

Zur Zulassung von Aktien von Holdinggesellschaften zum Börsehandel

Stefan Weber

Zur Zulassung von Aktien von Holdinggesellschaften zum Börsehandel

Stefan Weber

In der Praxis und jüngst auch in der Wissenschaft wird die Zulassung von Aktien von Holdinggesellschaften (Holding-Aktien) zum Börsehandel teilweise heftig diskutiert. Dabei werden vor allem Lücken beim Anlegerschutz aufgezeigt: Anleger könnten beim Kauf von Holding-Aktien über ihre Rechtsstellung getäuscht werden. Der Beitrag führt derartige Bedenken in börserechtliche Bahnen und bietet eine rechtliche Lösung an: Der börserechtliche Anlegerschutz verlangt, möglichen Irreführungen des Anlegers vorzubeugen. Die entstandenen Bedenken haben ihre Ursache im Firmenwortlaut von Holdinggesellschaften; die Verwechslungsfähigkeit der Firma [1] einer Holdinggesellschaft (oder börserechtlich: die Verwechslungsfähigkeit der Aktienbezeichnung) macht es möglich, daß Anleger getäuscht werden. Eine börserechtlich beachtliche, mögliche Irreführung des Anlegers besteht, wenn darüber hinaus die Rechtsstellung, die dem getäuschten Anleger zukäme, der erhofften Rechtsstellung nicht gleichwertig ist.

Stichwörter: Börsegesetz, EG-Börserichtlinien, Börsenzulassung, Anlegerschutz, Holdinggesellschaft, Firmenrecht.

1. Einleitung

Aktiengesellschaften, deren Unternehmensgegenstand das „Halten“ von Gesellschaftsrechten ist, werden als *Holding(aktien)gesellschaften* bezeichnet [2]. Eine Vielzahl von Varianten ist möglich: beispielsweise kann die Holdinggesellschaft Gesellschafter einer oder mehrerer anderer Gesellschaften sein; diese „anderen Gesellschaften“ können (sogenannte) operative Gesellschaften oder wiederum Holdinggesellschaften sein; die Holdinggesellschaft kann alle Gesellschaftsanteile einer Gesellschaft oder aber nur einen Teil der Gesellschaftsrechte halten [3].

In einem typischen und einfachen Fall steht über einer operativen Gesellschaft eine Holdinggesellschaft, die 100% der Gesellschaftsanteile an der operativen Gesellschaft hält. Es ist auch möglich,

eine Vielzahl von Holdinggesellschaften über eine operative Gesellschaft zu stellen oder diese Gesellschaften ineinander zu verschachteln. Auch können Gesellschaften gleichzeitig Holdingaufgaben und betriebliche Aufgaben durchführen.

Die *Ergebnisse derartiger Konstruktionen* sind vielfältiger Art; einige Beispiele:

- die interne Unternehmensorganisation wird konzentriert und die Geschäftsleitung zentralisiert (Konzernholding) [4];
- die Aufbringung der Finanzierungsmittel kann losgelöst von den betrieblichen Aufgaben erfolgen (Finanzholding) [5];
- Mitspracherechte der Aktionäre in der operativen Gesellschaft werden beschränkt [6];
- steuerliche Vorteile können sich ergeben [7];
- das Syndizierungsverfahren mehrerer Aktionäre kann gesellschaftsrechtlich institutionalisiert werden [8].

Als *Börseholdings* werden in der Diskussion Finanzholdings bezeichnet, die mit dem (ausschließlichen) Zweck gegründet wurden, über börsenotierte Aktien Eigenkapital aufzubringen [9].

Dr. iur. *Stefan Weber*, LL. M. (Harvard), Vorstandsssekretariat Oesterreichische Kontrollbank AG; Adresse: Gloriettegasse 25, A-1130 Wien.

[1] Der Begriff *Firma* wird in diesem Beitrag i. S. d. § 17 HGB verwendet: Die Firma ist der *Name*, unter dem ein Kaufmann (eine Gesellschaft) auftritt und Geschäfte betreibt. Der Begriff *Firma* bezeichnet jedoch nicht das Unternehmen selbst.

[2] Z. B. *Kastner/Doralt/Nowotny*: Gesellschaftsrecht⁵, S. 33. Der Begriff Holdinggesellschaft ist kein gesellschaftsrechtlicher Begriff. Das Steuerrecht kennt Organisationsgesellschaften; vgl. dazu *Doralt/Ruppe*: Steuerrecht I⁴, S. 225 ff.

[3] Weiterführendes rechtswissenschaftliches Schrifttum ist kaum vorhanden; vgl. aber *Heidinger*: Rechtsformgestaltung, S. 231; *Girozentrale*: Holdings.

[4] *Kastner/Doralt/Nowotny*: Gesellschaftsrecht⁵, S. 31 ff; *Girozentrale*: Holdings, S. 6.

[5] *Girozentrale*: Holdings, S. 7.

[6] Insbesondere wenn die operative Gesellschaft keine Publikums-Gesellschaft ist.

[7] Z. B. *Doralt/Ruppe*: Steuerrecht I⁴, S. 239 f.

[8] Vgl. *Kastner*, ÖZW 1980, S. 1 ff.

[9] Z. B. *Gruber*, WBl 1991, S. 156; *Folkes/Stratil*, Trend 9/90, S. 112 ff.

