

# **Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht**

Theodor Baums\*

- I. Einführung
  
- II. Darstellung und Anwendungsbereich
  1. Praktische Einsatzmöglichkeiten
  2. Spartenentrennung und rechtliche Einheit
  3. Segmentberichterstattung und Börsennotierung
  4. Ausstattung und Rechte von Tracking Stocks
  
- III. Vor- und Nachteile von Tracking Stock
  1. Spartenergebnisse als Gegenleistung
  2. Zerlegung konglomerater Unternehmen
  3. Nachteile der Ausgabe von Tracking Stock
  
- IV. Überlegungen zum deutschen Recht
  1. Anknüpfung an Spartenergebnisse
  2. Verbindliche Festlegung von Segmenten
  3. Segmentberichterstattung
  
- V. Schlußbemerkung

## **I. Einführung**

"Tracking Stock", zum Teil auch als "Targeted Stock" bezeichnet, ist eine Innovation des U.S.-amerikanischen Kapitalmarkts. Mit Tracking Stocks bezeichnet man Aktien, deren Gewinnbezugsrecht sich lediglich nach dem Ergebnis einer bestimmten Unternehmenssparte, nicht des Gesamtunternehmens, bemißt. Ein typisches Beispiel bildet die Schaffung von Tracking Stocks im Zusammenhang mit der Übernahme von Electronic Data Systems (EDS) durch General Motors im Jahre 1984. Die bisherigen Aktionäre von EDS, die EDS eingebracht hatten, erhielten zwar General Motors-Aktien, deren Dividendenbezugsrecht aber am - separat zu ermittelnden - Gewinn der künftigen EDS-Sparte von General Motors orientiert wurde. Damit sollte erreicht werden, die bisherigen Aktionäre der EDS auch weiterhin vorrangig an den Erträgen des - im Vergleich zum Kerngeschäft von General Motors als profitabler eingeschätzten - Elektronikgeschäfts teilhaben zu lassen.

Im folgenden werden zunächst Gründe und Anwendungsbereich (II.) sowie die Vor- und Nachteile dieser Gestaltung (III.) näher erläutert. Ein weiterer Abschnitt (IV.) wendet sich dann ausgewählten Einzelfragen zu, die sich bei Einführung dieses Instruments nach deutschem Recht stellen würden.

## **II. Darstellung und Anwendungsbereich**

### *1. Praktische Einsatzmöglichkeiten*

a) Typischerweise kommt Tracking Stock in divisionalisierten Unternehmen zum Einsatz<sup>1</sup>. Dabei kann sich das Gewinnbezugsrecht einer Aktiengattung, wie in dem erwähnten Beispiel, an dem Gewinn orientieren, der in einer Sparte des von der Gesellschaft betriebenen Unternehmens erzielt wird, während sich der Gewinnanteil der zweiten Klasse von Aktien nach den Ergebnissen einer weiteren Sparte richtet. Die Sparten selbst werden vornehmlich entweder produktorientiert oder nach regionalen Gesichtspunkten eingerichtet. Denkbar ist auch, daß eine Muttergesellschaft Tracking Stock ausgibt, dessen Dividendenberechtigung an die Gewinne gekoppelt ist, die die Muttergesellschaft aus einer Tochtergesellschaft bezieht. Praktisch

scheint allerdings der zuerst genannte Fall die Regel zu bilden; auf ihn beschränken sich daher die folgenden Bemerkungen.

b) Die Ausgabe von Tracking Stock mit Anknüpfung an einzelne Unternehmenssegmente kommt aus mehreren Gründen in Betracht.

Zunächst einmal kann eine solche Aktiengattung geschaffen werden, um im Fall der Einbringung eines Unternehmens in eine Gesellschaft dem Einleger zu ermöglichen, weiterhin vorrangig an den Ergebnissen "seines" Unternehmens beteiligt zu bleiben. Ein Beispiel für diese Gestaltung bildet der bereits erwähnte Fall General Motors/Electronic Data Systems. Ein Jahr später schuf General Motors, im Zusammenhang mit dem Erwerb der Hughes Aircraft Company, eine weitere Gattung von Targeted Stock für die bisherigen Aktionäre der Hughes Aircraft Company<sup>2</sup>.

