der Aktionäre an der Hauptversammlung verstoßen. Anders als bei der *virtuellen Hauptver-*

<sup>571</sup> So auch *Noack*, DB 2002, 620 (624 f.).

<sup>572</sup> *Zöllner-Kölner Kommentar*, 1. Aufl. 1973, § 118 Rdnr. 29 und § 119 Rdnr. 75; *Hüffer*, AktG, 3. Aufl. 1997, § 118 Rdnr. 16; *Eckhardt-Geßler*, Aktiengesetz, § 118, Rdnr. 42; *Henn*, Handbuch der Aktiengesellschaft, Rdnr. 806; *Noack*, BB 1998, 2533 (2534); *Riegger/Mutter*, ZIP 1998, 637 (637). Dies ergibt sich zwar nicht aus dem Wortlaut des § 118 AktG, der lediglich besagt, dass die Aktionäre ihre Rechte in der Hauptversammlung ausüben (Abs. 2) und die Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrates an der Hauptversammlung teilnehmen sollen (Abs. 2) (so aber *Zätzsch/Gröning*, NZG 2000, 393 (394)). Vielmehr erschließt sich dies aus dem Grundsatz, dass bei einer mitgliederschaflich verfassten privatrechtlichen Vereinigung die Mitglieder die Angelegenheiten der Vereinigung unter Ausschluss der Öffentlichkeit sollen regeln können.

<sup>573</sup> Zu den Erfordernissen bei einer unbeschränkten Übertragung der Hauptversammlung im Internet vgl. *Riegger/Mutter*, ZIP 1998, 637 (638); *Noack*, BB 1998, 2533 (2534).

<sup>574</sup> So in der *Begründung zum Regierungsentwurf des TransPuG*, Besonderer Teil, A, Zu Nummer 11 Buchstabe b (§ 118 Abs. 3 AktG-E), S. 45 f.

<sup>575</sup> So auch *Hasselbach/Schumacher*, ZGR 2000, 258 (263); ebenso *Noack*, Arbeitsunterlage für das FORUM Management Seminar „Online Hauptversammlung“ am 10.12.1999 in Frankfurt/Main, 8.

<sup>576</sup> Vgl. dazu BGH BB 1994, 2091 = ZIP 1994, 1597.

#### 4. Kapitel

*sammlung* steht es dem Aktionär ja weiterhin frei, sich an den Ort der Hauptversammlung zu begeben. Doch insbesondere bei der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung dürfte sich die Teilnahme an der Hauptversammlung über das Internet wesentlich kostengünstiger und weniger zeitaufwendig gestalten als die Anreise zum Ort der Hauptversammlung, so dass sie für den Aktionär schon aus diesem Grunde attraktiv sein muss. Die zunehmende Verbreitung des Internets wird ihr übriges dazu beitragen.

Bedenken an der Zulässigkeit der Stimmabgabe über das Internet könnten sich aber vor allem daraus ergeben, dass das deutsche Recht vom Leitbild der Präsenzhauptversammlung ausgeht. Sie ist als Diskussionsforum wünschenswert, da so die Diskussion und Meinungsbildung gefördert werden. Zwar ist die Stimmabgabe auf eine Ja-/Neinalternative begrenzt, diese Entscheidung sollte aber auf einem in der Hauptversammlung gewonnenen Meinungsbild erfolgen. Auf der anderen Seite ist die Anpassung an moderne Entwicklungen zwingend notwendig. Das Bild der Hauptversammlung, bei der die Mehrzahl der Aktionäre vor Ort anwesend ist und an der Meinungsbildung durch Frage- und Antwortrecht teilnimmt, gehört der Vergangenheit an. Es muss somit das Ziel weiterer Bemühungen sein, beide Aspekte in Einklang zu bringen. Sicherlich müssen insoweit Abstriche bei der Ausübung einiger Aktionärsrechte gemacht werden. Insbesondere das Rede- und Fragerecht der online teilnehmenden Aktionäre kann zunächst nicht die gleiche Bedeutung haben, die ihm bisweilen durch § 131 AktG auf der Präsenzversammlung beigemessen wird. Diese vorübergehende Benachteiligung der online zugeschalteten Aktionäre ist aber im Hinblick auf die großen Vorteile, die diese Gestaltung mit sich bringt, hinzunehmen. Schließlich wird es damit ermöglicht, dass der Aktionär sein Stimmrecht während der Hauptversammlung nach Verfolgen der Wort- und Diskussionsbeiträge abgibt. Das Leitbild der Präsenzhauptversammlung wirkt sich insoweit bei der gemischten Hauptversammlung auch noch – wenn auch abgeschwächt – auf die online teilnehmenden Aktionäre aus.

Im Ergebnis ist es also zweckmäßig, dass es in Zukunft Aktionäre zweier Kategorien geben wird. Zum einen diejenigen, die sich auf den Ort der Hauptversammlung begeben und daher auch die vom Aktiengesetz vorgesehenen Aktionärsrechte umfassend ausüben, und zum anderen die Aktionäre, die sich online in die Hauptversammlung einwählen und ihr Stimmrecht unter dem Eindruck der Hauptversammlung, deren Verlauf sie selber nicht beeinflussen können, abgeben. Zudem ist noch nicht absehbar, inwieweit neue technische Entwicklungen es auch dem online zugeschalteten Aktionär ermöglichen, interaktiv an der Hauptversammlung teilzunehmen.

Von der völligen Aufgabe der Hauptversammlung alter Prägung zugunsten des US-amerikanischen Systems der Stimmrechtsausübung (*US-proxy-Modell*) sollte aber zunächst abgesehen werden, denn

in der Gestaltung der Hauptversammlung spiegelt sich die Unternehmenskultur wieder. Es ist sinnvoll, dass die Unternehmensleitung auf der Hauptversammlung mit den Kleinaktionären in Kontakt tritt, das Klima wahrnimmt und nicht lediglich Großaktionäre als Gegenüber hat. Die teilweisen Ausuferungen durch unnötige Wortbeiträge durch Kleinaktionäre sind zwar lästig, aber zu akzeptieren. Dies gilt umso mehr, als im deutschen Recht noch kein Mechanismus ähnlich der Stimmrechtswerbung in den USA besteht, der in der Lage wäre, die Aufgaben der Hauptversammlung zu übernehmen. Es sollte daher im deutschen Recht die Abstimmung über das Internet ausdrücklich zugelassen<sup>577</sup>, die Hauptversammlung als Diskussionsforum aber beibehalten werden.

##### b) Vertretung des Aktionärs bei der Stimmrechtsabgabe

Ebenso wie für den Aktionär, der sein Stimmrecht selbst ausübt, besteht auch für den Stimmrechtsvertreter nach deutschem Recht die Pflicht, in der Hauptversammlung persönlich anwesend zu sein. Damit ergibt sich aber weitgehend die gleiche Problematik, denn auch ein US-Stimmrechtsvertreter wird vielfach nicht gewillt sein, das Stimmrecht in Deutschland vor Ort auszuüben. Banken sehen in der Regel von einer Stimmrechtsvertretung im Ausland ab, weil sie die damit in Zusammenhang stehenden Haftungsrisiken und Kosten scheuen. Den Stimmrechtsvertretern wäre es aber grundsätzlich möglich, die neuen Kommunikationswege ebenso zu nutzen, wie dies auch der einzelne Aktionär tun könnte. Die Stimmrechtsvertretung unter Nutzung neuer Medien unterläge damit aber auch den Grenzen, die bereits bei der Stimmrechtsausübung durch den Aktionär selbst erörtert wurden.

Auch für den US-amerikanischen Aktionär liegt es zunächst einmal nahe, eine *deutsche Bank* zu bevollmächtigen und sich so dem bislang in Deutschland vorherrschenden Bankenstimmrecht anzuschließen. Es ist aber die Frage, ob dies auch praktisch durchführbar ist. Wenn ein US-amerikanische Aktionär eine Aktie einer deutschen Gesellschaft am US-amerikanischen Kapitalmarkt erwirbt, besteht keine gesetzliche Verpflichtung deutscher Kreditinstitute, die Mitteilungen der Gesellschaft (§ 125 Abs. 1 AktG) an die Aktionäre gemäß § 128 Abs. 1 AktG weiterzuleiten, weil die deutschen Kreditinstitute nicht als Aktionäre im US-amerikanischen Aktionärsregister eingetragen sind. Da es den Kreditinstituten nicht möglich ist, auf Kosten der Gesellschaft diesen Mitteilungen auch Weisungsformulare und Mitteilungen nach § 128 Abs. 2 AktG beizufügen<sup>578</sup>, ist äußerst zweifelhaft, ob die Kreditinstitute in diesen Fällen überhaupt an einer Stimmrechtsvertre-

<sup>577</sup> So auch *Noack*, DB 2002, 620 (625).

<sup>578</sup> Rechtlich sind die Gesellschaften zwar nur zur Übernahme der Kosten verpflichtet, die durch die Weiterleitung der Mitteilungen nach § 125 Abs. 1 AktG entstehen (vgl. § 1 der Verordnung nach § 128 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 AktG, abgedruckt bei *Werner-Aktiengesetz*, Großkommentar, AktG 4. Aufl., 1993, § 128 Rdnr. 12). Tatsächlich fügen die Kreditinstitute diesen Mitteilungen aber ihre eigenen Mitteilungen bei.

tung interessiert sind, weil sie ihre Rolle als „Briefträger“ verlieren<sup>579</sup> und eher die Funktion eines Aktionärsvertreters annehmen würden. Es ist deshalb nicht zu erwarten, dass US-amerikanische Aktionäre sich überhaupt der deutschen Banken in der Weise bedienen können, wie dies zumindest bisher den deutschen Aktionären im System der Inhaberaktie möglich war<sup>580</sup>.

Selbstverständlich ist es auch möglich, dass sich der Aktionär in den USA durch eine *Aktionärsvereinigung* vertreten lässt. Das setzt allerdings voraus, dass den Aktionären die Adressen von Aktionärsvereinigungen bekannt gemacht werden. Obgleich eine rechtliche Verpflichtung der Gesellschaften, Anschriften von Aktionärsvereinigungen zu benennen, nicht besteht, sind sie rechtlich auch nicht daran gehindert<sup>581</sup>. Es steht sogar zu vermuten, dass eine an aktiver Informationspolitik interessierte Gesellschaft bemüht sein wird, dem Aktionär Möglichkeiten der Stimmrechtsvertretung mitzuteilen, also auch Adressen von Aktionärsvereinigungen in den Mitteilungen nach § 125 Abs. 1 AktG zu nennen. Nach erfolgter Mitteilung müsste jedoch der Aktionär tätig werden und selbst eine Aktionärsvereinigung ansprechen. Angesichts der notorischen Trägheit der meisten Kleinaktionäre ist kaum davon auszugehen, dass sich viele von ihnen dazu bewegen lassen. Im Ergebnis dürfte somit auch die Vertretung durch Aktionärsvereinigungen keine durchschlagende Lösung der Problematik bieten.

In Betracht kommt weiterhin die Vertretung der ausländischen Aktionäre durch *von der Gesellschaft benannte Stimmrechtsvertreter*. Daran besteht seitens der Gesellschaft zum einen deshalb ein Interesse, weil es ihr wesentlich leichter fällt, neue Kommunikationsmittel in den Abstimmungsprozess einzubeziehen, wenn die Stimmrechtsvertreter in engem Kontakt mit der Gesellschaft stehen. Zum anderen dürften die Gesellschaften daran interessiert sein, möglichst vielen Aktionären die Ausübung des Stimmrechts ohne Vermittlung der Banken zu ermöglichen. Wenn nämlich das Kapital auf einen großen Kreis kleiner und kleinster Anleger verteilt ist, könnten die Gesellschaften gegenüber den Banken in Abhängigkeit geraten. So haben einige Gesellschaften ihren Aktionären bereits nahegelegt, ihre Stimmrechte auf der Hauptversammlung nicht von einer Bank sondern von einem Treuhänder ausüben zu lassen. Vorreiter war die Deutsche Telekom AG, die einem Großteil ihrer Aktionäre anbot, sich auf der Hauptversammlung am 26. Juni 1997 durch einen von der Aktiengesellschaft beauftragten und bezahlten Dritten kostenlos vertreten zu lassen („Telekom“ – Modell). Das Verwaltungsstimmrechts stellt sich auch für den ausländischen Aktionär als sinnvolle

<sup>579</sup> Westermann-Feddersen/Hommelhoff/Schneider (Hrsg.), *Corporate Governance*, 1996, 264 (280). Vom „Erfüllungsgehilfen des Vorstandes“ spricht *Wilhelmi*, *Aktiengesetz*, 4. Aufl. 1971, § 125 Anm. 5.