2. Börsehandelsbezogene Bedenken gegen Aktien von Holdinggesellschaften

Insbesondere die Wirtschaftspresse hat wiederholt darauf hingewiesen [10], daß *Anleger* beim Handel von Aktien von Holdinggesellschaften unter bestimmten Voraussetzungen *getäuscht* werden können: was ein Anleger als Aktie einer operativen Gesellschaft zu kaufen glaubt, entpuppt sich als Papier, das an der operativen Gesellschaft weniger Rechte einräumt als ein bloßes Genußrecht. Dies sei insbesondere dann der Fall, wenn die Holdinggesellschaft nur stimmrechtslose Vorzugsaktien der operativen Gesellschaft hält, wenn die Beteiligung 50% nicht übersteigt oder wenn Interessenkollisionen bei den Vorständen (Geschäftsführern) beider Gesellschaften bestehen.

Rechtlich stellt sich dazu die Frage, ob das *Börserecht* den Anleger vor derartigen Holdingkonstruktion schützt oder ob der Anleger sein Schicksal selbst in die Hand zu nehmen hat [11]. Schutz vor derartigen Konstruktionen könnten insbesondere die Bestimmungen des BörseG [12] über die Zulassung von Aktien zum Börsehandel bieten.

3. Die börserechtlichen Voraussetzungen für die Zulassung von Aktien (insbesondere von Holdinggesellschaften) zum Börsehandel

Das BörseG unterscheidet Aktien nicht nach dem Unternehmensgegenstand der emittierenden Gesellschaft. Das BörseG unterscheidet folglich auch *nicht* zwischen (operativen) Aktiengesellschaften und Holdingaktiengesellschaften. Dem Gesetzgeber war die Existenz von Holdingaktiengesellschaften bewußt [13]; besondere, auf die Zulassung von Aktien von Holdinggesellschaften zum Börsehandel zugeschnittene Bestimmungen hat er jedoch nicht vorgesehen. Die *Zulassung von Holding-Aktien* zum Börsehandel hat daher *nach den allgemeinen* — die Zulassung von Aktien betreffenden — *gesetzlichen Regeln* zu erfolgen.

Das BörseG regelt die *Zulassung von Wertpapieren* (also auch von Aktien [14]) zum Börsehandel in den §§ 64 ff. Mit der Entscheidung über die Zulassung zum Börsehandel an der Wiener Börse betraut das BörseG den *Exekutivausschuß* der Vollversamm-

lung der Wiener Börsekammer (§ 6 Abs. 2 Z. 2 i. V. m. § 49 Abs. 2 BörseG).

3.1. Die Zulassungsvoraussetzungen

Der Exekutivausschuß kann Aktien zum Börsehandel zulassen, wenn die Erfordernisse der §§ 70 bis 73 BörseG erfüllt sind. Darüber hinaus muß im amtlichen Handel dem § 66 BörseG (§ 64 Abs. 4 BörseG), im geregelten Freiverkehr dem § 68 BörseG (§ 67 Abs. 2 BörseG) und im sonstigen Wertpapierhandel dem § 69 BörseG entsprochen werden.

Eine ausführliche Darstellung der Zulassungsvoraussetzungen kann im gegebenen Zusammenhang unterbleiben [15]. Generell gilt, daß die Zulassungsvoraussetzungen für den amtlichen Handel und den geregelten Freiverkehr sehr umfangreich sind; für den sonstigen Wertpapierhandel fehlen detaillierte Voraussetzungen. Insbesondere sind die Rechtmäßigkeit, eine Mindestgröße [16] und eine Mindestbestandsdauer [17] der Gesellschaft sowie die Handelbarkeit, eine Mindeststreuung [18] und die Druckausstattung der Aktien vorgeschrieben. Es ist ein detaillierter Prospekt [19] vorzulegen.

Holdinggesellschaften erwähnt der Gesetzgeber (in den Materialien) bei der — die gegenständliche Problemstellung nicht berühenden — Frage der Bestandsdauer (§ 66 Abs. 1 Z. 3 BörseG): eine Ausnahme von der dreijährigen Bestandsdauer als Voraussetzung für die Zulassung zum amtlichen Handel wurde zur Berücksichtigung „insbesondere“ von Holdingkonstruktionen vorgesehen [20].

All diese Voraussetzungen dienen im wesentlichen zwei Zielen, auf die die Börsekammer bei der Be-

[15] Siehe dazu *Gancz*: Handbuch, Teil D 1. Börsegesetz.

[16] Gesamtnominale öS 40 Mio. für den amtlichen Handel (§ 66 Abs. 1 Z. 2 BörseG) und öS 10 Mio. für den geregelten Freiverkehr (§ 68 Abs. 1 Z. 2 BörseG).

[17] Drei Jahre beim amtlichen Handel (§ 66 Abs. 1 Z. 3 BörseG) und ein Jahr beim geregelten Freiverkehr (§ 68 Abs. 1 Z. 3 BörseG).

[18] öS 10 Mio. im amtlichen Handel (§ 66 Abs. 1 Z. 8 BörseG) und öS 2,5 Mio. im geregelten Freiverkehr (§ 68 Abs. 1 Z. 5 BörseG).

[19] Schema A, Schema für den Zulassungsprospekt für die amtliche Notierung von Aktien (Anlage A zum BörseG) und Schema I, Schema für den Zulassungsprospekt für die Einbeziehung von Aktien in den geregelten Freiverkehr (Anlage I zum BörseG). Prospekte für die amtliche Notierung haben insbesondere Angaben über die Aktien, den Emittenten und dessen Kapital, die Geschäftstätigkeit, die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage und über den jüngsten Geschäftsgang und die Geschäftsaussichten zu enthalten.

[20] Siehe FN 13. Eine Ausnahme von der dreijährigen Bestandsdauer kann gewährt werden, wenn die Zulassung im Interesse des Emittenten und des Publikums liegt und die vorgelegten Informationen gleichwertig der Information aus drei Jahresabschlüssen sind. Bei der Zulassung von

[10] Siehe insbesondere *Folkes/Stratil*, Trend 9/90, S. 115.