Ein zweiter Anwendungsfall ist der folgende: Im Wege der Umgestaltung der bislang bestehenden "Einheitsaktien" erhalten die bisherigen Aktionäre zwei verschiedene Gattungen von Tracking Stock, die an die Ergebnisse unterschiedlich profitabler Sparten (Öl und Stahl; Nahrungsmittel und Tabakwaren usw.) anknüpfen. Die Aufspaltung läßt eine genauere Bewertung zu und kommt den Bedürfnissen der Investoren nach "maßgeschneiderten" Anlagemöglichkeiten entgegen. Mitunter erfolgt diese Aufspaltung von Einheitsaktien in Tracking Stocks auch im Rahmen einer Kapitalerhöhung zur Sanierung einer notleidenden Sparte.

Beispiele für diese Fallgruppe sind etwa die Fälle USX-Stahl-Gruppe, Ralston Purina und das - letzten Endes nicht realisierte - Vorhaben von RJR Nabisco, Tracking Stock einzuführen.

USX Steel teilte 1991 sein Unternehmen in die Bereiche Stahl und Öl auf und schuf zwei Klassen von Aktien ("Marathon" und "Steel") mit auf die verschiedenen Sparten bezogenen Dividendenbezugsrechten. Dabei wurden die "Steel"-Aktien den bisherigen Aktionären ("Marathon"-Aktionären) als sog. Aktiendividende verteilt. Im Fall Ralston Purina (1993) wurde ähnlich verfahren, als die Gesellschaft ihre Backwarenproduktion in der "Continental Baking Group" verselbständigte. Der Nahrungsmittelkonzern RJR Nabisco schließlich plante 1992 ebenfalls eine Trennung seiner Nahrungsmittel- und Tabakwarengruppe mit Ausgabe von Tracking Stock, ließ diesen Plan aber später fallen<sup>3</sup>.

Die Ausgabe von Tracking Stock kann schließlich, drittens, auch als Abwehrmaßnahme in Übernahmekämpfen eingesetzt werden. Das zeigt das Beispiel von NL Industries im Jahr 1986. Als die Simmons Group ein Übernahmeangebot auf die Aktien der NL Industries abgegeben hatte, bereitete das Management von NL Industries eine Abspaltung der Sparte NL Chemicals vor. Zu diesem Zweck wurden zunächst Vorzugsaktien geschaffen und an die Aktionäre ausgegeben. Letzten Endes kam es dann doch nicht zur rechtlichen Verselbständigung von NL Chemicals; die Vorzugsaktien blieben als Tracking Stock bestehen<sup>4</sup>.

Insgesamt sind bisher 14 Fälle der Einführung von Tracking Stock bekannt geworden, die durchweg diversifizierte Großunternehmen betrafen. In zwei dieser Fälle (RJR Nabisco; Kmart) wurde der Plan zur Einführung später wieder aufgegeben<sup>5</sup>.

Im folgenden ist nun zunächst das Instrument des Tracking Stock und die Rechtsstellung der Anleger etwas näher zu umschreiben (2. - 4.), bevor die Vor- und Nachteile dieses Finanzierungsinstruments in den Blick genommen werden können (dazu unten unter III.).

## 2. *Spartentrennung und rechtliche Einheit*

Vorab ist nochmals hervorzuheben, daß die Schaffung von Tracking Stock nicht mit der Bildung neuer rechtlich selbständiger Einheiten innerhalb des von der Gesellschaft betriebenen Gesamtunternehmens einhergeht. Tracking Stock verbrieft vielmehr, wie eine reguläre Stammaktie, eine Mitgliedschaft in der Unternehmensträgersgesellschaft. So gibt es weiterhin nur eine einheitliche Anteilseignerversammlung, in der die Stimmrechte aus sämtlichen ausgegebenen Aktien, einschließlich der Tracking Stocks, ausgeübt werden. Nur das Gewinnbezugsrecht, u. U. auch der Liquidationsgewinnanteil, ist nicht auf den Bilanzgewinn der Gesellschaft insgesamt, sondern einer bestimmten Unternehmenssparte bezogen. Die Inhaber der Tracking Stocks sind also Aktionäre der (Gesamt-)Gesellschaft und nicht etwa einer rechtlich selbständigen Untergliederung oder Tochter derselben.