<sup>580</sup> Dies gilt übrigens im gleichen Maße auch für die deutschen Aktionäre, soweit sie Stimmrechte aus Namensaktien ausüben wollen.

<sup>581</sup> Vgl. Begründung des Referentenentwurfs zu Art. 1 Zif. 13 KonTraG, abgedruckt in: ZIP 1996, 2129 (2133); Zu den Fragen, die im Zusammenhang mit der Nennung von Aktionärsvereinigungen in den Mitteilungen nach § 125 Abs. 1 AktG auftauchen vgl. *Bachmann*, WM 1999, 2100 (2105).

Alternative das. Es erleichtert die Bevollmächtigung eines Vertreters und damit die Stimmabgabe erheblich<sup>582</sup>. Der Nachteil der deutschen Verwaltungsvollmacht gegenüber dem US-amerikanischen *proxy*-Modell liegt nach der hier vertretenen Meinung<sup>583</sup> allerdings darin, dass es wegen der Notwendigkeit, selbstverfasste Weisungen zu erteilen, auch weniger erfolgversprechend wäre. Sind doch viele Aktionäre nicht nur nicht gewillt, sich die Mühe zu machen, selbstverfasste Weisungen zu erteilen, sondern auch in den meisten Fällen gar nicht dazu in der Lage, schon gar nicht in fremder Sprache. Dennoch ist festzuhalten, dass die Einführung der Verwaltungsvollmacht einen Weg aufzeigt, wie das Problem der Stimmabgabe ausländischer Aktionäre gelöst werden kann. Hinzu kommt insoweit, dass im Zusammenhang mit der Einführung der Verwaltungsvollmacht die Modalitäten der Vollmachtserteilung erheblich erleichtert worden sind. Durch die Neufassung von § 135 Abs. 7 AktG ist nun neben der Schriftform auch eine Bevollmächtigung unter Zuhilfenahme moderner Kommunikationsmittel möglich.

#### c) Annäherung der Stimmrechtsvertretung an die eigene Stimmabgabe

Wegen der Schwierigkeiten, die bisweilen bei der Stimmabgabe durch den Aktionär selbst bestehen, ist es eine Überlegung wert, ob mit Hilfe der Stimmrechtsvertretung die technischen Neuerungen nicht bereits jetzt besser genutzt werden könnten, als dies bei der Stimmrechtsausübung durch den Aktionär selbst der Fall ist und so die Stimmabgabe durch einen Vertreter der eigenen Stimmabgabe angenähert werden kann. Es erscheint naheliegend, das Erfordernis der körperlichen Anwesenheit, an dem die Stimmrechtsabgabe durch den Aktionär selbst bei einer Internet-Hauptversammlung scheitert, durch Zwischenschaltung einer Bank oder eines sonstigen Aktionärsvertreters, der an der Hauptversammlung teilnimmt, zu erfüllen. Dieser Bevollmächtigte könnte dann die von den Aktionären per Internet übermittelten Stimmrechte für die Aktionäre in der Hauptversammlung ausüben. Dies scheiterte bislang an der durch die §§ 134 Abs. 3, 135 Abs. 7 AktG vorgeschriebene Schriftform, die mit einer *e-mail* nicht gewahrt war. Nach Wegfall dieses Erfordernisses steht dieser Konstruktion aber nichts mehr im Wege, da auch die Übertragung der Hauptversammlung im Internet mit Einfügung des § 118 Abs. 3 AktG bei einer entsprechenden Satzungsregelung nun unzweifelhaft möglich ist. Der Nachteil dieser Konstruktion gegenüber der Stimmrechtsausübung durch den Aktionär selbst liegt jedoch darin, dass nur der Vertreter als Teilnehmer der Hauptversammlung die Aktionärsrechte ausüben kann. Dies wiederum hemmt auf lange Sicht die Weiterentwicklung der Hauptversammlung, da der Vertreter die Aktionärsrechte in herkömmlicher Weise am Ort der Stimmabgabe ausübt und so künstlich an der Präsenzhauptversammlung festgehalten wird.

---

<sup>582</sup> Ebenso *Bachmann*, WM 1999, 2100 (2107); so auch *Preissler*, der in der Einrichtung eines proxy committee im Hinblick auf Aktionäre mit Wohnsitz in Ausland eine elegante Möglichkeit sieht, die Ausübung des Stimmrechts zu erleichtern, *Preissler*, WM 2001, 113 (115).

<sup>583</sup> Siehe dazu oben unter § 14 I. 3. b).

### 3. Stellungnahme

Die Unterrichtung der US-amerikanischen Aktionäre ist aufgrund deutscher Rechtsvorschriften nur dann gewährleistet, wenn sie im Aktienregister der Gesellschaft eingetragen sind. Anderenfalls gewährleisten die deutschen Regeln zur Stimmrechtsausübung nicht, dass die *beneficial owners* von der Einberufung der Hauptversammlung Kenntnis erlangen und mit den notwendigen Unterlagen versorgt werden<sup>584</sup>. Dies liegt daran, dass die deutschen Vorschriften von dem wünschenswerten Normalfall der Eintragung des eigentlichen Aktionärs ausgehen. Für diese Konstellation ist die Benachrichtigung sichergestellt. Ist die Eintragung des *beneficial owner* dagegen wie in den USA zur Ausnahme verkommen, so ist es Aufgabe der USA, die Weiterleitung an den wirtschaftlich Berechtigten zu gewährleisten. Der Sitzstaat des Emittenten, also Deutschland, soll und kann in dieser Hinsicht keine verbindlichen Regelungen schaffen. Nach US-amerikanischem Recht gewährleisten aber sowohl die Regelungen des *Uniform Commercial Code*, als auch solche der einzelnen Börsen, dass der im Aktienregister eingetragene *nominee* den Anleger von der Einberufung der Hauptversammlung in Kenntnis setzt. Bei der Eintragung eines Dritten in das Aktienregister der Gesellschaft ist die Information der Aktionärs somit nach US-Recht sichergestellt.

Bei der Abgabe des Stimmrechts hingegen ist der Sitzstaat der emittierenden Gesellschaft gefordert. In dieser Hinsicht sind die deutschen Rechtsvorschriften noch stark verbesserungsbedürftig. Nach Auffassung des Verfassers orientieren sich die Vorschriften zur Abhaltung der Hauptversammlung zu sehr an der überholten nicht mehr zeitgemäßen Vorstellung von einer Präsenzversammlung. Dabei handelt es sich um ein Idealbild korporaler Meinungsbildung, das sich im Zuge neuer Entwicklungen ins Gegenteil verkehrt hat. Anstatt dem ausländischen Aktionär unter Verzicht oder zumindest der Relativierung bestimmter Rechte (Rederecht, Fragerecht etc.) die Abgabe der Stimme zu ermöglichen, bietet man ihm ein „Ganz“ oder „Gar nicht“ an, das bei einer beabsichtigten eigenen Abgabe der Stimme stets auf letzteres hinausläuft. Zwar ist es dem ausländischen Aktionär inzwischen möglich, einen Stimmrechtsvertreter ohne Beachtung der Schriftform zu bevollmächtigen; dies kann auch während der Übertragung der Hauptversammlung im Internet auf elektronischem Wege geschehen; diese Erleichterung kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass bei der eigenen Stimmabgabe ein *Legitimationsdefizit* besteht, das über die Vertretung im Stimmrecht nicht vollständig kompensiert werden kann. Das Vertretermodell kann daher nur als Übergangslösung angesehen werden, das bei der Zulassung der Stimmabgabe über das Internet nicht mehr notwendig wäre.

---

<sup>584</sup> Die im NaStraG vorgesehenen Änderungen würden mit der Neufassung des § 125 Abs. 2 Nr. 3 AktG die Benachrichtigung der Aktionäre lediglich auch dann sicherstellen, wenn die Aktionäre zwar im Aktienbuch eingetragen wären, deren Stimmrechte in der letzten Hauptversammlung aber durch ein Kreditinstitut ausgeübt wurde. Für die in den USA übliche Konstellation, dass die Aktionäre nicht selbst in das Aktienbuch eingetragen sind, bringt das NaStraG keine Änderung.

Soweit der US-amerikanische Aktionär die Stimme nicht selbst abgeben und sich vertreten lassen will, ist das Bankenstimmrecht, welches bereits bei der nationalen Stimmrechtsausübung aus Namensaktien zu Problemen führt, im internationalen Kontext erst recht nicht zweckmäßig. Die Vertretung durch einen Treuhänder oder die Unternehmensverwaltung ist hier zu bevorzugen. Allerdings bedarf die Verwaltungsvollmacht – ähnlich wie im US-Recht das *proxy voting* – einer ausführlichen Regelung. Denn nur so kann der Interessenskonflikt des gesellschaftsnahen Stimmrechtsvertreters einen Ausgleich erfahren.

### III. Zusammenfassung

Die Stimmrechtsausübung im US-amerikanischen und im deutschen Recht unterscheiden sich erheblich, da bereits von unterschiedlichen Prämissen ausgegangen wird. Das deutsche Recht orientiert sich am Leitbild der Präsenzversammlung als Diskussionsforum gesellschaftsrechtlicher Fragen, wohingegen im US-amerikanischen Recht die Meinungsbildung bereits im Vorfeld der eigentlichen Hauptversammlung im Rahmen der sehr detailliert geregelten Stimmrechtswerbung stattfindet.

Die in den beiden Ländern gewählten Ansätze führen zu spezifischen Problemlagen. Obgleich in Deutschland der Zweck der Hauptversammlung als Diskussionsforum eigentlich nur bei persönlicher Anwesenheit der Aktionäre ihren vollen Sinn erhält, ist sie in der Praxis die Ausnahme. In den USA nimmt man die geringe persönliche Teilnahme der Aktionäre an der Hauptversammlung nicht nur hin, sondern hat sie mit dem *proxy system* sogar institutionalisiert. Was daher die persönliche Anwesenheit der Aktionäre angeht, haben sich beide Systeme einander angenähert.

Indessen bestehen hinsichtlich der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung zwischen Deutschland und den USA, wenn auch jeweils unterschiedliche, so doch erhebliche Schwierigkeiten.

Die Benachrichtigung des deutschen Inhabers US-amerikanischer Aktien von einer einberufenen Hauptversammlung ist nur dann gewährleistet, wenn der Aktionär selbst im Aktienregister der US-amerikanischen Gesellschaft eingetragen ist. Andernfalls, das heißt bei Eintragung einer deutschen Depotbank, kann die Information des Anlegers nur über eine Weiterleitungspflicht der Bank sichergestellt werden, die sich aus einer depotrechtlichen Vereinbarung mit dem Aktionär ergeben kann.

#### 4. Kapitel

Demgegenüber wird ein US-amerikanischer Inhaber deutscher Aktien von der Einberufung einer Hauptversammlung hier mit Sicherheit sowohl dann informiert, wenn er im Aktienregister eingetragen ist, als auch dann, wenn für ihn ein Dritter, insbesondere ein sogenannter *nominee*, eingetragen ist. In erstem Fall findet deutsches Gesellschaftsrecht Anwendung, im zweiten Fall daneben US-amerikanischen Bundeskapitalmarkt- und Handelsrecht.

Die Abgabe der Stimme in der Hauptversammlung bei persönlicher Anwesenheit des jeweils ausländischen Aktionärs selbst ist problematisch, kommt aber in der Praxis allenfalls in seltenen Ausnahmefällen vor. Im Vordergrund steht allein die Ausübung des Stimmrechts durch einen Vertreter. Die Auswirkungen der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung werden aber vor der nationalen Entwicklung nicht halt machen. Insbesondere das Bild der Hauptversammlung in Deutschland wird sich nachhaltig verändern. Das Internet erhält Einzug und bietet Chancen, welche die Risiken um ein vielfaches übersteigen.

Bei der Vertretung deutscher Aktionäre in einer Hauptversammlung in den USA zeigen sich keine großen Schwierigkeiten, da das sogenannte *proxy*-Modell in den USA seit langem etabliert ist, der deutsche Aktionär sich mithin ohne Schwierigkeiten in den USA von der Unternehmensleitung vertreten lassen kann. Wollen sich demgegenüber US-amerikanische Aktionäre in der Hauptversammlung einer deutschen Gesellschaft vertreten lassen, sind die deutschen Banken als Stimmrechtsvertreter nur wenig geeignet. Die in den Büchern der deutschen Gesellschaft eingetragenen US-amerikanischen Aktionäre werden bei der Ausgabe von Namensaktien von dieser über die Einberufung der Hauptversammlung direkt oder – wie im Regelfall – über einen US-amerikanischen *nominee* benachrichtigt. Jedenfalls werden die deutschen Depotbanken in den Benachrichtigungsprozess nicht mehr eingeschaltet, so dass den deutschen Banken der kostengünstige Weg der Stimmrechtsvertretung über § 128 Abs. 2 AktG, wonach sie den Mitteilungen nach § 125 Abs. 1 AktG auf Kosten der Gesellschaft Weisungsformulare und eigene Mitteilungen beifügen und so die Stimmrechtsvertretung vorbereiten konnten, genommen ist.