[11] *M. Gruber*, WBl 1991, S. 155, meint, daß der Anleger nur über die mit der Aktie verbundene Rechtsstellung — im Prospekt — informiert werden müßte.

[12] BGBl 1989/555.

[13] Der Finanz- und Budgetausschuß begründet die Notwendigkeit einer Ausnahme vom Erfordernis der dreijährigen Bestandsfrist i. S. d. § 66 Abs. 1 Z. 3 BörseG mit der „Berücksichtigung von Holdingkonstruktionen“ (3749 BlgNR XVII. GP zu § 66).

[14] Z. B. *Roth*: Wertpapierrecht, S. 121 ff.

sorgung ihrer Aufgaben gemäß § 2 Abs. 2 BörseG Bedacht zu nehmen hat: das *volkswirtschaftliche Interesse an einem funktionierenden Börsenwesen* und die *schutzwürdigen Interessen des anlagesuchenden Publikums*. Das BörseG sucht diese Ziele auf verschiedene Weise zu erreichen: Einerseits werden bestimmte Erfordernisse (wie Bestandsdauer oder Streuung) ausdrücklich vorgeschrieben. Andererseits verlangt das BörseG nur das Zurverfügungstellen von Information (insbesondere im Prospekt, z. B. über die Geschäftstätigkeit) [21].

Neben den genannten Bestimmungen hat der Exekutiv Ausschuss insbesondere auch die verfassungsrechtlichen Grenzen des Rechtes auf Gleichheit aller Staatsbürger vor dem Gesetz (insbesondere Art. 7 B-VG) [22], also des *Sachlichkeitsgebotes* zu beachten [23].

Die Zulassungsbestimmungen stehen grundsätzlich auch im Einklang mit den EG-rechtlichen Bestimmungen, insbesondere mit der Börsezulassungsrichtlinie [24] und der Börsezulassungsprospekt-richtlinie [25]. Beide Richtlinien wollen den *Schutz*

der gegenwärtigen und potentiellen Anleger [26] in den EG-Staaten gleichwertig gestalten [27]. Die folgenden Ausführungen gelten daher grundsätzlich auch für den Anwendungsbereich dieser Richtlinien.

3.2. Die Verletzung des Anlegerschutzes als Versagungsgrund der Zulassung

Selbst bei Erfüllung der genannten gesetzlichen Voraussetzungen kann der Exekutiv Ausschuss Aktien zum Börsenhandel nicht zulassen: Die Zulassung zum amtlichen Handel kann versagt werden, wenn sie auf Grund der wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse des Emittenten *die schutzwürdigen Interessen des anlagesuchenden Publikums* verletzen würde (§ 64 Abs. 4 BörseG). Die Zulassung zum geregelten Freiverkehr kann versagt werden, wenn das volkswirtschaftliche Interesse an einem funktionsfähigen Börsenwesen oder *besonders schutzwürdige Interessen des anlagesuchenden Publikums* der Zulassung entgegenstehen (§ 67 Abs. 2 BörseG). Die Zulassung zum sonstigen Wertpapierhandel kann u. a. dann versagt werden, wenn der *Anlegerschutz* nicht gewahrt ist (§ 69 Abs. 1 BörseG).

Beim amtlichen Handel sind also die schutzwürdigen Interessen des anlagesuchenden Publikums, beim geregelten Freiverkehr die besonders schutzwürdigen Interessen geschützt. Beim sonstigen Wertpapierhandel spricht der Gesetzgeber (nur) vom Anlegerschutz (ohne weitere Präzisierung). Die Anforderungen, die das BörseG *neben* den einzelnen Erfordernissen an die Zulassung von Aktien (auch von Holdinggesellschaften) stellt, sind daher — grosso modo — das Erfordernis des *Schutzes des anlagesuchenden Publikums (Anlegerschutz)*. Eine Überprüfung des genauen Umfangs des Anlegerschutzes in den einzelnen Marktsegmenten — verursacht durch die unterschiedliche Begriffswahl des Gesetzgebers — würde den gegenständlichen Rahmen sprengen und bedarf daher einer eigenen Untersuchung. Die folgenden Ausführungen betreffen den Kernbereich des Anlegerschutzes, das ist jener Bereich, der schon durch die — grundsätzliche — Bestimmung des § 2 Abs. 2 BörseG [28] abgedeckt ist.

Anlegerschutz kann entweder börsenfunktionsorientiert oder als Verlängerung des (sozialpolitischen) Verbraucherschutzes verstanden werden [29]:

— Holdinggesellschaften wirft insbesondere die Voraussetzung *Interesse des Publikums* rechtliche Probleme auf. Da die gegenständliche Problemstellung nicht berührt wird, kann darauf nicht im Detail eingegangen werden. Soviel sei jedoch gesagt: M. E. ist das Erfordernis des Interesses des Publikums *keine* Spielart des börserechtlichen Anlegerschutzes (siehe dazu Pkt. 3.2.). Interesse des Publikums bedeutet im Rahmen der Zulassungsbestimmungen ein (allgemeines) Interesse daran, daß eine Aktie an der Börse gehandelt wird, also ein *Börsehandelsinteresse*. Indizien für ein derartiges Börsehandelsinteresse sind *vor allem* eine breite Streuung i. V. m. einem großen Gesamtnominale (Liquidität); daneben können auch hohe Ertragsaussichten oder die besondere Sicherheit einer Aktie ein Börsehandelsinteresse indizieren (vgl. z. B. *Zirkounig/Eichler/Schmit*: Wertpapiere, S. 188 f.). A. A. M. *Gruber*, WBI 1991, S. 158, der die Interessen des Publikums auf ein Informationsinteresse reduziert.