Dementsprechend verfügt die Gesellschaft auch nur über einen einzigen Verwaltungsrat (board) mit Gesamtverantwortung für alle Sparten. Darin liegt übrigens einer der (Kosten-) Gründe für die Ausgabe von Tracking Stock. Schließlich, weil die Schaffung von Tracking Stock nicht zur Bildung verschiedener rechtlich selbständiger Einheiten führt, bleibt auch die Schuldenhaftung aller der Gesellschaft gehörenden Unternehmensbereiche für die Gesell-

schaftsverbindlichkeiten unberührt. Dies bedeutet im Ergebnis, daß die einzelnen Unternehmenssparten, für die Tracking Stock ausgegeben ist, sich nicht völlig von der Verlusttragungspflicht für die anderen Unternehmensbereiche der Gesellschaft lossagen können; darauf ist später noch einzugehen.

### 3. *Segmentberichterstattung und Börsennotierung*

Die Anknüpfung des Gewinnbezugsrechts an die Ergebnisse einer einzelnen Sparte setzt eine separate Gewinnermittlung für diese Sparte voraus<sup>6</sup>. Die entsprechenden Abschlüsse sind - zusammen mit den Zwischenberichten bzw. dem Jahresabschluß für das Gesamtunternehmen - der Wertpapieraufsicht (SEC) einzureichen<sup>7</sup>; außerdem erhalten die Aktionäre jeder Aktiengattung einen ihre Gattung betreffenden Jahresbericht<sup>8</sup>. Die Aktien der verschiedenen Gattungen werden gesondert zugelassen und gehandelt.

### 4. *Ausstattung und Rechte von Tracking Stocks*

a) Die grundlegende Besonderheit von Tracking Stock besteht in der Anknüpfung des *Gewinnbezugsrechts* an die - separat ermittelten - Ergebnisse einer einzelnen Sparte. Hat die Sparte in dem betreffenden Jahr einen verteilungsfähigen Überschuß nicht erzielt, so kommt eine Ausschüttung unter Rückgriff auf den von der Gesellschaft insgesamt, unter Zusammenrechnung der Gewinne sämtlicher Sparten, erzielten Gesamtgewinn nicht in Frage<sup>9</sup>. Umgekehrt kann trotz des Ausweises eines verteilungsfähigen Gewinns für eine Sparte dennoch eine Ausschüttung ausscheiden, nämlich wenn infolge von Verlusten in einer anderen Sparte insgesamt ein verteilungsfähiger Gewinn nicht zur Verfügung steht<sup>10</sup>.

Statt einer solchen strikten Anbindung des Gewinnbezugsrechts an die Ergebnisse einer einzelnen Sparte ("close tracking") kommen auch Mischformen ("loose tracking") vor<sup>11</sup>. So kann z. B. das allgemeine Dividendenbezugsrecht der Aktien einer Gesellschaft für jede Aktiengattung mit einem besonderen Vorzug bei der Gewinnverteilung verbunden werden, der sich an den Einkünften je verschiedener Sparten orientiert<sup>12</sup>.

b) Die *Stimmrechte* der Inhaber von Tracking Stock beziehen sich auf die Gesellschaft als Ganze. Dabei bestimmt sich nach dem hierfür zuständigen Recht der Einzelstaaten, ob im Einzelfall - je nach Beschlußgegenstand - eine einheitliche Abstimmung der Aktien aller Gattungen erfolgt, oder ob Sonderbeschlüsse erforderlich sind<sup>13</sup>.

Schwierigkeiten kann die Verteilung der Stimmrechte auf die verschiedenen Gattungen bereiten. So kann sich im Lauf der Zeit das Wertverhältnis zwischen den verschiedenen Aktiengattungen erheblich verschieben, während die mit den Aktien verbundenen, von vornherein fixierten Stimmrechte hiervon unberührt bleiben. Dies kann unerwünschte Folgen haben. Z. B. kann dies Aufkäufer anlocken, die durch Erwerb "billiger" Aktien Einfluß auf die ertragreiche Sparte des betreffenden Unternehmens zu gewinnen versuchen. Aus diesem Grunde kann vorgesehen werden, daß die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte nach Ablauf einer bestimmten Periode den geänderten Wertverhältnissen angepaßt werden<sup>14</sup>.

c) Der Anteil von Tracking Stocks am *Liquidationsgewinn* kann verschieden bemessen und festgelegt werden, z. B. entsprechend dem Wertverhältnis der Aktien verschiedener Gattungen zueinander im Zeitpunkt ihrer Schaffung oder aber entsprechend ihrem Wertverhältnis im Liquidationszeitpunkt<sup>15</sup>.

d) Tracking Stocks werden regelmäßig mit *Umwandlungsvorbehalten* und *Umwandlungsrechten* versehen.