Praktikabel ist aber die Vertretung der US-Aktionäre durch von der deutschen Gesellschaft mit der Wahrnehmung von Stimmrechten beauftragte interne oder externe Vertreter. Dies ist nach der hier vertretenen Meinung nach der bisherigen Ausgestaltung des Verwaltungsstimmrechts allerdings nur dann rechtlich zulässig, wenn die Weisungen zur Stimmrechtsausübung tatsächlich vom Aktionär selbst verfasst sind und die Gefahr einer Einflussnahme der Gesellschaft gebannt ist. Es wird sich zeigen, welche neuen Stimmrechtssysteme sich entwickeln werden. Das Verwaltungsstimmrecht stellt einen begrüßenswerten Ansatz dar, der jedoch noch einer eingehenden Regelung bedarf. Eine Kopie des US-*proxy* System gilt es aber zu vermeiden, da dies die Abschaffung der Hauptver-



#### *4. Kapitel*

sammlung nach deutschem Recht bedeuten würde. Denn der Hauptversammlung in Deutschland kommt eine ganz andere Aufgabe als in den USA zu und die Stimmrechtssysteme müssen den nationalen Besonderheiten Rechnung tragen.

## Zusammenfassung

Die Ergebnisse dieser Arbeit lassen sich folgendermaßen kurz zusammenfassen:

*1. Kapitel:* Was die Formen des börslichen Umlaufs US-amerikanischer Aktien in Deutschland und deutscher Aktien in den USA angeht, so sind sowohl an deutschen als auch an US-amerikanischen Börsen Aktien des jeweils anderen Landes zur *Direktnotierung* zugelassen. Einschränkungen ergeben sich für deutsche Unternehmen aber daraus, dass in den USA nur *Namensaktien* gehandelt werden dürfen. Um dennoch die in Deutschland bislang vorherrschende Inhaberaktie auch in den USA handeln zu können, bedienen und bedienen sich deutsche Unternehmen einer Zweitverbriefung über Aktienersatzscheine, die *American Depositary Receipts*. Hierdurch werden deutsche Inhaberaktien in den USA in Orderpapiere transformiert.

Wurde in dem Handel von Namensaktien auf dem US-Markt lange Zeit keine Alternative zum Handel mit Hilfe von Ersatzscheinen gesehen, so hat sich dies seit 1998 geändert. Damals notierte die *DaimlerChrysler AG* als erste deutsche Aktiengesellschaft an der *New York Stock Exchange* über Namensaktien. Zugleich stellte sie auch in Deutschland von Inhaber- auf Namensaktien um.

Für die Ausgabe von Namensaktien an *US-Börsen* anstelle von Ersatzscheinen spricht die dadurch erreichte Verbesserung des Unternehmensimages, da der US-Anleger auf diesem Wege den unmittelbaren Aktionärsstatus erhält. Des Weiteren werden so die komplizierten Vertragsstrukturen vermieden, wie sie beim Handel mit Ersatzscheinen bestehen. Vor allem aber können mit der Namensaktie als *global share* Arbitragegeschäfte zwischen den USA und Deutschland, bei denen Kursunterschiede in den beiden Ländern ausgenutzt werden, erleichtert werden, weil sich Umwandlungen von Inhaberaktien in Ersatzscheine und umgekehrt dann erübrigen. Letztlich hat dieser Gesichtspunkt zu einer Neubewertung der Namensaktie auch in Deutschland geführt, da die Erleichterung von Arbitragegeschäften voraussetzt, dass auch an *deutschen Börsen* Namensaktien ausgegeben werden. In diesem Zusammenhang ist am deutschen Kapitalmarkt ein weiterer besonderer Vorzug der Namensaktie gegenüber der Inhaberaktie neu entdeckt worden, der in der direkten Beziehung zwischen Gesellschaft und Aktionären besteht, die sowohl für die Gesellschaft, als auch für die Aktionäre von Vorteil ist. Begünstigt wurde die vermehrte Ausgabe der Namensaktie auf dem deutschen Kapitalmarkt zudem dadurch, dass die heute elektronisch geführten Aktienregister im Börsenhandel eine leichtere Umschreibung der Aktionäre ermöglichen. Hinzu kommt die Erleichterung bei der Umschreibung, die dadurch besteht, dass die Aktienurkunden nicht mehr in Streifbandverwahrung, sondern heute in Girosammelverwahrung genommen werden.

## Zusammenfassung

Wegen dieser Vorteile der Namensaktie einerseits gegenüber den Ersatzscheinen auf dem US-Markt sowie im internationalen Aktienhandel und andererseits gegenüber der Inhaberaktie auf dem deutschen Kapitalmarkt wird voraussichtlich auf Dauer der Handel von deutschen Inhaberaktien mit Hilfe von Ersatzscheinen in den USA zugunsten der Direktnotierung über Namensaktien zurückgedrängt werden.

2. *Kapitel*: Haben sich deutsche bzw. US-amerikanische Gesellschaften zum Gang an den jeweils anderen Börsenplatz entschlossen, müssen sie die dort geltenden Rechnungslegungsvorschriften beachten und somit bei dualer Börsennotierung zweifach Rechnung legen. Dieser Problemlage kann mit einer *gegenseitigen Anerkennung* der im Heimatland einer ausländischen Gesellschaft geltenden Vorschriften nicht begegnet werden, da nationale Rechnungslegungsvorschriften nur die Besonderheiten des jeweiligen begrenzten Rechts- und Wirtschaftsraumes berücksichtigen und den Anlegern im Ausland ein falsches Bild vermitteln könnten. Dies gilt insbesondere im Verhältnis Deutschland zu den USA wegen der dort geltenden – vom Ansatz her völlig unterschiedlichen – Systeme der Rechnungslegung. Als vielversprechender Weg zur Lösung des Problems erscheint die *Harmonisierung und Internationalisierung von Rechnungslegungsvorschriften*, wie sie seit der Gründung des *International Accounting Standards Board (IASB)* im Jahre 1973 angestrebt wird. Das Ziel des *IASB* besteht darin, weltweit akzeptierte Rechnungslegungsstandards, die *International Financial Reporting Standards (IFRS)*, zu entwickeln und für deren weltweite Anerkennung zu sorgen.

Die Frankfurter Wertpapierbörse akzeptiert eine Rechnungslegung nach *IFRS* uneingeschränkt und fördert somit die Internationalisierung der Rechnungslegungsvorschriften. Demgegenüber steht die Anerkennung durch die US-amerikanische Börsenaufsichtsbehörde *SEC* aber bis heute aus. Dennoch können deutsche Unternehmen auch in den USA bereits ihrer Registrierungs- und Berichtspflicht unter Verwendung der *International Financial Reporting Standards (IFRS)* nachkommen, sofern sie gleichzeitig eine Übersetzung (*reconciliation*) der *IFRS* in die US-amerikanischen Rechnungslegungsregeln, die *US-GAAP*, vorlegen. Unter dieser Voraussetzung einer gleichzeitigen Übertragung in die Regelungen der *US-GAAP* können deutsche Unternehmen auch nach den Vorschriften des HGB und den GoB Rechnung legen.

Um deutschen Aktiengesellschaften eine *reconciliation* beim Gang an eine US-Börse zu ersparen und damit eine Rechnungslegung nach zwei Vorschriften zu vermeiden, hat der deutsche Gesetzgeber durch das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) vom 20.4.1998 die bis zum 31.12.2004 befristete Vorschrift des § 292 a in das HGB aufgenommen und damit bei deutschen Unternehmen den internationalen Konzernabschluss zugelassen. Hierdurch wird den deutschen börsennotierten Unternehmen die Möglichkeit eingeräumt, im Konzernabschluss ausschließlich nach

## Zusammenfassung

international anerkannten Rechnungslegungsregeln Rechnung zu legen, zu denen neben den *IFRS* auch die *US-GAAP* zu zählen sind. Da in den USA für die externe Rechnungslegung allein der Konzernabschluss maßgebend ist, entfällt somit die Notwendigkeit, eine *reconciliation* beim Gang an den US-Kapitalmarkt vorzunehmen. Deutschen Konzernunternehmen ist damit der Zugang zum US-Kapitalmarkt erheblich erleichtert worden.

Dieser Vorteil wird mit Inkrafttreten der EU-Verordnung über die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards möglicherweise aber wieder entfallen. Die Verordnung sieht nämlich vor, dass europäische Mutterunternehmen spätestens ab dem 01. Januar 2007 einen Konzernabschluss nach *IFRS* erstellen müssen. Dies würde erneut zum Erfordernis dualer Rechnungslegung führen, sollte die *SEC* die *IFRS* bis dahin nicht als den *US-GAAP* vergleichbar anerkannt haben. Andererseits könnte die Verpflichtung börsennotierter Europäischer Mutterunternehmen zur *IFRS*-Rechnungslegung der entscheidende Schritt in Richtung weltweit akzeptierter Rechnungslegungsstandards sein. Denn es ist wahrscheinlich, dass die US-amerikanische Börsenaufsichtsbehörde *SEC* so dazu gebracht werden könnte, Abschlüsse nach *IFRS*, die ohnehin stark von den *US-GAAP* geprägt sind, anzuerkennen. Die dann erfolgte Internationalisierung der Rechnungslegung über *IFRS* ist einer solchen über *US-GAAP* vorzuziehen.

Bis zum Auslaufen der Übergangsregelung des § 292 a HGB am 31.12.2004 muss eine langfristige, systematisch geschlossene Neuregelung der deutschen Rechnungslegung entwickelt werden, welche die Harmonisierung und Internationalisierung von Rechnungslegungsvorschriften berücksichtigt. Zu bedenken ist dabei, dass sich der internationale Konzernabschluss auf Dauer auf die „nationalen“ Einzelabschlüsse der Konzerne auswirken wird, da es fiktive, nicht veröffentlichte Einzelabschlüsse nach *US-GAAP* bzw. *IFRS* geben wird, um Konzernabschlüsse erstellen zu können und sich die Anteilseigner im Hinblick auf die Ausschüttung an dem höheren Gewinnausweis orientieren werden wollen. Es ist daher zu erwarten, dass – ebenso wie beim internationalen Konzernabschluss – auch beim Einzelabschluss die vom Vorsichtsprinzip und vom Gläubigerschutz geprägte Ausschüttungs- und Steuerbemessungsfunktion zugunsten einer anlegerschutzorientierten Informationsfunktion zurücktreten wird. Da somit die bislang wesentlichen Funktionen des Einzelabschlusses in Zukunft zurücktreten oder sogar wegfallen werden, steht im Ergebnis die Entbehrlichkeit des Einzelabschlusses zumindest bei Unternehmen, die auch für den Konzern Rechnung legen. Dies wiederum wirft die Frage auf, ob man die Rechnungslegung ausschließlich basierend auf dem Gedanken der Anlegerinformation lediglich den börsennotierten Unternehmen oder allen Kapitalgesellschaften zugesteht. Für eine Trennung zwischen diesen beiden Gruppen spricht, dass das Anlegerinteresse bei börsennotierten Gesellschaften ungleich größer ist als bei kleinen und mittleren Unternehmen, die sich immer noch über Fremdkapital finanzieren.

3. *Kapitel*: Soweit deutsche Aktien in den USA und US-amerikanische Aktien in Deutschland vor der Etablierung sogenannter grenzüberschreitender Sammelbestände und der Aufnahme gegenseitiger Kontenverbindungen an einer Börse im *nationalen Effekten giroverkehr*, das heißt lediglich durch Umbuchungen, übertragen wurden, befanden sich die zu handelnden Papiere stets am Handelsort. Für die Übertragung der Aktienurkunde maßgeblich war gemäß der *lex cartae sitae* das am Belegenheitsort der Urkunde geltende Recht. In Deutschland belegene US-amerikanische Aktienurkunden wurden also nach deutschem Recht (§§ 929 ff. BGB), in den USA belegene deutsche Aktienurkunden wurden nach US-amerikanischem Recht übertragen. Mit dem Erwerb der Urkunde erwarb der Käufer zugleich das in der Aktie verbrieft Mitgliedschaftsrecht.