- [21] Den Schutz der Interessen des anlagesuchenden Publikums (Anlegerschutz) versucht *M. Gruber*, WBI 1991, S 157, (ausschließlich) auf den Schutz des Informationsinteresses des Anlegers zu reduzieren; er meint hinsichtlich der mit emittierten Wertpapieren verbundenen Rechtsstellung, daß der Gesetzgeber im Interesse eines fairen Handelns *nur* die entsprechende Information vorschreibe (schlagwortartig als „Informationsmodell“ bezeichnet). Das BörseG — systematisch ausgelegt — unterstützt eine derartig reduktionistische Sichtweise nicht.
- [22] Z. B. *Walter/Mayer*: Bundesverfassungsrecht⁶, S. 440 ff. mwH.
- [23] Das verfassungsrechtliche Problem der ausreichenden Determinierung (Art. 18 B-VG) bleibt hier außer Betracht.
- [24] Richtlinie des Rates vom 5. 3. 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, 79/279/EWG, ABl 79/L 66/21, geändert durch die RL 82/148/EWG.
- [25] Richtlinie des Rates vom 17. 3. 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospektes, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpa-

— pierbörse zu veröffentlichen ist (80/390/EWG), ABl 80/L 100/1, geändert durch die Richtlinien 82/148/EWG, 87/345/EWG, 88/627/EWG und 90/211/EWG.

[26] Präambel zur BörsezulassungsprospektRL.

[27] Präambel zur BörsezulassungsRL.

[28] Siehe oben Pkt. 3.1.

[29] Vgl. *Assmann* in *Assmann/Schütze*: Kapitalanlagerecht, § 1 RN 49 ff. mwH.

Verbraucherschutz bedeutet den Schutz des Schwächeren gegen Übervorteilung am Markt [30]. Der Anleger ist als Verbraucher schutzbedürftig, da seine Kommunikationsfähigkeit beispielsweise im Vergleich zum Emittenten besonders im Hinblick auf zeichnungsfördernde Maßnahmen [31] (z. B. Werbung) eingeschränkt ist [32]. Der Verbraucherschutz in der Form des börserechtlichen Anlegerschutzes hat öffentlich-rechtlichen Charakter [33]. Öffentlich-rechtlichen Charakter hatte der Verbraucherschutz schon seit dem Mittelalter; damals war Verbraucherschutz primär Sache der „Polizey-gesetze“ und des Zunftwesens, also eine Sache des öffentlichen Rechts [34]. Die *Maßnahmen* des Verbraucherschutzes sind — damals wie heute — dieselben: Im gegenständlichen Zusammenhang von Bedeutung sind vor allem Verhaltensbindungen, nämlich die Förderung der Markttransparenz [35] (also die Information der beteiligten Verkehrskreise) und insbesondere die Hintanhaltung von Irreführungen des Verbrauchers [36]. Übertragen auf den Anlegerschutz als Verbraucherschutz bedeuten diese Gebote die Gewährleistung ausreichender *Information des Anlegers* und den *Schutz des Anlegers vor Irreführungen* [37].

Der als *Börsenfunktionsschutz* verstandene Anlegerschutz verlangt — aus dem Blickwinkel des gegenständlichen Falls — dasselbe wie der Anlegerschutz als Verbraucherschutz. Grundlagen für die (allokative) Funktionsfähigkeit der Börse (und des Kapitalmarktes überhaupt) sind u. a. ausreichende

institutionelle Rahmenbedingungen und die Möglichkeit rationaler Anlageentscheidungen des Anlegers [38]. Aus dem Blickwinkel des Funktionierens der Börse bedeutet Anlegerschutz daher einerseits den Schutz des Rechtsverkehrs des Börsenhandels. Rasche Abwicklung und Massenerledigung von Rechtsgeschäften begründen einen besonderen Bedarf an Vertrauensschutz (Verkehrsschutz) [39] und damit den *Schutz des Anlegers vor Irreführung*. Andererseits umfaßt der Anlegerschutz die Gewährleistung der Möglichkeit rationaler Anlageentscheidungen, also (im wesentlichen) das Bereitstellen von *Information* für den Anleger.

Der Anlegerschutz verlangt daher — sowohl aus der Sicht der Börsenfunktion als auch aus der Sicht des Verbrauchers — die *Information* der Anleger und den *Schutz der Anleger vor Täuschungen*. Letztlich geht es beim Anlegerschutz um die Abwehr von börsetypischen Gefahren und den Schutz von börsespezifischen Ordnungsinteressen [40].

4. Der Firmenwortlaut als börserechtliches Problem

4.1. Die Problemstellung

Die Art, wie die Bedenken aufgeworfen wurden, verleitet zur Annahme, daß die anlegerschutzspezifischen Probleme in den *Holdingkonstruktionen* selbst liegen [41]. Es scheint jedoch, daß — unter dem Blickwinkel des börserechtlichen Anlegerschutzes — bestimmte Holdingtypen und deren Merkmale nicht so eindeutig beschrieben werden können, daß daraus (börsen)rechtliche Schlüsse gezogen werden könnten. Jede (abstrakte) Holdingkonstruktion scheint nach den Maßstäben des börserechtlichen Anlegerschutzes also grundsätzlich möglich, Holding-Aktien scheinen grundsätzlich zulassungsfähig zu sein.

