

Stellungnahme zur Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities (CONF. 11/2 – Doc 4) des International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT)

17. August 2009

I. Einleitung

Das Deutsche Aktieninstitut e.V., der Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. und der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. begrüßen grundsätzlich die Zielsetzung des Übereinkommens über materiell-rechtliche Normen für intermediärverwahrte Wertpapiere („Übereinkommensentwurf“), die depotrechtlichen Regeln international zu harmonisieren und damit die Effizienz des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels zu steigern. Eine Harmonisierung darf aber nicht um jeden Preis erfolgen. Insbesondere muss sichergestellt sein, dass die aus dem Gesellschaftsrecht resultierenden Rechte des Aktionärs nicht durch depotrechtliche Vorschriften beeinträchtigt werden. Zudem muss die Harmonisierung depotrechtlicher Vorschriften der Integrität der Wertpapierverwahrung im Interesse der Aktionäre und sonstiger Wertpapieranleger Rechnung tragen.

II. Vorrang des Gesellschafts- und Schuldverschreibungsrechts

Depot- und gesellschafts- bzw. schuldverschreibungsrechtliche Tatbestände müssen eindeutig voneinander getrennt werden. Das Gesellschaftsrecht regelt die rechtliche Beziehung zwischen der Aktiengesellschaft und dem Aktionär, der auch letztendlich das ökonomische Risiko des Investments trägt. Hierbei handelt es sich um den Endinvestor. Das Depotrecht muss hingegen ausschließlich dafür Sorge tragen, dass die aus dem Gesellschaftsrecht folgenden Rechte und Pflichten des Endinvestors nicht durch die Art der Verwahrung der Aktien verwässert werden. Gleiches gilt entsprechend für andere Wertpapiere, bei denen sich die Ansprüche nach dem zugrunde liegenden Schuldverschreibungsrecht richten.

Artikel 8 und Artikel 29(2)

Dementsprechend begrüßen wir die Erläuterung in dem offiziellen Kommentar zum Übereinkommensentwurf („Kommentar“), dass der Übereinkommensent-

wurf gesellschaftsrechtliche Tatbestände ausschließen soll (S. 35). Da es sich hierbei aus Sicht der Endinvestoren um ein elementares Anliegen handelt, sollte der Vorbehalt gesellschaftsrechtlicher Regelungen zusätzlich im Übereinkommens-text selbst verankert werden. Dies wird im Kommentar mit der Begründung abgelehnt, dass nicht klar sei, welche Regelungen dem Gesellschaftsrecht zuzuordnen seien. Diese Begründung halten wir für nicht schlüssig. Gesellschaftsrecht (Kreationsrecht) eines Wertpapiers umfasst sämtliche Regelungen, nach denen es geschaffen wird und die es prägen. Dies gilt bei Aktien für das „Gesellschaftsrecht“ und bei Schuldverschreibungen entsprechend für das zugrunde liegende „Schuldverschreibungsrecht“.

Sinnvoll und widerspruchsfrei durchführbar ist hier nur ein materieller Ansatz, der insbesondere im Gesellschaftsrecht dazu führt, die Position als Gesellschafter als allein durch das Recht definiert und geregelt zu sehen, unter dem diese Position geschaffen ist. Das bedeutet, dass insbesondere die Rechte aus einer Aktie – unabhängig von der Verwahrung – allein von dem Recht geregelt werden können, das diese Aktie geschaffen hat. Analog gilt dies für andere Wertpapiere gemäß Artikel 1(a), insbesondere für Schuldverschreibungen.

Der Übereinkommensentwurf muss daher um einen Passus ergänzt werden, der explizit auf den Vorrang nationaler gesellschafts- und schuldverschreibungsrechtlicher Regelungen hinweist. Dieser könnte beispielsweise in Artikel 2 eingefügt werden, der den Anwendungsbereich der Konvention abgrenzt.