Bei Aktienübertragungen im *grenzüberschreitenden Effekten giroverkehr* zwischen Deutschland und den USA, der erst seit der Etablierung sogenannter grenzüberschreitender Sammelbestände und der Aufnahme gegenseitiger Kontenverbindungen möglich ist, gilt ebenfalls die *lex cartae sitae*. Ihre Geltung führt in diesem Fall aber nicht zur Anwendung bloß einer Rechtsordnung, da die Aktienurkunden teilweise in den USA, teilweise in Deutschland belegen sind und rechtlich einen grenzüberschreitenden Sammelbestand bilden. Bei jeder Aktienübertragung ist daher der gesamte, in mehreren Jurisdiktionen belegene, Sammelbestand betroffen. Folglich beanspruchen sowohl die deutsche als auch die US-amerikanische Rechtsordnung ihre Geltung für den Übertragungsvorgang.

Für die Problematik, die sich daraus ergibt, dass bei Aktienübertragungen im grenzüberschreitenden Effekten giroverkehr die Rechtsordnungen sowohl der USA als auch Deutschlands Geltung beanspruchen, kommt eine Lösung unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände weder *de lege lata* noch *de lege ferenda* in Betracht. Die kollisionsrechtliche Vorschrift des § 17 a DepotG kommt wegen ihres begrenzten Anwendungsbereiches nicht in Betracht. Eine Anknüpfung an den Ort der Buchung über Art. 46 EGBGB ist ebenso unzulässig wie eine Rechtswahl. Auch mit Blick auf das US-Recht kann die Problematik unter Beibehaltung der grenzüberschreitenden Sammelbestände nicht gelöst werden. Vielmehr bedarf es der Auflösung der grenzüberschreitenden Sammelbestände. Es bietet sich an, die Aktienübertragung nicht mehr sachenrechtlich, das heißt unter der Verschaffung von Miteigentum, sondern treuhänderisch zu organisieren, da in solchem Fall die Aktien ausschließlich in den ausländischen Sammelbeständen belegen sind, grenzüberschreitende Sammelbestände mithin nicht bestehen und das Problem der kumulativen Rechtsanwendung beseitigt wird.

4. *Kapitel*: Was die Fragen der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung der Aktionäre (= *cross border voting*) sowie die Frage angeht, in welcher Weise ausländische Anleger in der Hauptver-

## Zusammenfassung

sammlung zur Abgabe ihrer Stimme präsent sein können, ist zunächst festzustellen, dass die Hauptversammlung von Aktiengesellschaften in Deutschland und den USA unterschiedliche Aufgaben wahrnimmt. In Deutschland dient die Hauptversammlung als Diskussionsforum und zur Vorbereitung gesellschaftsrechtlicher Entscheidungen. In den USA stellt die Hauptversammlung demgegenüber lediglich den Ort der Stimmabgabe dar, wohingegen sich die Meinungsbildung und Diskussion von Beschlussvorlagen fast vollständig auf die Stimmrechtswerbung (*proxy solicitation*) im Vorfeld der Hauptversammlung verlagert hat. Trotz der unterschiedlichen Aufgaben der Hauptversammlung in den beiden Rechtsordnungen ist die persönliche Anwesenheit der Aktionäre sowohl in den USA als auch in Deutschland verschwindend gering, so dass der Stimmrechtsvertretung eine zentrale Bedeutung zukommt. Die Stimmrechtsvertretungssysteme unterscheiden sich in den beiden Rechtsordnungen ebenso wie die Aufgabe der Hauptversammlung. Im deutschen Recht stellen die Banken noch ein unverzichtbares Element der Stimmrechtsausübung dar. Seit der Neuregelung des § 134 Abs. 3 AktG ist aber auch die Erteilung der sogenannten Verwaltungsvollmacht ausdrücklich zugelassen. An einer detaillierten Regelung fehlt es insoweit jedoch, was zu einem Interessenkonflikt beim Stimmrechtsvertreter führen kann. In den USA ist die Bevollmächtigung der Unternehmensverwaltung schon seit langem die Regel. Sie steht im Zentrum der Stimmrechtsvertretung (*proxy voting*) und hat eine ausführliche Regelung erfahren, wodurch die Gefahr eines Interessenkonfliktes erheblich vermindert wurde.

Die zumindest bis zur Neuregelung des § 134 Abs. 3 AktG stark voneinander abweichenden Regelungen der Stimmrechtsausübung in den USA und in Deutschland wirkten sich bei der grenzüberschreitenden Abgabe des Stimmrechts unterschiedlich aus. Bei der im Vordergrund stehenden Ausübung des Stimmrechts durch einen Vertreter war das US-amerikanische System der Stimmrechtsvertretung (*US-proxy-Modell*) dem deutschen Bankenstimmrecht insofern überlegen, als sich die Unternehmensverwaltung als Vertreterin von Aktionären bereits am Sitz des Unternehmens befindet, wohingegen Bevollmächtigte der Banken sich erst zur Hauptversammlung dorthin begeben müssen. Die Verwaltungsvollmacht gemäß § 134 Abs. 3 AktG hat die deutsche Stimmrechtsausübung dem *US-proxy voting* angenähert und die Stimmrechtsausübung des US-Aktionärs durch einen Vertreter erheblich erleichtert. Das Verwaltungsstimmrecht kann daher mit Blick auf die grenzüberschreitende Stimmabgabe als Weg in die richtige Richtung angesehen werden. Der damit befürchteten Einflussnahme der Verwaltung der Gesellschaft auf den Inhalt der Abstimmung wurde aber bislang noch nicht ausreichend begegnet.

Was die grenzüberschreitende Abgabe der Stimme durch den ausländischen Aktionär ohne Inanspruchnahme eines Stimmrechtsvertreters angeht, besteht sowohl in den USA als auch in Deutschland noch Handlungsbedarf. In den USA ist bislang zwar die Übertragung der Hauptversammlung

## Zusammenfassung

über das Internet rechtlich zulässig, die Abgabe der Stimme hat aber „in der Hauptversammlung“ zu erfolgen, das heißt an einem physisch einheitlichen Ort. Weder die *gemischte online-Hauptversammlung*, die teils an einem physischen Ort, teils im Internet abgehalten wird, noch die *virtuelle Hauptversammlung*, die ausschließlich im Internet abgehalten wird, ist damit nach US-amerikanischem Recht als Ort der Stimmrechtsabgabe zulässig. Ausdrücklich zugelassen haben einige US-Staaten aber die sogenannte *Tele-Hauptversammlung*, bei der die Übertragung via Großbildleinwand in eine Räumlichkeit in einem anderen Land übertragen wird, wobei diese Möglichkeit vielfach auf Gesellschaften mit wenigen Aktionären beschränkt ist. Dass trotz der Möglichkeit der Übertragung der Hauptversammlung im Internet, in den USA bislang die Stimmabgabe über dieses Medium nicht zugelassen ist, liegt an der geringen Bedeutung der Hauptversammlung als Meinungsbildungsforum. Die Stimmrechtswerbung (*proxy solicitation*) übernimmt in den USA diese Aufgabe und ist per Gesetz als Regelfall vorgesehen.

Auch in *Deutschland* ist die *Tele-Hauptversammlung* mit dem Gesetz vereinbar, an einer ausdrücklichen Zulassung fehlt es aber bislang. Die Stimmabgabe über das Internet, ist rechtlich noch nicht möglich, obwohl die Übertragung der Hauptversammlung im Internet seit der Einführung des § 118 Abs. 3 AktG durch das TransPuG zulässig ist. Diese Beschränkung ist sachlich nicht gerechtfertigt. Durch die Abgabe der Stimme über das Internet würde aber das Bild der Hauptversammlung in Deutschland Einschränkungen erfahren, da der virtuell teilnehmende Aktionär seine Aktionärsrechte, beispielsweise das Rede- und Antwortrecht, entweder gar nicht oder nur abgeschwächt ausüben könnte. Diese Benachteiligung der online zugeschalteten Aktionäre ist aber im Hinblick auf die großen Vorteile, die diese Gestaltung mit sich bringt, hinzunehmen. Die nötigen Gesetzesänderungen insbesondere des § 121 Abs. 3, Abs. 5 S. 1, Abs. 6 AktG sollten vorangetrieben werden. Somit könnte in Zukunft auch die persönliche „Anwesenheit“ des US-amerikanischen Aktionärs unter Verwendung neuer Kommunikationsmittel, insbesondere dem Internet, endlich möglich werden. Eine solche Entwicklung ist in Deutschland mit Blick auf die Bedeutung der Hauptversammlung als Meinungsbildungs- und Diskussionsforum wesentlich dringender als in den USA.

## Literaturverzeichnis

Im Text werden Aufsätze in Zeitschriften mit der Fundstelle ohne Titel zitiert, alle anderen Werke mit vollem Titel, wenn nicht im Folgenden ein Kurzzitat in Klammern angegeben ist.

- Adler, Olivia P./Bieber, Sander M.*, ADRs: Expanding their Role in an International Market, in: Butterworths Journal of International Banking and Finance, July 1989, S. 308 ff.
- Aktiengesetz, Großkommentar*, Erster Band, 1. Halbband (§§ 1-75), 2. Halbband (§§ 76-147), 3. Aufl., Berlin, New York 1973 (Bearbeiter-Aktiengesetz, Großkommentar, 3. Aufl.)
- Alberth, Marcus R.*, USA: Vertraglicher Gläubigerschutz und Ausschüttungsbemessung durch Conventions als Vorbild zur Änderung des deutschen Bilanzrechts?, in: WPG 1997, S. 744 ff.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H.*, Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 3. Aufl., Köln 2003 (Bearbeiter-Assmann/Schneider, WpHG)
- Bachmann, Gregor*, Namensaktie und Stimmrechtsvertretung, in: WM 1999, S. 2100 ff.
- Baetge, Jörg/Dörner, Dietrich/Kleekämper, Heinz/Wollnert, Peter*, Rechnungslegung nach International Accounting Standards (IAS): Kommentar auf der Grundlage des deutschen Bilanzrechts, Stuttgart 2002 (Bearbeiter-Baetge/Dörner)
- Ballwieser, Wolfgang*, HGB-Konzernabschlussbefreiung und privates Rechnungslegungsgremium, in: Internationale Rechnungslegung, Festschrift für Claus-Peter Weber zum 60. Geburtstag, herausgegeben von Karlheinz Küting und Günther Langenbacher, Stuttgart 1999, S. 433 ff. (FS für Weber)
- Bar, Christian von*, Wertpapiere im deutschen Internationalen Privatrecht, in: Festschrift für Werner Lorenz zum siebzigsten Geburtstag, herausgegeben von Bernhard Pflister und Michael R. Will, Tübingen 1991, S. 273 ff. (FS für Lorenz)
- Bar, Christian von*, Abtretung und Legalzession im neuen deutschen Internationalen Privatrecht, in: RabelsZ, 53. Jahrgang 1989, S. 462 ff.
- Bardenz, Alexander*, Durchbruch für das International Accounting Standards Committee?, Entstehung Organisation und Akzeptanz, in: WM 1996, S. 1657 ff.
- Barz, Carl Hans*, Die große Hauptversammlung, in: AG 1962, Sonderbeilage I/62, S. 1 ff.
- Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred/Hueck, Götz*, Aktiengesetz, 13. Aufl., München 1968
- Baums, Theodor*, Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten, in: Unternehmen, Recht und Wirtschaftsordnung, Festschrift für Peter Raisch zum 70. Geburtstag, herausgegeben von Karsten Schmidt und Eberhard Schwark, Köln Berlin u.a. 1995, S. 211 ff. (FS für Raisch)
- Baur, Jürgen*, Investmentgesetze, Kommentar zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAAG) und Gesetz über den Betrieb ausländischer Investmentanteile (AusInvestmG), Berlin 1970 (Investmentgesetze)
- Böckenhoff, Johannes/Ross, Malcolm I.*, „American Depositary Receipts“ (ADR) – Strukturen und rechtliche Aspekte – , in: WM 1993, Teil I (S. 1781 ff.), Teil II (S. 1825 ff.)
- Böcking, Hans Joachim*, Zum Verhältnis von Rechnungslegung und Kapitalmarkt: Vom „financial accounting“ zum „business reporting“: in, ZfbF Sonderheft 40/98, S. 17 ff.
- Breker, Norbert/Naumann, Klaus Peter/Tielmann, Sandra*, Die Wirtschaftsprüfer als Begleiter der Internationalisierung der Rechnungslegung (Teil I), in: Wpg 1999, S. 140 ff.
- Brink, Ulrich*, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effektingeroverkehr, 1. Aufl., Berlin 1976
- Bruns, Georg*, Zur Problematik einer rationelleren Abwicklung grenzüberschreitender Effektengeschäfte, in: Schriftenreihe der Frankfurter Wertpapierbörse, Heft 6, Juni 1970
- Büchner, Rudolf*, Die Treuhandrechtliche Organisation des Effektingeroverkehrs, Frankfurt, 1956
- Budde, Wolfgang Dieter/Steuber, Elgin C.*, Jahresabschluss – Was soll die Veranstaltung?, in: Festschrift für Carsten Peter Claussen, Zum 70. Geburtstag, herausgegeben von Klaus-Peter Mar-