Es zeigt sich indes, daß börserechtlich (unmittelbar) *nicht die Art der* (gesellschaftsrechtlichen) *Holdingkonstruktion, sondern die Kennung und Bezeichnung des Handelsgegenstandes Aktie* bedeutsam ist. Die Bedenken richten sich im Kern nämlich gegen die *Verwechslungsfähigkeit der Aktien* der Holdinggesellschaft mit Gesellschaftsrechten an anderen Gesellschaften. Da die Bezeichnung der Aktie der Firma der Holdinggesellschaft entspricht,

- [30] *Schilcher* in *Schilcher/Bretschneider*: Konsumentenschutz, S. 1, S. 3; vgl. auch *Krejci* in *Rummel*: ABGB II, RN 1 vor § 1 KSchG.
- [31] Eine Maßnahme zur Förderung der Zeichnung von Aktien kann auch die Gestaltung des Firmenwortlautes der Holdinggesellschaft sein.
- [32] Z. B. *Schuhmacher* in *Krejci*: Konsumentenschutzgesetz, S. 29 ff.
- [33] Indizien dafür sind der Vorrang des Gesamtinteresses im BörseG vor Einzelinteressen und die Einrichtung des Exekutiv Ausschusses als Verwaltungsbehörde (vgl. §§ 2 und 6 BörseG); siehe auch *Rill*, ÖZföR 1961, S. 467.
- [34] *Schilcher* in *Schilcher/Bretschneider*: Konsumentenschutz, S. 3; *Schuhmacher*: Verbraucher und Recht, S. 12 ff.
- [35] Beispielsweise durch Kennzeichnungspflichten.
- [36] *Schuhmacher*: Verbraucher und Recht, S. 29 f.
- [37] Auffallend sind die Parallelen zum Lebensmittelrecht: Auch diese Bestimmungen bezwecken (neben der Abwehr von Gesundheitsstörungen) die Information der beteiligten Verkehrskreise und die Hintanhaltung von Täuschungen des Verbrauchers. Dies soll beispielsweise durch entsprechende Kennzeichnungspflichten erreicht werden: wird ein Getränk als Fruchtsaft bezeichnet, dann dürfen bei der Erzeugung eben nur reife Früchte ohne Zusatz verwendet werden (Kap. B 7 ÖLMB). Vgl. dazu *Walter/Mayer*: Besonderes Verwaltungsrecht², S. 562 ff. mwH; vgl. insbesondere auch *Barfuß/Pindur/Smolka*: Lebensmittelrecht (Loseblattausgabe) und die Lebensmittelkennzeichnungs-VO BGBl 1973/627.

- [38] *Assmann* in *Assmann/Schütze*: Kapitalanlagerecht, § 1 RN 53.
- [39] Zum Verkehrsschutz im allgemeinen vgl. *Straube* in *Straube*: Handelsgesetzbuch, Einfg. RN 17 mwH; vgl. auch *Frotz*: Verkehrsschutz, S. 190 f., S. 463 ff.
- [40] (Börse)Verwaltungsrechtlich gesehen beinhaltet Anlegerschutz (auch) verwaltungspolizeiliche Elemente. Vgl. dazu *Adamovich/Funk*: Verwaltungsrecht³, S. 161 f. mwH.
- [41] Dieser Irrtum dürfte auch *M. Gruber*, WBl 1991, S. 155, unterlaufen sein.

treffen die Bedenken letztlich die *Verwechslungsfähigkeit der Firma* der Holdinggesellschaft. Zu Verwechslungen (beim Anleger) kann es insbesondere durch den Gebrauch desselben Firmenkerns bei der operativen Gesellschaft und bei der Holdinggesellschaft (z. B. Rath AG — Rath BeteiligungsAG) kommen. Aber auch die Verwendung von Marken der operativen Gesellschaft als Firma der Holdinggesellschaft (z. B. Daimler-Benz AG — Mercedes Holding AG) oder die gänzliche Übertragung der Firma der operativen Gesellschaft auf die Holdinggesellschaft kann irreführend sein. In allen Fällen besteht nämlich die Möglichkeit, daß Anleger glauben, Stammaktien einer bestimmten operativen Gesellschaft zu erwerben; die Wirklichkeit kann anders ausschauen: sie erwerben von einer Holdinggesellschaft Stammaktien, die (mittelbar) an der — z. B. im Firmenkern namensgleichen — operativen Gesellschaft Rechte einräumen, die allenfalls mit Genußrechten (an dieser operativen Gesellschaft) vergleichbar sind.

Börserechtlich und damit vom *Blickwinkel des Handelsgegenstandes Aktie* aus gesehen, stellt sich die Verwechslungsfähigkeit der Firma der Holdinggesellschaft als Problem der *Produktwahrheit* dar: Aktien mit dem Namen eines bestimmten Unternehmens (Produktes) sollen auch Aktionärsrechte an diesem bestimmten (Produktions-)Unternehmen einräumen [42].

Durch die Verwendung eines verwechslungsfähigen Firmenwortlautes [43] (also einer verwechslungsfähigen Aktienbezeichnung) kann die Gefahr einer Irreführung der Anleger vor allem im Bereich des *Sekundärmarktes* gegeben sein: im geschäftlichen Verkehr und in den Tageszeitungen werden die Aktien regelmäßig nicht mit dem vollen Firmenwortlaut (z. B. Darbo Beteiligungs AG), sondern mit einem Firmenschlagwort (z. B. Darbo) angesprochen; eine Aktie wird nicht (mehr) in den Medien beworben; es wird kein Prospekt (mehr) gedruckt und veröffentlicht; Jahres- und Zwischenberichte stehen neben vielen anderen.