Problematisch ist darüber hinaus, dass sich Artikel 8(1) allgemein auf die Rechte des Depotinhabers bezieht („[...] this convention does not affect any right of the account holder against the issuer“). Bei einem System der Depotverwahrung mit einer u.U. langen Kette von Intermediären stehen die Rechte gegen den Emittenten nicht jedem *Kontoinhaber* zu, sondern lediglich dem *Endinvestor*, der auch das ökonomische Risiko des Wertpapiers trägt. Dies muss in Artikel 8(1) klargestellt werden.

Zudem ist die Einschränkung kritisch, Artikel 8(1) unter den Vorbehalt des Artikels 29(2) zu stellen. Artikel 29(2) formuliert die Bedingung, dass die Vertragsstaaten “[...] shall recognise the holding of such securities by a person acting in its own name on behalf of another person or other persons and shall permit such a person to exercise voting or other rights in different ways in respect of different parts of a holding of securities of the same description; [...]”. Hierbei handelt es sich um sog. „Nominee-Systeme“, bei denen die Stimmrechtsausübung i.d.R. nicht durch den Endinvestor, sondern durch Treuhänder erfolgt. Hier greift der Übereinkommensentwurf tief in das nationale Gesellschaftsrecht ein.

In der jetzigen Formulierung befürchten wir daher, dass Artikel 29(2) die aus dem Wertpapierbesitz folgenden Rechte des Endinvestors beeinträchtigen wird. Der Artikel 29(2) sollte daher gestrichen werden. Zumindest muss in Ar-

tikel 29(2) klargestellt werden, dass es sich bei dem Terminus „beneficiaries“ (S. 135 des Kommentars) um die Endinvestoren handelt und dass der Treuhänder nur dann im Namen dieser Endinvestoren Rechte ausüben darf, wenn er hierzu auch von diesen bevollmächtigt wurde.

Ferner überlässt der Kommentar es dem nationalen Recht („non-Convention law“), Bedingungen festzulegen, unter welchen Umständen der Treuhänder die Rechte im Namen der Endinvestoren auszuüben hat. Hier muss klar sein, dass der Treuhänder generell darauf verpflichtet werden kann, die Namen der Endaktionäre dem Emittenten offen zu legen. Dies muss beispielsweise bei Namensaktiengesellschaften gelten, wenn das nationale Gesetz entsprechende Regelungen vorsieht.

Artikel 9

Artikel 9(1)(a)(i) definiert die Rechte aus den Wertpapieren, die durch Gutschrift auf das Depotkonto übertragen werden. Dazu gehören „the right to receive and exercise any rights attached to the securities, including in particular dividends, other distributions and voting rights [...]“ Laut Kommentar sollen diese Rechte ausschließlich von dem „ultimate account holder“ wahrgenommen werden. Dieser wird als Depotinhaber definiert, “[...] who is not an intermediary or is an intermediary acting for its own account“ (S. 39).

Zur Vermeidung von Missverständnissen ist es dringend notwendig, den „ultimate account holder“ zusätzlich als denjenigen Depotinhaber zu definieren, der das ökonomische Risiko des Wertpapiers trägt. Denn letztendlich ist nur der Endinvestor, der mit seinem eigenen finanziellen Mitteln das Wertpapier erworben hat, der Träger der aus den Wertpapieren resultierenden Rechten.

Daher muss, um die Bedeutung dieses elementaren Sachverhalts zu unterstreichen, der Terminus „ultimate account holder“ auch in den Text des Übereinkommens übernommen werden. Hier würde sich eine zusätzliche Definition in Artikel 1, auf die sich auch Artikel 9 beziehen könnte, anbieten.

Missverständlich formuliert ist ebenfalls der Passus im Kommentar, dass „[a]t a *minimum*, the ‘ultimate account holder’ at the lowest tier of the intermediary chain is entitled under the Convention to receive and exercise the rights attached to securities [...]“ (S. 40). Hier muss deutlich werden, dass nicht *mindestens*, sondern *ausschließlich* der „ultimate account holder“ bzw. der Endinvestor die Rechte aus den Wertpapieren ausüben kann, es sei denn, er beauftragt einen Dritten, dies für ihn in seinem Namen zu übernehmen.