- tens, Harm Peter Westermann und Wolfgang Zöllner, Köln, Berlin u.a. 1997, S. 538 ff. (FS für Claussen)
- Budde, Wolfgang Dieter/Steuber, Elgin C.*, Verfassungsrechtliche Voraussetzungen zur Transformation internationaler Rechnungslegungsstandards, in: DStR 1998, S. 503 ff.
- Budde, Wolfgang Dieter*, Müssen die börsennotierten Gesellschaften eigene Wege gehen?, in: Rechnungslegung - Warum und wie, Festschrift für Hermann Clemm zum 70. Geburtstag, herausgegeben von Wolfgang Ballwieser, Adolf Moxter und Rolf Nonnenmacher, München 1996, S. 81 ff. (FS für Clemm)
- Budde, Wolfgang Dieter*, Konzernrechnungslegung nach IAS und US-GAAP und ihre Rückwirkungen auf den handelsrechtlichen Einzelabschluss, in: Handelsbilanzen und Steuerbilanzen, Festschrift zum 70. Geburtstag von Heinrich Beisse, herausgegeben von Wolfgang Dieter Budde, Adolf Moxter, Klaus Offerhaus, Düsseldorf 1997, S. 105 ff. (FS für Beisse)
- Budde, Wolfgang Dieter/Steuber, Elgin C.*, Börsennotierte Gesellschaften und internationale Rechnungslegung – Trend zur Vereinheitlichung der unternehmerischen Rechnungslegung, in: Der Schweizer Treuhänder 1999, S. 503 ff.
- Bungert, Hartwin/Paschos, Nikolaos*, American Depositary Receipts: Gestaltungspotentiale, kollisionsrechtliche und aktienrechtliche Aspekte, in: DZWIR 1995, S. 221 ff.
- Bungert, Hartwin*, Die Treuepflicht des Minderheitsaktionärs – Besprechung des BGH-Urteils vom 20.3.1995, in: DB 1995, S. 1749 ff.
- Burmeister, Klaus*, Weitergabe-, Mitteilungspflichten und Stimmrechtsvollmacht für Kreditinstitute (§§ 128, 135 AktG), in: AG 1976, S. 262 ff.
- Busse von Colbe, Walther*, Vorschlag der EU-Kommission zur Anpassung der Bilanzrichtlinien an die IAS – Abschied von der Harmonisierung, in: BB 2002, S. 1530 ff.
- Busse von Colbe, Walther*, Der befreiende Konzernabschluss nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen, in: Reform des Aktienrechts, der Rechnungslegung und Prüfung: KonTraG – KapAEG – EuroG – StückAG, herausgegeben von Dietrich Dörner, Dieter Mehnold und Norbert Pfitzer, 2. Aufl., Stuttgart 2003, S. 401 ff.
- Caemmerer, Ernst v.*, Bereicherungsansprüche und Drittbeziehungen, in: JZ 1962, S. 385 ff.
- Canaris, Claus-Wilhelm*, Bankvertragsrecht, Teil 1, 3. Aufl., Sonderausgabe der Kommentierung des Bankvertragsrechts aus Handelsgesetzbuch, Großkommentar 4. Aufl., Berlin, New York, 1988 (zit. als Canaris, Bankvertragsrecht, 3. Aufl., 1988, Rdnr.)
- Canaris, Claus-Wilhelm*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., Sonderausgabe von Band III, 3. Teil (2. Bearbeitung) Handelsgesetzbuch, Großkommentar 3 Aufl., Berlin, New York 1981 (zit. als Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., 1981, Rdnr.)
- Clemens, Thomas*, Die Verweisung von einer Rechtsnorm auf andere Vorschriften – insbesondere ihre Verfassungsmäßigkeit – , in: AöR 1986, Band 111, S. 63 ff.
- Cochrane, James L.*, Are U.S. Regulatory Requirements for Foreign Firms Appropriate?, in: Fordham International Law Journal 1994, S. 58 ff.
- Coffee, John C. Jr.*, The Future As History: The Prospects For Global Convergence In Corporate Governance And Its Implications, in: Northwestern University Law Review, Vol. 93, No. 3, Spring 1999, S. 641 ff.
- Coing, Helmut*, Bemerkungen zum Treuhandkonto im deutschen Recht, in: Festschrift für Ernst J. Cohn zum 70. Geburtstag, herausgegeben von A. G. Chloros und K. H. Neumayer, Heidelberg 1975, S. 23 ff. (FS für Cohn)
- Coing, Helmut*, Die „Aufbewahrung“ von Wertpapieren im Ausland als Treuhandgeschäft, Zu den Sonderbedingungen für Auslandsgeschäfte in Wertpapieren, in: WM 1977, S. 466 ff.
- Cox/Hazen/O’Neal*, Corporations, Loseblattsammlung 1999-1 Suppl., Vol. II, New York
- D’Acry, Anne/Leuz, Christian*, Rechnungslegung am Neuen Markt – Eine Bestandsaufnahme, in: DB 2000, S. 385 ff.
- Dechamps, Claudius*, Wertrechte im Effekten giroverkehr, Eine Untersuchung zum redlichen Erwerb stückeloser Effekten im Effekten giroverkehr, in: Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht, 61., Köln, Berlin, Bonn 1989

- Delorme, Hermann*, Die Girosammelverwahrung von ausländischen Wertpapieren und der Effektingiroverkehr mit dem Ausland, in: Die Deutschen Wertpapiersammelbanken, Anlässlich des 25jährigen Bestehens der deutschen Kassenvereine herausgegeben von der Arbeitsgemeinschaft Deutscher Kassenvereine, Frankfurt am Main 1974, S. 93 ff.
- Diekmann, Hans*, Namensaktien bei Publikumsgesellschaften, BB 1999, S. 1985 ff.
- Dreher, Meinrad/Schnorbus, York*, Kurzkommentar zum Urteil des LG Baden-Baden v. 29.4.1998, in: EWiR 1998, S. 675 ff.
- Drobning, Ulrich*, Vergleichende und kollisionsrechtliche Probleme der Girosammelverwahrung von Wertpapieren im Verhältnis Deutschland – Frankreich, in: Festschrift für Konrad Zweigert, herausgegeben von Herbert Bernstein, Ulrich Drobning und Hein Kötz, Tübingen 1981, S. 73 ff. (FS für Zweigert)
- Dyckman, R./Dukes, R./Davis, E. J.*, Intermediate Accounting, 3<sup>rd</sup> ed., Chicago 1995
- Einsele, Dorothee*, Wertpapierrecht als Schuldrecht: Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr, Tübingen 1995
- Einsele, Dorothee*, Das internationale Privatrecht der Forderungszession und der Schuldnerschutz, unter besonderer Berücksichtigung des englischen und französischen Rechts, ZvglRWiss 90 (1991), S. 1 ff.
- Einsele, Dorothee*, Wertpapiere im elektronischen Bankgeschäft, in: WM 2001, S. 7 ff.
- Eisolt, Dirk*, Die US-amerikanische und deutsche Konzernrechnungslegung, Hamburg 1992
- Ekkenga, Jens*, Vorzüge und Nachteile der nennwertlosen Aktie, WM 1997, S. 1645 ff.
- Elsing, Siegfried/Van Alstine, Michael P.*, US-amerikanisches Handels- und Wirtschaftsrecht, 2. Aufl., München 1999
- Engel-Ciric, Dejan*, Vergleichende Betrachtung der Bilanzierungsgrundsätze nach HGB und US-GAAP, in: RIW 1998, S. 775 ff.
- Ernst, Christoph/Seibert, Ulrich/Stuckert, Fritz*, KonTraG, KapAEG, StückAG, EuroEG – (Gesellschafts- und Bilanzrecht). Textausgabe mit Begründungen der Regierungsentwürfe, Stellungnahmen des Bundesrates mit Gegenäußerung der Bundesregierung, Berichten des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages, Düsseldorf 1998
- Ernst, Christoph*, EU-Verordnungsentwurf zur Anwendung von IAS: Europäisches Bilanzrecht vor weitreichenden Veränderungen, in: BB 2001, S. 823 ff.
- Ernst, Christoph*, Überblick über die Änderungen des Handelsgesetzbuchs zu Rechnungslegung und Prüfung, in: Reform des Aktienrechts, der Rechnungslegung und Prüfung: KonTraG – KapAEG – EuroG – StückAG, herausgegeben von Dietrich Dörner, Dieter Menold und Norbert Pfitzer, 2. Aufl., Stuttgart 2003, S. 321 ff.
- Ernst, Gernot*, Internationale Entwicklungstendenzen in der Rechnungslegung und ihre Einwirkungen auf die Börsen und die Börsenaufsichtsbehörden, in: Bericht über die Fachtagung 1991 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., 16.-18. Oktober 1991, Düsseldorf 1992, S. 177 ff.
- Falkenhausen, Bernhard v.*, Gilt die Regelung des Bankenstimmrechts nach dem Aktiengesetz von 1965 auch für ausländische Kreditinstitute?, in: Bank und Betrieb 1967, S. 46 ff.
- FASB (Hrsg.)*, The IASC-U.S. Comparison Project: A Report on the Similarities and Differences between IASC Standards und U.S. GAAP, Norwalk 1996
- Ferid, Murad*, Internationales Privatrecht, 3.Aufl., Frankfurt 1986
- Franckenstein, Georg*, Das Luftverkehrsnachweissicherungsgesetz und die Sicherung der Luftverkehrsrechte im Rahmen der Privatisierung der Lufthansa, in: NJW 1998, S. 286 ff.
- Fraune, Christian*, Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA, in: RIW 1994, S. 126 ff.
- Fraune, Christian*, Der Einfluss institutioneller Anleger in der Hauptversammlung, 1996
- Funke, Rainer*, Wert ohne Nennwert – Zum Entwurf einer gesetzlichen Regelung über die Zulassung nennwertloser Aktien, in: AG 1997, S. 385 ff.
- Gelhausen, Wolf/Mujkanovic, Robin*, Der Entwurf eines Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetzes, Bedeutung für die Rechnungslegung, Prüfung und Offenlegung, in: AG 1997, S. 337 ff.

- Geßler, Ernst/Hefermehl, Wolfgang/Eckhardt, Ulrich/Kropff, Bruno*, Aktiengesetz, Band I (§§ 1-75), München 1984, Band II (§§ 76-147), München 1973/1974, Band IV (§§ 179-240), München 1989/1993/1994 (Bearbeiter-Geßler, Aktiengesetz)
- Glaum, Martin/Mandler, Udo*, Rechnungslegung auf globalen Kapitalmärkten: HGB, IAS und US-GAAP, Wiesbaden 1996
- Goforth, Carol*, Proxy Reform as a Means of Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance: Too Little, But Not Too Late, in: *The American University Law Review*, Winter 1994, Vol. 43, No. 2, S. 379 ff.
- Green, Edward F./Beller, Alan L./Cohen, George M./Hudson Jr., Manley O./Rosen, Edward J.*, U.S. Regulation of the International Securities Markets, Vol. 2, Prudential Hall, Englewood Cliffs, N.J. 1991
- Green, Edward F.*, Hegemony or Deference: U.S. Disclosure Requirements in the International Capital Markets, 50 *Business Lawyer* 1995, S. 413 ff.
- Groß, Wolfgang*, Der Inhalt des Bezugsrechts nach § 186 AktG, Ein Beitrag zum gekreuzten und faktischen Bezugsrechtsausschluss, in: *AG* 1993, S. 449 ff.
- Großfeld, Bernhard*, Internationales Bilanzrecht/Internationale Rechnungslegung, in: *AG* 1997, S. 433 ff.
- Grund, Matthias*, Zum Entwurf eines Gesetzes zur Kapitalaufnahmeerleichterung – Flucht oder Pflicht des Gesetzgebers?, in: *ZIP* 1996, S. 1969 ff.
- Habersack, Mathias/Mayer, Christian*, Globalverbriefte Aktien als Gegenstand sachenrechtlicher Verfügungen? – Ein (weiteres) Plädoyer für die Ablösung der Globalurkunde durch Wertrechte – , in: *WM* 2000, S. 1678 ff.
- Hachenburg, Max*, Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, §§ 45-52 (3. Lieferung), 8. Aufl., Berlin, New York 1991
- Hachenburg, GmbHG*, Großkommentar, Band 1, Einleitung: §§ 1-34, herausgegeben von Peter Ulmer, 8. Aufl., Berlin New York 1992
- Happ, Wilhelm*, Vom Aktienbuch zum elektronischen Aktionärsregister, Einige Bemerkungen zu einem altehrwürdigen aktienrechtlichen Institut, in: *Festschrift für Gerold Bezenberger zum 70. Geburtstag am 13. März 2000*, Rechtsanwalt und Notar im Wirtschaftsleben, herausgegeben von Harm Peter Westermann und Klaus Mock, Berlin New York 2000, S. 111 ff. (FS für Bezenberger)
- Happ, Wilhelm*, Namensaktiengesetz – NaStraG oder: Der Einzug der Informationstechnologie in das Aktienrecht, in: *WM* 2000, S. 1795 ff.
- Hasselbach, Kai/Schumacher, Stephan*, Hauptversammlung im Internet, in: *ZGR* 2000, S. 258 ff.
- Hawkland, William D./Rogers, James S.*, Uniform Commercial Code Series, Vol. 7A, Revised Article 8: Investment Securities, Cumulative Supplement (Published May 2000) May 2000, New York
- Hefermehl, Wolfgang*, Wechselgesetz und Scheckgesetz, 19. Aufl., München 1995
- Heinsius, Theodor*, Der deutsche Auslandskassenverein, in: *ZKW*, 1. Halbjahr 1971, S. 21 ff.
- Heinsius, Theodor/Horn, Arno/Than, Jürgen*, Depotgesetz, Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937, Berlin, New York 1975
- Hellner, Thorwald/Steuer, Stephan (Herausgeber)*, Bankrecht und Bankpraxis, Köln 2003 (Bearbeiter – BuB)
- Helm, Thorsten Matthias*, Die deutsche Lufthansa AG: ihre gesellschafts- und konzernrechtliche Entwicklung, 1999
- Henze, Hartwig*, Treuepflichten der Gesellschafter im Kapitalgesellschaftsrecht, in: *ZHR* 1998, 162. Band, S. 186 ff.
- Henze, Hartwig*, Die Treuepflicht im Aktienrecht, in: *BB* 1996, S. 489 ff.
- Henze, Hartwig*, Zur Treuepflicht unter Aktionären, in: *ZGR*, Sonderheft 10, *Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag am 29. November 1990*, herausgegeben von Reinhard Goerdeler, Peter Hommelhoff, Marcus Lutter, Walter Odersky und Herbert Wiedemann, Berlin, New York 1991, S.141 ff. (FS für Kellermann)