Rechtlich entscheidend ist also, daß die *Firma* der Holdinggesellschaft *gleichzeitig Bezeichnung* des Handelsgegenstandes Aktie ist. Das Problem der

Zulassung von Aktien von Holdingaktiengesellschaften reduziert sich auf ein Problem der Produktbezeichnung (des Handelsgegenstandes Aktie) und dieses wiederum auf ein firmenrechtliches Problem betreffend die Firma der Holdinggesellschaft.

4.2. Der (allgemeine) Schutz vor einem Mißbrauch des Firmenwortlautes

Die Firma einer Aktiengesellschaft wird in der österreichischen Rechtsordnung in einer Vielzahl von Bestimmungen geschützt [44]: beispielsweise als Firma eines kaufmännischen Unternehmens in den §§ 17 bis 37 HGB [45], als Name i. S. d. bürgerlichen Rechts in § 43 ABGB [46], als Marke in den §§ 51 ff. MarkenschutzG [47], als Werk in den §§ 81 bis 85 UrheberrechtsG [48], als gewerberechtliche Betriebsstättenbezeichnung in den §§ 63 bis 67 GewerbeO [49]. § 9 UWG schützt vor der Benützung einer Firma zu Wettbewerbszwecken in verwechslungsfähiger Weise [50].

All diesen Bestimmungen ist gemeinsam, daß sie dem *Individualinteresse des Firmeninhabers* dienen [51], also (direkt) nur denjenigen schützen, der sich der Firma befugterweise bedient. Zwar werden dadurch indirekt auch Dritte geschützt, dies vor allem, wenn Geschäftsbeziehungen mit dem Firmeninhaber betroffen sind. Anspruchsberechtigt ist aber nur jener, dessen Firma mißbraucht wird (z. B. § 37 Abs. 2 HGB). Vereinzelt sind Behörden berufen, Dritte zu schützen: § 37 Abs. 1 HGB sieht beispielsweise vor, daß bei unbefugter und unrichtiger Firmenführung das Firmenbuchgericht ein Firmenmißbrauchsverfahren einzuleiten hat. Gemäß § 67 GewerbeO kann der Bundesminister für wirtschaftliche Angelegenheiten zum Schutz des gewerblichen Verkehrs oder der Verbraucher vor Irreführungen Verordnungen zur Geschäftsbezeichnung erlassen.

Es folgt, daß die (allgemeinen) firmenbezogenen Regeln die Besonderheiten des Börsehändels nicht mitberücksichtigen. Schon grundlegende tatsächliche Voraussetzungen bleiben unbeachtet: Holdinggesellschaften verwenden ihre Firma regelmäßig nicht unbefugt. Darüber hinaus nehmen die ge-

[42] Grundsätzlich können zum Börsehändel auch Wertpapiere zugelassen werden, die weniger Rechte einräumen als Stammaktien, beispielsweise stimmrechtslose Vorzugsaktien oder Genußscheine. Für Gruber, WBI 1991, S. 157, FN XX, ist dies Argument dafür, daß der Gesetzgeber eben nicht verlange, daß dem Anleger volle Aktionärsrechte verschafft werden müßten; die Information über die mit dem emittierten Wertpapieren verbundene Rechtsstellung genüge. Gruber übersieht dabei aber den Aspekt der Produktwahrheit.

[43] Insbesondere bei Firmenkernidentität.

[44] Z. B. Hämmerle/Wünsch: Handelsrecht I⁴, S. 243 ff.

[45] Schuhmacher in Straube: Handelsgesetzbuch, § 17 bis 37.

[46] Z. B. Aicher in Rummel: ABGB I², zu § 43.

[47] Z. B. Friedl/Schönherr/Thaler: Patent- und Markenrecht, zu den §§ 51 ff. mwH.

[48] Z. B. Kucsko: Urheberrecht, S. 44 ff.

[49] Z. B. Mache/Kinscher: GewerbeO zu § 64 bis 67 mwH.

[50] z. B. Schönherr/Wiltschek: Wettbewerbsrecht, zu § 9 mwH.

[51] Schuhmacher in Straube: Handelsgesetzbuch, RN 2 zu § 30 HGB mwH.

nannten Bestimmungen keine Rücksicht auf die Rechtsstellung Dritter, die mit dem Firmeninhaber (also der Holdinggesellschaft) in keiner Geschäftsbeziehung stehen (insbesondere auf die — potentiellen — Anleger am Sekundärmarkt) [52].

Außerhalb des Börserechtes kann sich der Anleger also weder selbst davor schützen, daß eine Holdinggesellschaft (im Zusammenwirken mit einer operativen Gesellschaft) eine Firma in verwechslungsfähiger Weise verwendet, noch werden seine Interessen von Dritten oder Behörden mitberücksichtigt.

4.3. Der börserechtliche Anlegerschutz und der Firmenwortlaut

Anders als in den — unter Pkt. 4.2. kurz dargestellten — firmenbezogenen Regeln ist im Börserecht das *Wertpapier* (die Aktie) als Handelsgegenstand des *börsegeschäftlichen Verkehrs* Ausgangspunkt rechtlicher Beurteilung. Daß die *Bezeichnung der Aktie* gleichzeitig der Firma der Holdinggesellschaft entspricht, ist ein Ergebnis — und nicht Ausgangspunkt — dieser Beurteilung.

Anlegerschutz bedeutet — wie unter Pkt. 3.2. ausgeführt — (auch) Schutz des Anlegers vor Irreführungen und Gewährleistung von Information.

Die börserechtlichen Zulassungsbestimmungen verlangen eine ex-ante-Prüfung des Anlegerschutzes. Der Schutz des Anlegers vor Irreführungen bedeutet *börserechtlich* also, daß keine *Möglichkeit der Irreführung des Anlegers* bestehen darf [53]. Bei der Festlegung, welche Tatsachen eine Irreführung bewirken, ist (wiederum) der Anlegerschutz und das Funktionieren des Börsewesens (§ 2 Abs. 2 BörseG) zu beachten.