Darüber hinaus zählt Artikel 9(1)(a)(i) mit dem Dividenden- und Stimmrecht explizit Rechte des Endinvestors auf und bezieht sich damit auf ausschließlich gesellschaftsrechtliche Aspekte. Um potenzielle Konflikte zwischen dem Übereinkommensentwurf und nationalen gesellschaftsrechtlichen Regelungen zu vermeiden, sollte der Artikel 9(1)(a)(i) lediglich allgemein darauf abstellen, dass die Depotverwahrung die Rechte des Endinvestors nicht beeinträchtigen

darf und auf eine detaillierte Auflistung der damit verbundenen Rechte verzichten.

Artikel 10

Artikel 10 bezieht sich mit Verweis auf Artikel 9(1) auf die Pflichten des Intermediärs, dem Depotinhaber die Ausübung seiner Rechte zu ermöglichen. Diese Pflichten sollten insbesondere den Informationsfluss zwischen Emittent und Endinvestor und zurück gewährleisten. Insbesondere ausländische Endinvestoren erhalten oftmals nicht die entscheidenden Informationen, etwa zur Hauptversammlung des Emittenten, zugestellt. Es kommt vor, dass die Informationen entlang der Kette der Intermediäre nicht weitergereicht werden. Diese Informationen sind aber grundlegende Voraussetzung dafür, dass der Endinvestor überhaupt seine Rechte wahrnehmen kann.

Darüber hinaus regen wir an, Artikel 10 um die Pflicht des Intermediärs zu ergänzen, Anfragen des Emittenten von Namensaktien bezüglich der Identität des Endinvestors entweder selbst zu beantworten oder entlang der Intermediärskette weiterzureichen. Die direkte Kommunikation zwischen Gesellschaft und Endinvestor, die insbesondere durch den Eintrag in das Register einer Namensaktiengesellschaft ermöglicht wird, ist ein probates Mittel, die Endinvestoren in die Lage zu versetzen, Rechte ausüben zu können. Dies setzt aber voraus, dass die Gesellschaft ihre Aktionäre identifizieren kann.

III. Integrität der Depotverwahrung

Die Integrität der Depotverwahrung ist elementar für den Schutz der Endinvestoren, die darauf vertrauen können müssen, dass die Insolvenz der Depotbank keinen negativen Einfluss auf den Bestand der von ihr verwahrten Wertpapiere hat. Auch ist es aus Sicht der Endinvestoren unabdingbar, dass die Depotverwahrung keine Möglichkeiten zur Wertpapierschöpfung und zum „over-voting“ bietet, bei der die Menge der gutgeschriebenen Wertpapiere die Menge der vom Emittenten begebenen Wertpapiere übersteigt. Dies würde die Rechte des Endinvestors empfindlich ausdünnen.

Artikel 19 und 20

Nach dem deutschen Depotrecht erwirbt der Endinvestor durch Buchung auf ein Wertpapierdepot einen sachenrechtlich vermittelten Miteigentumsanspruch. Dadurch erhält er insbesondere *Priorität* gegenüber nachfolgenden Handlungen. Dieser Grundsatz ist von elementarer Bedeutung für den Investorenschutz, weil der Endinvestor nur auf diese Weise sicher sein kann, dass sein Recht nicht durch Fehlhandlungen eines Intermediärs beseitigt werden kann.