- Herzig, Norbert/Rieck, Ulrich*, Europäisierung der handels- und steuerrechtlichen Gewinnermittlung im Gefolge der Tomberger-Entscheidung, in: IStR 1998, S. 309 ff.
- Higgins, Robert C.*, Analysis for Financial Management, 3<sup>rd</sup> ed., Homewood 1992
- Hirte, H.*, Der Nennwert der Aktie – EG-Vorgaben und Situation in anderen Ländern, in: WM 1991, S. 753 ff.
- Hoffmann, Bernd*, Internationales Privatrecht, 7. Aufl., München 2002
- Hoffmann, Jochen*, Systeme der Stimmrechtsvertretung in der Publikumsgesellschaft: Eine vergleichende Betrachtung insbesondere der Haftung des Stimmrechtsvertreters im deutschen und U.S.-amerikanischen Recht, 1. Aufl., Baden-Baden 1999
- Honeygold, Derek*, International financial markets, New York 1991
- Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert*, Großkommentar, Aktiengesetz, begründet von W. Gadow und E. Heinichen, 4. neubearbeitete Aufl., Berlin, New York, 2. Lieferung: §§ 1-14, Bearbeiter: Oliver C. Brändel, 1992, 7. Lieferung: §§ 23-40, Bearbeiter: Volker Röhrich, 1997, 11. Lieferung: §§ 92-94, Bearbeiter: Mathias Habersack/Klaus J. Hopt, 1999, 4. Lieferung: §§ 121-130, Bearbeiter: Winfried Werner, 1993 (Bearbeiter-Aktiengesetz, Großkommentar)
- Horn, Norbert*, Internationale Unternehmenszusammenschlüsse, in: ZIP 2000, S. 473 ff.
- Horn, Norbert*, Entwicklungen im internationalen Kapitalgesellschafts- und Fusionsrecht, in: Festschrift für Alexander Lüderitz, herausgegeben von Norbert Horn, München 2000 (FS für Lüderitz)
- Horn, Norbert*, Die Erfüllung von Wertpapiergeschäften unter Einbeziehung eines Zentralen Kontrahenten an der Börse – Sachenrechtliche Aspekte –, in: WM Sonderbeilage 2/2002
- Hueck, Alfred/Canaris, Claus-Wilhelm*, Recht der Wertpapiere, 12. Auflage, München 1984
- Hüffer, Uwe*, Zur gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht als richterlicher Generalklausel, in: Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990, herausgegeben von Jürgen F. Bauer in Verbindung mit Rolf O. Belke, Berlin, New York 1990, S. 59 ff. (FS für Steindorff)
- Hüffer, Uwe*, Aktiengesetz, 3. Aufl., München 1997 (Aktiengesetz, 3. Aufl.)
- Hüffer, Uwe*, Aktiengesetz, 4. Aufl., München 1999
- Hüffer, Uwe*, Harmonisierung des aktienrechtlichen Kapitalschutzes, Die Durchführung der Zweiten EG-Richtlinie zur Koordination des Gesellschaftsrechts, in: NJW 1979, S. 1065 ff.
- Huep, Tobias*, Die Renaissance der Namensaktie – Möglichkeiten und Probleme im geänderten aktienrechtlichen Umfeld –, in: WM 2000, S. 1632 ff.
- Jacobi, Ernst*, Die Wertpapiere, in: Ehrenbergs Handbuch des gesamten Handelsrechts, IV/I. Abteilung, 1917, S. 125 ff.
- Jarass, Hans D./Pieroth, Bodo*, Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland, 4. Aufl., München 1997
- Jenckel, J.H.*, Das Insiderproblem im Schnittpunkt von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht und materiell- und kollisionsrechtlicher Sicht, 1980
- Joyce, Thomas/Gruson, Michael/Jungreis, Patricia O.*, Offers and Sales of Securities by a Non-US Company in the United States, in: Farmery, Peter, Walmsley, Keith, United States Securities and Investments Regulation Handbook, 1992
- Kegel, Gerhard/Schurig, Klaus*, Internationales Privatrecht, 9. Aufl., München 2003
- Keßler, Jörg-Ronald*, Deutscher Auslandskassenverein AG – Zehn Jahre zentrale Auslandswertpapierverwahrung, in: Die Bank 1981, S. 52 ff.
- Keßler, Jörg-Ronald*, Wertpapiersammelbanken im Ausland, in: Die Bank 1981, S. 291 ff.
- Keßler, Jörg-Ronald*, Wertpapiersammelbanken im Ausland, in: Die Bank 1981, S. 325 ff.
- Keßler, Jörg-Ronald*, Wertpapiersammelbanken im Ausland, in: Die Bank 1981, S. 377 ff.
- Keßler, Jörg-Ronald*, Wertpapiersammelbanken im internationalen Effektengeschäft, in: Die Bank 1985, S. 443 ff.
- Keßler, Jörg-Ronald*, Internationalisierung der Wertpapierverwahrung im Ausland, in: ZKW, 1981, S. 56 ff.

- Keßler, Jörg-Ronald*, Von der Globalurkunde zum Wertrecht?, in: ZKW, 1. Halbjahr 1990, S. 126 ff.
- Keutner, Martin*, Die Emission von Euro-Aktien aus der Sicht der Marktteilnehmer, Dissertation, St. Gallen, Bern, Stuttgart 1989
- Kiel, Peter*, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, Zum Anwendungsbereich kapitalanlegerschützender Normen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht, Berlin, New York 1994, Recht des internationalen Wirtschaftsrechts, herausgegeben von Norbert Horn, Köln, in Verbindung mit Ulrich Drobning, Hamburg, Rolf Herber, Hamburg, Rolf A. Schütze, Stuttgart und der Forschungsstelle für Vertragsrecht der internationalen Wirtschaft an der Universität zu Köln, Band 14 Berlin, New York
- Kleekämper, Heinz/König, Sibylle*, Die Internationalisierung der deutschen Rechnungslegung, in: DStR 2000, S. 569 ff.
- Kleekämper, Heinz*, IASC – Das trojanische Pferd der SEC?, in: US-amerikanische Rechnungslegung, Grundlagen und Vergleiche mit dem deutschen Recht, herausgegeben von Wolfgang Ballwieser, 4. Aufl., Stuttgart 2000, S. 331 ff.
- Knobbe-Keuk, Brigitte*, Umzug von Gesellschaften in Europa, in: ZHR 154 (1990), S. 325 ff.
- Köndgen, Johannes*, Duties of Banks in Voting Their Client's Stock, in: Institutional Investors and Corporate Governance, edited by Theodor Baums, R. M. Buxbaum, K. J. Hopt, Berlin, New York 1994, S. 531 ff.
- Körber, Ulrich*, Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, Berlin 1989
- Koller, Ingo*, Empfiehlt sich eine Neuordnung und Ergänzung des Wertpapierrechts im BGB? – Sollten Weiterentwicklungen einschließlich solcher im Grenzbereich zum Bankrecht geregelt sowie wertpapierrechtliche Vorschriften aus Sondergesetzen in das BGB eingefügt werden? in: Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, Band II, 1981, S. 1427 ff. (Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts)
- Koller, Ingo*, der gutgläubige Erwerb von Sammeldepotanteilen an Wertpapieren im Effekten giroverkehr (2. Teil), in: DB 1972, S. 1905 ff.
- Kollar, Axel*, Die Ausweitung des internationalen Kapitalverkehrs: Ursachen – Risiken – Herausforderungen, in: Die deutsche Aktie, Unternehmensfinanzierung und Vermögenspolitik vor neuen Herausforderungen, Festschrift zum vierzigjährigen Bestehen des Deutschen Aktieninstituts e.V., herausgegeben von Ulrich Fritsch, Gerhard Liener und Reinhart Schmidt, Stuttgart 1993, S. 105 ff.
- Koller, Ingo*, Die Bedeutung der dem Überweisungsbegünstigten erteilten Gutschrift im Giroverkehr, in: BB 1972, S. 687 ff.
- Kropff, Bruno*, Aktiengesetz, Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 (Bundesgesetzblatt I S. 1089) und des Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz vom 6.9.1965 (Bundesgesetzblatt I S. 1185) mit Begründung des Regierungsentwurfs / Bericht des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages / Verweisungen und Sachverzeichnis im Anhang / Aktiengesetz von 1937, Düsseldorf 1965 (Aktiengesetz)
- Kübler, Friedrich*, Regulatory Problems In Internationalizing Trading Markets, in: University of Pennsylvania Journal of International Business Law, Vol. 9, number 1, 1987, S. 107 ff.
- Kübler, Friedrich*, Kapitalmarktgerechte Aktien?, in: WM 1990, S. 1853 ff.
- Kübler, Friedrich*, Fragen und Wünsche des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts an das Recht der Rechnungslegung, in: ZGR 2000, S. 550 ff.
- Kübler, Friedrich*, Vorsichtsprinzip versus Kapitalmarktinformation, in: Rechnungslegung im Wandel, Festschrift für Wolfgang Dieter Budde, herausgegeben von Gerhart Förschle, Klaus Kaiser und Adolf Moxter, München 1995, S. 361 ff. (FS für Budde)
- Kümpel, Siegfried*, Die Internationalisierung der deutschen Girosammelverwahrung (unter Beachtung der Rechtsgrundsätze des deutschen Effekten giroverkehrs), in: WM 1976, S. 942 ff.
- Kümpel, Siegfried*, Praktische Bedürfnisse für die Fortentwicklung des Wertpapierbegriffs, in: WM, Sonderbeilage Nr. 6/1983, S. 1 ff.