Ein *Schutz vor Irreführungen* besteht daher nicht uneingeschränkt, sondern nur im börsegeschäftlichen Verkehr. *Börsegeschäftlicher Verkehr* bedeutet im Bereich des Primärmarktes, daß ein Emittent (hier eine Holdinggesellschaft) mit einem Zeichner (also dem Anleger) in eine gesellschaftsrechtliche Beziehung tritt. Im Bereich des Sekundärmarktes findet der geschäftliche Verkehr (außerhalb des Gesellschaftsrechts) zwischen den Anlegern statt. Der börsegeschäftliche Verkehr umfaßt nicht nur an der Börse abgeschlossene Rechtsgeschäfte, sondern alle (Rechts-)Akte, die zu setzen sind, um einen geordneten Börsenhandel zwischen Anlegern durchzuführen [54]. Dabei haben sich bestimmte *Gepflogenheiten* entwickelt. Eine im gegenständlichen Fall be-

deutsame Gepflogenheit ist, daß Aktien — sowohl im mündlichen als auch im schriftlichen Verkehr — nicht mit der vollen Bezeichnung, sondern mit einem *Schlagwort* (z. B. Darbo für Darbo BeteiligungsAG) angesprochen werden. Die Medien berichten täglich über die Entwicklungen an den Börsen und verwenden bei der Bezeichnung der Aktien ebenfalls nur ein Schlagwort.

Mit Ursache (und Indiz) für eine Irreführung von Anlegern ist die *Verwechslungsfähigkeit von Aktienbezeichnungen*. Eine *Verwechslungsfähigkeit* von Aktienbezeichnungen besteht (m. a. W. die Unterscheidbarkeit der Firma der Holdinggesellschaft insbesondere mit der Firma der operativen Gesellschaft ist nicht erheblich genug), wenn die Aktienbezeichnung nicht nur ohne aufmerksame Vergleichung der Firmen, sondern (schon) *im gewöhnlichen Börseverkehr* zu Verwechslungen führen kann [55]. Dies ist insbesondere bei *Identität des Firmenkerns* der Holdinggesellschaft und der operativen Gesellschaft möglich [56].

Nicht jede verwechslungsfähige Aktienbezeichnung begründet jedoch eine *börserechtlich* beachtliche *mögliche Irreführung des Anlegers*:

Börserechtlich bedeutet Irreführung insbesondere die Irreführung des Anlegers über die Erträge (durch Dividenden oder Kursgewinne), über die Sicherheit oder über die Liquidität einer Aktie [57]. Diese Faktoren, insbesondere den Ertrag und die Sicherheit einer Aktie kann der Anleger durch seine aktienrechtlichen Kontroll- und Mitverwaltungsrechte [58] mit beeinflussen. Entscheidend ist also die Rechtsstellung, die dem Aktionär gegenüber seiner Gesellschaft zukommt, und — im Fall einer Irreführung — die Rechtsstellung, die dem Aktionär gegenüber der verwechselten Gesellschaft zukommt. Börserechtlich beachtlich wird die Täuschung durch verwechslungsfähige Aktienbezeichnungen daher erst, wenn die *Rechtsstellung*, die dem getäuschten Anleger zukäme, der erhofften Rechtsstellung *nicht gleichwertig* ist.

Es bewirkt also nur die mögliche Verwechslungsfähigkeit der Aktie *zusammen* mit einer nicht gleichwertigen Rechtsstellung eine börserechtlich beachtliche, mögliche Irreführung des Anlegers.

Bei der Wahl der Aktienbezeichnung (des Firmenwortlautes) ist letztlich auch das Gebot der Gewährleistung von *Information* zu beachten: in bezug auf die Aktienbezeichnung bedeutet dieses Ge-

[52] Daß eine gesellschaftsrechtliche Beziehung besteht oder angestrebt wird, ist im gegenständlichen Fall irrelevant.

[53] Vgl. für den Bereich des Firmenrechtes *Hämmerle/Wünsch*: Handelsrecht I⁴, S. 252 mwH; insbesondere auch OLG Wien 22. 7. 1981, NZ 1982, S. 9.

[54] Vgl. z. B. *Briem u.a.*: Börse, S. 28 ff.

[55] Siehe FN 52.

[56] Vgl. Pkt. 4.1.

[57] Z. B. *Zirkounig/Eichler/Schmit*: Wertpapiere, S. 188 f. Siehe auch FN 20.

[58] *Kastner/Doralt/Nowotny*: Gesellschaftsrecht⁵, S. 285 ff. mwH.

bot, daß nicht nur der Prospekt, sondern schon die Bezeichnung der Aktie größtmöglichen Informationswert zu haben hat; dies gilt auch für die voraussichtliche schlagwortartige Bezeichnung.

5. Das börsrechtliche Ergebnis

Gemäß den §§ 64 Abs. 4, 67 Abs. 2 und 69 Abs. 1 BörseG hat der Exekutivausschuß Aktien die *Zulassung* zum Börsenhandel zu *versagen*, wenn die Möglichkeit der Irreführung von Anlegern besteht.

Bei Holdinggesellschaften ist die Verwechslungsfähigkeit der Aktienbezeichnung (also des Firmenwortlautes) mit Ursache für die mögliche Irreführung. Zur Ermittlung einer *börserechtlich* relevanten *möglichen Irreführung des Anlegers* ist darüber hinaus zu prüfen, wie sich die Rechtsstellung des Anlegers an der Holdinggesellschaft verglichen mit der Rechtsstellung an der operativen Gesellschaft darstellt. Ist die Rechtsstellung an der Holdinggesellschaft *zumindest gleichwertig*, können Aktien mit verwechslungsfähiger Bezeichnung zum Börsenhandel zugelassen werden.