Im Konventionsentwurf steht zu befürchten, dass das Prinzip der Priorität aufgegeben wird. Die Bestimmungen über Prioritäten in Artikel 19 und 20

schützen die Endinvestoren nicht. Ganz im Gegenteil können sie den Endinvestoren schaden. Gemäß Artikel 20 sollen die Rechte an verwahrten Wertpapieren, die der Intermediär beispielsweise einem Kreditgeber im Zusammenhang mit einer Besicherung einräumt, prioritär gegenüber den Rechten der Endinvestoren der verwahrten Wertpapiere behandelt werden. Dies ist nach dem deutschen sachenrechtlichen Ansatz nicht möglich, weil der Intermediär keinerlei Rechte an den Wertpapieren hat, die den Depotinhabern gutgeschrieben sind. Insofern verschlechtert die Konvention aus unserer Sicht die Stellung der Endinvestoren nach deutschem Recht. Diese Bestimmung muss deswegen geändert werden.

Darüber hinaus steht mit Artikel 19 zu befürchten, dass in Zukunft Endinvestoren die Depotbuchung allein nicht als ausreichend sicher ansehen können, sondern ihrerseits wiederum weitere Pfandrechte an ihrem eigenen Depot zu ihren Gunsten bestellen müssen.

Die Bestimmungen der Konvention sollten klarstellen, dass die Gutschrift eines Endinvestors insbesondere im Fall der Insolvenz des Intermediärs immer vorrangig behandelt wird. Dies kann dadurch geschehen, dass ein klarer Prioritätsgrundsatz der Buchungen in das Übereinkommen eingeführt wird.

Artikel 24

Artikel 24(1) des Übereinkommensentwurfs schreibt vor, dass der Bestand an Wertpapieren eines Intermediärs der Menge der auf den Depotkonten gutgeschriebenen Wertpapiere entsprechen muss. Diese Anforderungen können durch verschiedene Maßnahmen erfüllt werden, die in Art. 24(2) geregelt werden. Darunter fallen auch „any other appropriate methods“. Dieser Passus ist äußerst unbestimmt und kann unseres Erachtens ein Einfallstor zur „Wertpapierschöpfung“ darstellen. Da Artikel 24 für die Integrität der Depotverwahrung von entscheidender Bedeutung ist, sollte der Passus „any other appropriate methods“ in Artikel 24(2) gestrichen werden.

Artikel 26

Gemäß Artikel 26 müssen nach der Insolvenz eines Intermediärs etwaige Fehlbeträge, die sich aus der Differenz der Gutschriften auf den Depotkonten und den tatsächlich verfügbaren Wertpapierbeständen ergeben, von den Depotinhabern getragen werden. Der Fehlbestand wird dabei, je nach Zuordnungsregel aus Artikel 26(2), entweder von einem einzigen Depotinhaber getragen oder auf die Depotinhaber der jeweils betroffenen Gruppe bzw. auf alle Depotinhaber pro rata verteilt. Wegen der unklaren Prioritätenregeln in den Artikeln 19 und 20 werden hier möglicherweise die Interessen der Endinvestoren verletzt, wenn diese im Insolvenzfall nicht vorrangig behandelt werden.

Die Depotinhaber sollten daher das Recht erhalten, von ihrem Intermediär zu verlangen, ihre Positionen in ihrem Namen direkt bei einem Zentralverwahrer oder im Aktienregister der Emittenten zu führen. Dies allerdings verhindert

derzeit Artikel 10(2), wonach ein Intermediär gerade nicht verpflichtet werden soll, z.B. unabhängige Wertpapierkonten zu etablieren. Dieser Widerspruch zwischen Investorenschutz und fehlender Intermediärsverpflichtung muss im Sinne des Investorenschutzes aufgelöst werden.

Besondere Rolle der Zentralverwahrer

Zentralverwahrer spielen eine besondere Rolle für die Integrität der Depotverwahrung. Sie üben die Notarfunktion aus und gewährleisten, dass beim Besitzübergang von Wertpapieren das Konto des Verkäufers belastet wird und dass der Käufer eine entsprechende Gutschrift erhält. So wird eine „Wertpapierschöpfung“ wirksam ausgeschlossen. Diese herausragende Bedeutung muss in einem noch zu ergänzenden Artikel in Kapitel IV zur „Integrity of the Intermediated Holding System“ aufgenommen werden.