- Kümpel, Siegfried*, Zur Girosammelverwahrung und Registerumschreibung der vinkulierten Namensaktie - Rationalisierung des Depot- und Effektengeschäfts - , in: WM, Sonderbeilage Nr. 8/1983 zu Nr. 36 vom 10. September 1983, S. 1 ff.
- Kümpel, Siegfried*, Grenzüberschreitender Giroverkehr durch Internationalisierung der deutschen Girosammelverwahrung – Zum Inkrafttreten der Depotgesetznovelle vom 17. Juli 1985 –, in: WM 1985, S. 1381 ff.
- Kümpel, Siegfried*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., Köln 2000
- Küting, Karlheinz/Hayn, Sven*, Der internationale Konzernabschluss als Eintrittskarte zum weltweiten Kapitalmarkt. Überlegungen zur Harmonisierung der Rechnungslegung in Deutschland, in: BB 1995, S. 662 ff.
- Küting, Karlheinz/Pilhofer, Jochen*, Die neuen Vorschriften zur Segmentberichterstattung nach US-GAAP – Schließung der Regelungslücke in § 279 Abs. 1 HGB durch Adaption internationaler Standards, in: DStR 1999, Teil I S. 559-564, Teil II S. 603 ff.
- Küting, Karlheinz*, Die Rechnungslegung in Deutschland an der Schwelle zu einem neuen Jahrtausend –Bestandsaufnahme und Ausblick – , in: DStR 2000, S. 38 ff.
- Küting, Karlheinz/Hütten, Christoph*, Der befreiende Konzernabschluss nach internationalen Vorschriften – Anmerkungen zur Frage der Existenz eines gesetzlich geregelten Sachverhalts – , in: Wpg 1999, S. 12 ff.
- Langevoort, Donald C.*, Information Technology And The Structure Of Securities Regulation, in: Harvard Law Review, Volume 98, 1984-1985, S. 747 ff.
- Lehmann, Jürgen*, Die groben und die feinen Maschen des § 126 AktG, in: Festschrift für Karlheinz Quack, herausgegeben von Harm Peter Westermann und Wolfgang Rosener in Verbindung mit Friedrich Becker und Kay Jacobsen, Berlin, New York 1991, S. 287 ff. (FS für Quack)
- Leuering, Dieter*, Das Aktienbuch, in: ZIP 1999, S. 1745 ff.
- Loss, Louis/Seligman, Joel*, Securities Regulation, 3 Bände, Vol. 1 und 2, 3<sup>rd</sup> ed., Boston, Toronto 1989
- Lowenstein, Louis*, Financial Transparency And Corporate Governance: You Manage What You Measure, in: Columbia Law Review 1996, Vol. 96, No. 5, S. 1335 ff.
- Lück, Wolfgang*, Die externe Rechnungslegung der Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Nordamerika, Düsseldorf, 1970
- Lüderitz, Alexander*, Internationales Privatrecht, Juristische Lehrbücher, Band 29, 2. Aufl., 1992
- Lutter, Marcus*, Treuepflichten und ihre Anwendungsprobleme, in: ZHR 1998, 162. Band, S. 164 ff.
- Lutter, Marcus*, Das Girmes-Urteil (Besprechungsaufsatz), in: JZ 1995, S. 1053 ff.
- Lutter, Marcus*, Die Treuepflicht des Aktionärs, Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH, in: ZHR 1989, 153. Band, S. 446 ff.
- Lutter, Marcus*, Zur Treuepflicht des Großaktionärs, in: JZ 1976, S. 225 ff.
- Mandler, Udo*, Wirtschaftsprüfung im Umbruch: Harmonisierung der Rechnungslegung und Globalisierung der Unternehmensstrukturen, in: ZfB, 64. Jahrgang (1994), S. 167 ff.
- Manning, Bayless/Hanks, James J.*, Legal Capital, 3<sup>rd</sup> ed., Westbury, NY 1990
- Martens, Klaus-Peter*, Leitfaden für die Leitung der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft, 3. Aufl., Köln 2003
- Mercado, David*, Evolving Accounting Standards in the International Markets, in: International Securities Markets, 1996
- Merkt, Hanno*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 1991
- Meyer-Sparenberg, Wolfgang*, Deutsche Aktien auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt – eine Alternative zu ADR-Programmen? – , in: WM 1996, S. 1117 ff.
- Miller, Robert G.*, Comparing The Annual Shareholders Meeting In The United States With That In Germany – Use Of Yankee Concepts Of Due Process Discerned By Alexis De Toqueville, in: New York Law School Journal Of International And Comparative Law, Volume 19, Number 1, 1999, S. 1 ff.
- Möschel, Wernhard*, Fehlerhafte Banküberweisung und Bereicherungsausgleich, in: JuS 1972, S. 297 ff.

- Möhring, Philipp*, Proxy-Stimmrecht und geltendes deutsches Aktienrecht, in: Festschrift für Ernst Gessler, herausgegeben von Kurt Ballerstedt und Wolfgang Hefermehl, München 1971, S. 127 ff. (FS für Gessler)
- Moxter, Adolf*, Rückstellungen nach IAS: Abweichungen vom geltenden deutschen Bilanzrecht, in: BB 1999, S. 519 ff.
- Moxter, Adolf*, Missverständnisse um das Maßgeblichkeitsprinzip, in: DStZ 2000, S. 157 ff.
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, herausgegeben von Kurt Rebmann, Franz Jürgen Säcker und Roland Rixecker, Band 5: Schuldrecht Besonderer Teil III (§§ 705-853), Partnerschaftsgesellschaftsgesetz, Produkthaftungsgesetz/Red. Peter Ulmer, 3. Aufl., München 1997; Band 10: Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche (Art. 1-38), internationales Privatrecht/Red. Hans Jürgen Sonnenberger, 3. Aufl., München 1998 (Bearbeiter-Münchener Kommentar zum BGB)
- Mujanovic, Robin*, Befreiende Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte, Zweifelsfragen bei der Auslegung und Anwendung des Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetzes, in: BB 1999, S. 999 ff.
- Niehus, Rudolf J.*, 7. EG-Richtlinie = „US-GAAP“? – „Duale“ Konzernrechnungslegung in Frankreich (Teil I) – Anmerkungen und Überlegungen aus deutscher Sicht –, in: Wpg 1991, S. 1 ff.
- Noack, Ulrich*, Die Namensaktie – Dornröschen erwacht, in: DB 1999, S. 1306 ff.
- Noack, Ulrich*, Neues Recht für die Namensaktie – Zum Referentenentwurf eines NaStraG, in: ZIP 1999, S. 1993 ff.
- Noack, Ulrich*, Moderne Kommunikationsformen vor den Toren des Unternehmensrechts, in: ZGR 1998, S. 592 ff.
- Noack, Ulrich*, Hauptversammlung und Neue Medien, in: BB 1998, S. 2533 ff.
- Noack, Ulrich*, Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, Frankfurt 1999
- Noack, Ulrich*, Die Umstellung von Inhaber- auf Namensaktien, in: Festschrift für Gerold Bezenberger zum 70. Geburtstag am 13. März 2000, Rechtsanwalt und Notar im Wirtschaftsleben, herausgegeben von Harm Peter Westermann und Klaus Mock, Berlin, New York 2000, S. 291 ff. (FS für Bezenberger)
- Obermüller, Walter/Werner, Winfried/Winden, Kurt*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaften, 4. Aufl. des Leitfadens für die Hauptversammlung der Aktionäre, Schriftenreihe der Betrieb, Düsseldorf 2001
- Oestreicher, Andreas/Spengel, Christoph*, International Accounting Standards, Maßgeblichkeitsprinzip und Besteuerung, in: DB 1999, S. 593 ff.
- Palandt, Otto*, Kommentar zum BGB, 62. Aufl. 2003 (Bearbeiter-Palandt, BGB)
- Paskert, Dirk*, Informations- und Prüfungspflichten bei Wertpapieremissionen, Düsseldorf 1991
- Peltzer, Martin*, Die Vertretung der Aktionäre in Hauptversammlungen von Publikumsgesellschaften, in: AG 1996, S. 26 ff.
- Peltzer, Martin*, Empfehlen sich gesetzliche Regeln zur Einschränkung des Einflusses der Kreditinstitute auf Aktiengesellschaften?, in: JZ 1996, S. 842 ff.
- Peters, Klaus*, Bucheffekten – eine Alternative zum Wertpapier? Möglichkeiten einer Weiterentwicklung des Effektenwesens, in: WM 1976, S. 890 ff.
- Peters, Klaus*, Wertpapierfreies Effektsystem: Eine Untersuchung der faktischen und rechtlichen Möglichkeiten einer Weiterentwicklung des herrschenden Effektenwesens, in: Studien zum Bank- und Börsenrecht, Band 1, herausgegeben von Ulrich Immenga, Baden Baden 1978
- Pfeiffer, Thomas*, Die Entwicklung des Internationalen Vertrags-, Schuld- und Sachenrechts, in: NJW 1999, S. 3674 ff.
- Pilhofer, Jochen*, Konzeptionelle Grundlagen des neuen DRS 2 zur Kapitalflussrechnung im Vergleich mit den international anerkannten Standards, in: DStR 2000, S. 292 ff.
- Preissler, Timo*, Wahrnehmung der Aktionärsrechte in der Hauptversammlung einer deutschen Aktiengesellschaft mit globalen Namensaktien durch in den USA ansässige Aktionäre, in: WM 2001, S. 113 ff.

- PricewaterhouseCoopers* (Herausgeber), *Understanding IAS. Analysis and interpretation of International Accounting Standards*, 2. Aufl., Frankfurt am Main 1998
- Raiser, Thomas*, *Recht der Kapitalgesellschaften*, München 1992
- Raiser, Thomas*, *Empfehlen sich gesetzliche Regelungen zur Einschränkung des Einflusses des Kreditinstitute auf Aktiengesellschaften?*, in: *NJW* 1996, S. 2257 ff.
- Randow, Philipp von*, *Stimmrechtsvertretung nach Art des Hauses, Eine Besprechung des Urteils des LG Baden-Baden vom 29.4.1998*, *ZIP* 1998, 1308 – *SdK/Deutsche Telekom*, in: *ZIP* 1998, S. 1564 ff.
- Rappaport, Louis H.*, *SEC accounting practice and procedure*, 3. Aufl., New York 1972
- Reithmann, Christoph/Martiny, Dieter*, *Internationales Vertragsrecht*, 4. Aufl. 1988
- Richardi, Reinhard*, *Wertpapierrecht*, Heidelberg 1987
- Riegger, Bodo/Mutter, Stefan*, *Zum Einsatz neuer Kommunikationsmedien in Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften*, in: *ZIP* 1998, S. 637 ff.
- Rittner, Fritz*, *Kurzkommentar zum BGH-Urteil v. 8.11.1993*, in: *EwiR* 1994, S. 111
- Röhler, Klaus-Peter*, *American Depositary Shares: Zugang deutscher Gesellschaften zum US-amerikanischen Eigenkapitalmarkt, Rechnungslegung und das rechtliche Verhältnis zur Aktie*, Baden Baden 1997
- Roquette, Andreas J./Stanger, Christoph W.*, *Das Engagement ausländischer Gesellschaften im US-amerikanischen Kapitalmarkt – Rechtliche Erwägungen für deutsche Gesellschaften, erläutert am Beispiel Daimler-Benz –*, in: *WM* 1994, S. 137 ff.
- Rosen, R. von/Helm, L.*, *Die nennwertlose Aktie*, in: *Handbuch Corporate Finance*, herausgegeben von A.-K. Achtleitner und G. F. Thoma, Loseblatt, Stand Oktober 1998, Köln, Kapitel 2.1.3.1, S. 1 ff.
- Roth, Günter H.*, *Die Herrschaft der Aktionäre in der Publikums-AG als Gegenstand rechtssoziologischer Betrachtung*, in: *Festschrift für Heinz Paulick*, herausgegeben von Heinrich Wilhelm Kruse, Köln-Marienburg 1973, S. 81 ff. (FS für Paulick)
- Rottenburg, Franz von*, *Inhaber- und Namensaktien im deutschen und amerikanischen Recht*, Stuttgart 1967
- Royston, Jonathan W.*, *The Regulation of American Depositary Receipts: Americanization of the International Capital Markets*, in: *North Carolina Journal Of International Law And Commercial Regulation*, Volume 10, 1985, Number 3, S. 87 ff.
- Schäfer, Frank A.*, *Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV: Kommentar*, Stuttgart, Berlin, Köln 1999
- Schanz, Kay-Michael*, *Feindliche Übernahmen und Strategien der Verteidigung*, in: *NZG* 2000, S. 337 ff.
- Scheffler, Eberhard*, *Internationale Rechnungslegung und deutsches Bilanzrecht*, in: *DStR* 1999, S. 1285 ff.
- Schenck, Karsten von*, *Die Tätigkeit deutscher Wertpapier-Investmentgesellschaften in den USA, Zugleich ein Beitrag zum Anlegerschutz in der Bundesrepublik Deutschland und in den USA*, in: *Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Abteilung B: Rechtswissenschaft*, Hadding, Walther/Schneider, Uwe H. (Herausgeber), Band 34, Schriften des Instituts für internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Universität Mainz, Berlin 1982
- Schildbach, Thomas*, *Rechnungslegung nach US-GAAP – ein Fortschritt für Deutschland?*, in: *ZfbF, Sonderheft 40/1998*, S. 55 ff.
- Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen*, *Bankrechts-Handbuch, Band II*, München 1997 (Bearbeiter-Bankrechts-Handbuch)
- Schlegelberger, Franz/Quassowski, Leo/Herbig, Gustav/Geßler, Ernst/Hefermehl, Wolfgang*, *Aktiengesetz vom 30. Januar 1937*, Berlin 1937
- Schiereck, Dirk*, *Zur Notierung deutscher Aktiengesellschaften an ausländischen Börsenplätzen*, in: *AG* 1993, S. 319 ff.