Die Wertigkeit der Rechtsstellungen zueinander ist in einem Abwägungsprozeß zu ermitteln. Dabei sind vor- und Nachteile der Rechtsstellung eines Anlegers an der Holdinggesellschaft gegen die Vor- und Nachteile der (hypothetischen) Rechtsstellung eines Anlegers an der operativen Gesellschaft abzuwägen.

Ob die Rechtsstellung an der Holdinggesellschaft für den Anleger vorteilhaft ist, kann *beispielsweise* die Funktion der Holdinggesellschaft zeigen. Vorteile bestehen regelmäßig dann, wenn die Holdinggesellschaft (auch) konzernleitende oder syndizierende Funktion hat. Indizien für eine konzernleitende Funktion sind:

- Die Holding-Gesellschaft hält mehr als 50% der Aktien einer operativen Gesellschaft;
- die Aktien sind mit einem Stimmrecht verknüpft;
- Unternehmensgegenstand ist die Konzernleitung.

Indizien für eine syndizierende Funktion sind:

- Unabhängigkeit der Gesellschaften;
- die Holding-Gesellschaft hält zumindest 25% der Aktien;
- die Aktien sind mit einem Stimmrecht verknüpft;
- Aktien der operativen Gesellschaft notieren an der Börse;
- es besteht keine Personalunion der Vorstände.

Aus dem Blickwinkel der in den Pkt. 2 und 4.1. dargestellten Bedenken sind Holding-Aktien also zum Börsenhandel *zuzulassen*, wenn entweder

- keine Verwechslungsfähigkeit der Aktienbezeichnung (der Firma der Holdinggesellschaft) besteht oder
- (bei Verwechslungsfähigkeit der Aktienbezeichnung) gewährleistet ist, daß die Rechtsstellung eines Anlegers an der Holdinggesellschaft mit jener an der operativen Gesellschaft zumindest gleichwertig ist.

Verzeichnis der zitierten Literatur:

- Adamovich / Funk*: Allgemeines Verwaltungsrecht³ (1987).
- Assmann / Schütze* (Hrsg.): Handbuch des Kapitalanlagerechts (1990).
- Barfuß / Pindur / Smolka*: Lebensmittelrecht (Loseblattausgabe).
- Briem* u. a.: Börse von A bis Z (1990).
- Doralt / Ruppe*: Grundriß des österreichischen Steuerrechtes I⁴, (1990).
- Folkes / Stratil*: Die neuen Börse-Holdings, Trend 9/90, S. 112 ff.
- Friedl / Schönherr / Thaler*: Patent- und Markenrecht (1979).
- Frotz*: Verkehrsschutz im Vertretungsrecht (1972).
- Ganz*: Handbuch für das Bank- und Börserecht (Loseblattausgabe).
- Girozentrale* (Hrsg.): Holdings in Österreich (1989).
- Hämmerle / Wünsch*: Handelsrecht I⁴ (1990).
- Heidinger*: Rechtsformgestaltung (1989).
- Kastner*: Syndikatsverträge in der österreichischen Praxis, ÖZW 1980, S. 1 ff.
- Kastner / Doralt / Nowotny*: Grundriß des österreichischen Gesellschaftsrechts⁵ (1990).
- Krejci* (Hrsg.): Handbuch zum Konsumentenschutzgesetz (1981).
- Kucsko*: Urheberrecht (1990).
- Gruber, M.*: Börsenzulassung von Holdinggesellschaften, WBl 1991, S. 155.
- Mache / Kinscher*: GewerbeO (1982).
- Rill*: Zur Abgrenzung des öffentlichen vom privaten Recht, ÖZfÖR 1961, S. 455.
- Roth*: Grundriß des österreichischen Wertpapierrechts (1988).
- Rummel* (Hrsg.): Kommentar zum ABGB I² (1990).
- : Kommentar zum ABGB II (1984).
- Schilcher*: Was heißt Konsumentenschutz im öffentlichen Recht? in:
- Schilcher / Bretschneider* (Hrsg.): Konsumentenschutz im öffentlichen Recht (1986).
- Schönherr / Wiltschek*: Wettbewerbsrecht (1987).
- Schuhmacher*: Verbraucher und Recht in historischer Sicht (1981).
- Straube* (Hrsg.): Kommentar zum Handelsgesetzbuch (1987).
- Walter / Mayer*: Grundriß des Besonderen Verwaltungsrechtes² (1987).
- : Grundriß des österreichischen Bundesverfassungsrechtes⁶ (1988).
- Zirkounig / Eichler / Schmit*: Handbuch für Wertpapiere⁴ (1991).

Stefan Weber

On the admission of stocks of holding companies to the trading on the stock exchange

The admission of stocks of holding companies (holding stocks) to the trading on the stock exchange is intensely discussed in Austria. Thereby, gaps in the investor protection were pointed out: Investors purchasing holding stocks could be deceived as to their legal position. The contribution directs such objections into legal channels and provides for a legal solution: The principle of investor protection provided by the Austrian Stock Exchange Code and the EEC Directives requires to prevent possible misleadings of investors. The cause for the objections raised was the name of the holding company; investors can be deceived, if the name of a holding company (in terms of stock exchange law: the name of the stock) is giving rise to confusion. A misleading of investors considerable under stock exchange law exists, if the legal position of the deceived investor, in addition, is not equivalent to the expected legal position.