- Schilling, Wolfgang*, Das Vollmachtsstimmrecht der Aktiengesellschaft in der eigenen Hauptversammlung, in: Festschrift für Philipp Möhring, herausgegeben von Wolfgang Hefermehl, Rudolf Nirk und Harry Westermann, München 1975, S. 257 ff. (FS für Möhring)
- Schmidt, Karsten*, Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., Köln, Berlin u.a. 1997
- Schneider, Uwe/Burgard, Ulrich*, Transparenz als Instrument der Steuerung des Einflusses der Kreditinstitute auf Aktiengesellschaften, in: DB 1996, S. 1761 ff.
- Schnorr v. Carolsfeld, Ludwig*, Bemerkungen zum Aktienrecht, in: DNotZ 1963, S. 404 ff.
- Schön, Wolfgang*, Gesellschafter-, Gläubiger- und Anlegerschutz im Europäischen Bilanzrecht, in: ZGR 2000, S. 706 ff.
- Schreiber, Ulrich*, Die Bedeutung der US-amerikanischen Rechnungslegung für die Besteuerung von Gewinnen und Ausschüttungen, in: US-amerikanische Rechnungslegung, Grundlagen und Vergleiche mit dem deutschen Recht, herausgegeben von Wolfgang Ballwieser, 4. Aufl., Stuttgart 2000, S. 59 ff.
- Schulte, Stefan*, Internationaler Aktienemissionsmarkt, Eine Beurteilung der operationalen und institutionellen Effizienz, Frankfurt am Main 1992
- Schulze-Osterloh, Joachim*, Handels- und Steuerbilanz, in: ZGR 2000, S. 594 ff.
- Schulze-Osterloh, Joachim*, Die Reform der Konzernrechnungslegung nach IAS und US-GAAP, in: Gesellschaftsrecht (RWS-Forum 10) 1997 (1998), Köln, herausgegeben von Peter Hommelhoff und Volker Röhrich, S. 301 ff.
- Schuster, Gunnar*, Die internationale Anwendung des Börsenrechts: völkerrechtlicher Rahmen und kollisionsrechtliche Praxis in Deutschland, England und den USA, Berlin, Heidelberg, New York u.a. 1996
- Schwab, Martin*, Der Standardisierungsvertrag für das DRSC – Eine kritische Würdigung (Teil I), in: BB 1999, S. 731 ff.
- Schwark, Eberhard*, Kommentar zum Börsengesetz und zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen, 2. Aufl., München 1994
- Schwung, S.*, Rechtliche Verwirkungen des Euro, in: WiB 1997, S. 113 ff.
- Seibert, Ulrich*, Stimmrecht und Hauptversammlung – eine rechtspolitische Sicht, in: BB 1998, S. 2536 ff.
- Seibert, Ulrich*, Gesetzentwurf zur Herabsetzung des Mindestnennbetrags der Aktien, in: AG 1993, S. 315 ff.
- Seibert, Ulrich*, Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich – Die Aktienrechtsnovelle PRO und KonTraG, in AG-Sonderheft: Die Aktienrechtsreform 1997, III. AG-Forum: Die Aktienrechtsreform 1997, S. 65 ff.
- Seibert, Ulrich*, Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) – Der Referentenentwurf zur Aktienrechtsnovelle –, in: WM 1997, S. 1 ff.
- Siebert, Henning*, Grundlagen der US-amerikanischen Rechnungslegung: Ziele und Inhalte der Verlautbarungen der SEC und des FASB sowie ihre Unterschiede zum deutschen Bilanzrecht, Köln 1996
- Singhof, Bernd*, Die Beauftragung eines Treuhänders durch eine AG zwecks kostenloser Stimmrechtsvertretung für einzelne Aktionäre – zugleich Besprechung von LG Baden-Baden, NZG 1998, 685, in: NZG 1998, S. 670 ff.
- Smith, Douglas G.*, A Comparative Analysis of the proxy machinery in Germany, Japan, and the United States: Implications for the political theory of American Corporate Finance, in: University of Pittsburgh Law Review, Volume 58, Fall 1996, Issue 1, S. 145 ff.
- Soergel, Hs. Th.*, Bürgerliches Gesetzbuch, Band 10 Einführungsgesetz (EGBGB), 12. Aufl., Stuttgart 1996 (Bearbeiter-Soergel, EGBGB)
- Spickhoff, Andreas*, Die Restkodifikation des Internationalen Privatrechts: Außervertragliches Schuld- und Sachenrecht, in: NJW 1999, S. 2209 ff.
- Spindler, Gerald*, Internet und Corporate Governance – ein neuer virtueller (T)Raum?, in: ZGR 2000, S. 420 ff.

- Spindler, Gerald/Hüther, Mario*, Das Internet als Medium der Aktionärsbeteiligung in den USA, in: RIW 2000, S. 329 ff.
- Staudinger, Julius von*, Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche/IPR: Internationales Gesellschaftsrecht, bearbeitet von Bernhard Großfeld, Berlin 1998 (Staudinger/Großfeld, Int. GesR)
- Staudinger, Julius von*, Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche/IPR: Internationales Sachenrecht, bearbeitet von Hans Stoll, 13. Aufl., Berlin 1996 (Staudinger/Stoll, Int. SachR)
- Steinberg, Marc I./Arner, Douglas W./Olive, Christopher D.*, The Development of Internationally Acceptable Accounting Standards: A Universal Language for Finance in the 21<sup>st</sup> Century?, in: Securities Regulation Law Journal 1999, Vol. 27, No. 3, S. 324 ff.
- Strobel, Wilhelm*, Neuerungen des Handelsbilanzrechts in Richtung auf internationale Normen, in: BB 1996, S. 1601 ff.
- Szagunn, Volkhard/Wohlschieß, Karl*, Kommentar zum Gesetz über das Kreditwesen, 6. Aufl. 1997 (zitiert: Szagunn/Wohlschieß, KWG)
- Than, Jürgen*, Kapitalmarkt und Globalurkunde, in: Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. September 1991, herausgegeben von Friedrich Kübler, Berlin, New York 1991, S. 809 ff. (FS für Heinsius)
- Than, Jürgen*, Internationaler Effektengiroverkehr oder Zweitverbriefung – Die Belieferung von Börsenhandelsgeschäften in ausländischen Aktien in Deutschland und in den USA –, in: WM-Sonderheft, WM-Festgabe für Thorwald Hellner vom 9. Mai 1994, S. 85 ff.
- Than, Jürgen*, Wertpapierrecht ohne Wertpapiere?, in: Bankrecht – Schwerpunkte und Perspektiven, Festschrift für Herbert Schimansky, herausgegeben von Norbert Horn, Hans Jürgen Lwowski und Gerd Nobbe, Köln 1999, S. 821 ff. (FS für Schimansky)
- Timm, Wolfram*, Treuepflichten im Aktienrecht, in: WM 1991, S. 481 ff.
- Tipke, Klaus/Lang, Joachim*, Steuerrecht, 17. Aufl., Köln 2002
- Tomlinson, Timothy*, Federal Regulation of Secondary Trading in Foreign Securities, 32 Business Lawyer, 1977, S. 463 ff.
- Ulmer, Eugen*, Akkreditiv und Anweisung, in: AcP 126. Band (1926), S. 129 ff.
- Ward, Rodman/Welch, Edward P./Turezyn, Andrew J.*, Folk on the Delaware general corporation law: a commentary and analysis, 4<sup>th</sup> edition, Volume II, Gaithersburg, New York 1998, 2000-1 Supplement
- Weber, Martin*, Internet-Emissionen, in: MMR 1999, S. 385 ff.
- Weber-Grellet, Heinrich*, Das hässliche Bilanzsteuerrecht – Die geplanten Änderungen des Bilanzsteuerrechts durch das Steuerentlastungsgesetz 1999 –, in: DB 1998, S. 2435 ff.
- Westermann, Harm Peter*, Vollmachtsstimmrecht und Streubesitzaktionäre in der Hauptversammlung deutscher Aktiengesellschaften, in: Corporate Governance: Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht, herausgegeben von Dieter Feddersen, Peter Hommelhoff und Uwe H. Schneider, Köln 1996, S. 264 ff.
- Westermann, Harm Peter*, Handkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch in zwei Bänden, bis zur 4. Aufl. herausgegeben von Walter Erman, 2. Band, 9. Aufl., 1993
- Wiedemann, Herbert*, Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften, in: Schriften des Instituts für Wirtschaftsrecht an der Universität Köln, Band 18, herausgegeben von H. C. Nipperdey, München, Berlin 1965
- Wiethölter, Rudolf*, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, Karlsruhe 1961
- Wilhelm, Jan*, Kapitalgesellschaftsrecht, 2. Aufl., Berlin, New York 2003
- Wilhelmi, Sylvester*, Kommentar zum Aktiengesetz vom 6. September 1965, begründet von Godin, Freiherr von/Wilhelmi, Hans, 4. Aufl., Band I, §§ -178, Band II, §§ 179-410, Berlin, New York 1971
- Wolff, Martin*, Das Internationale Privatrecht Deutschlands, 3. Aufl., 1954 (Wolff, IPR)

- Zachert, Matthias*, Zugangshindernisse und Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Eigenkapitalmarkt aus Sicht eines deutschen Unternehmens, in: AG 1994, S. 207 ff.
- Zachert, Matthias*, Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Kapitalmarkt durch American Depositary Receipts, in: ZIP 1993, S. 1426 ff.
- Zachert, Matthias*, Erschließung des US-amerikanischen Eigenkapitalmarkts durch das American Depositary Receipt – Dargestellt am Beispiel des Börsengangs der Daimler Benz AG in den USA – , in: DB 1993, S. 1985 ff.
- Zätzsch, Jörg/Gröning, Moritz*, Neue Medien im deutschen Aktienrecht: Zum RefE des NaStraG, in: NZG 2000, S. 393 ff.
- Zahn, Andreas/Kock, Stephan*, Die Emission von unverbrieften Schuldtiteln durch die Europäische Zentralbank – Abkehr vom Verbriefungserfordernis für Effekten: Perspektiven für private Emittenten, in: WM 1999, S. 1955 ff.
- Ziganke, Hans*, Notwendige Modernisierungen des Wertpapierrechts, in: WM 1971, S. 984 ff.
- Zimmer, Daniel*, Internationales Gesellschaftsrecht, Das Kollisionsrecht der Gesellschaften und sein Verhältnis zum Internationalen Kapitalmarktrecht und zum Internationalen Unternehmensrecht, Heidelberg 1996
- Zitzelsberger, Siegfried*, Ist die 4. EG-Richtlinie noch zeitgemäß?, in: Wpg 1998, S. 799 ff.
- Zöllner, Wolfgang*, Wertpapierrecht, 14. Aufl., München 1987
- Zöllner, Wolfgang*, Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren, in: Funktionswandel der Privatrechtsinstitutionen, Festschrift für Ludwig Raiser, herausgegeben von Fritz Baur, Josef Esser, Friedrich Kübler und Ernst Steindorff, Tübingen 1974, S. 249 ff. (FS für Raiser)
- Zöllner, Wolfgang*, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., (§§ 1-75), Köln, Berlin u.a. 1988 (Bearbeiter-Kölner Kommentar zum AktG, 2. Aufl.)
- Zöllner, Wolfgang*, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., (§§ 179-220), Köln, Berlin u.a. 1989 (Bearbeiter-Kölner Kommentar zum AktG, 2. Aufl.)
- Zöllner, Wolfgang*, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., (§§ 221-240), Köln, Berlin u.a. 1993 (Bearbeiter-Kölner Kommentar zum AktG, 2. Aufl.)
- Zöllner, Wolfgang*, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 1. Aufl., (§§ 1-147), Köln, Berlin u.a. 1985 (Bearbeiter-Kölner Kommentar zum AktG)
- Zöllner, Wolfgang*, Die Ausübung des Stimmrechts für fremde Aktien durch die Aktiengesellschaft auf ihrer eigenen Hauptversammlung, in: Festschrift für Harry Westermann, herausgegeben von Wolfgang Hefermehl, Rudolf Gmür und Hans Brox, Karlsruhe 1974, S. 603 ff. (FS für Westermann)
- Zöllner, Wolfgang*, Neustückelung des Grundkapitals und Neuverteilung von Einzahlungsquoten bei teileingezahlten Aktien der Versicherungsgesellschaften, in: AG 1985, S. 19 ff.