Ein typischer Umwandlungsvorbehalt besteht darin, daß die Gesellschaft berechtigt sein soll, auf Beschluß des Verwaltungsrats (board) hin Aktien einer Gattung gegen Aktien einer anderen Gattung und Zahlung eines Aufgeldes einzutauschen. Gelegentlich findet sich auch die Bestimmung, daß Tracking Stock gegen Aktien einer Tochtergesellschaft einzutauschen ist, wenn der betreffende Unternehmensbereich in eine rechtlich selbständige Tochtergesellschaft ausgegliedert wird. Sachlich unabdingbar erforderlich ist ein Umtausch für den Fall der Veräußerung des betreffenden Unternehmensteils.

Gelegentlich wird auch umgekehrt den Inhabern von Tracking Stock eine Option auf den Erwerb von Aktien einer anderen Aktiengattung eingeräumt<sup>16</sup>.

### III. Vor- und Nachteile von Tracking Stock

Die verschiedenen Verwendungszwecke, für die Tracking Stock in Betracht kommt, deuten bereits auf einige Vorteile hin, die man sich mit dem Einsatz dieses Instruments verspricht.

#### 1. *Spartenergebnisse als Gegenleistung*

So wird Tracking Stock geschaffen, um Aktionären im Fall einer Sacheinlage ihres bisherigen Unternehmens zu ermöglichen, an den Ergebnissen dieser Sparte auch künftig, jedenfalls für einen gewissen Zeitraum, unter Ausschluß der übrigen "Stamm"-Aktionäre oder doch jedenfalls vorrangig vor diesen teilzunehmen. Die von den Parteien - aufnehmendes Unternehmen und einbringende Aktionäre - verfolgten Ziele sind dabei nicht ohne weiteres in gleicher Weise durch Wahl einer anderen Gestaltung zu erzielen. So kann z. B. die Gründung einer gemeinsamen Tochter schon daran scheitern, daß der übernehmenden Gesellschaft die Mittel fehlen, um dasselbe Verhältnis der Stimmrechte und damit dasjenige Maß an Einfluß sicherzustellen, das sich für sie und ihr Management bei unmittelbarer Einbringung in der Gesellschaft selbst gegen Ausgabe von Tracking Stock ergibt.

#### 2. *Zerlegung konglomerater Unternehmen*

Das soeben erwähnte Motiv scheidet aus in Fällen, in denen ohne Einbringung eines neuen Unternehmens Tracking Stock geschaffen und an die bisherigen Stammaktionäre ausgegeben wird. In diesen Fällen will die Gesellschaft mit der Ausgabe von Tracking Stock vielmehr regelmäßig einerseits von allgemeinen Vorteilen profitieren, die sich aus der Zerlegung konglomerater Unternehmen in verschiedene, selbständig zu bewertende Unternehmenseinheiten ergeben<sup>17</sup>; andererseits sollen aber die Vorteile erhalten bleiben, die sich aus der Führung und Finanzierung mehrerer Sparten durch eine einzige Unternehmensträgergesellschaft ergeben können.

a) Im Grunde stellt die Bildung von Tracking Stock in dieser Fallgruppe nichts anderes dar als eine Vorstufe der Zerlegung eines bisher von einer Gesellschaft geführten Unternehmens in zwei oder mehrere auch rechtlich getrennte Einheiten. Eine solche Zerlegung in rechtlich separate Einheiten und Ausgabe gesonderter, am Markt gehandelter Anteilscheine erlaubt eine ge-

nauere Einschätzung der jeweiligen Ertragsaussichten und damit eine präzisere Bewertung der verschiedenen Unternehmensteile, als sie bei Zusammenfassung in einer Einheitsgesellschaft möglich ist. Dies führt nicht nur zu einer effizienteren Kapitalversorgung der Unternehmen, sondern ermöglicht auch den Investoren, ihr Portfolio noch besser maßgeschneidert auf ihre Anlagebedürfnisse hin zusammenzustellen. Allerdings muß folgendes im Auge behalten werden, wenn man die Ausgabe von Tracking Stock mit der völligen Ausgliederung und rechtlichen Verselbständigung einzelner Unternehmensteile in börsenfähige Töchter miteinander vergleicht: Im ersten Fall, der Ausgabe von Tracking Stock, bleiben die Sparten untereinander in ihrer Entwicklung jedenfalls insoweit miteinander verknüpft, als Verluste aus der einen Sparte unmittelbar die Ertragsaussichten auch der anderen beeinträchtigen können. Die Bewertung durch den Kapitalmarkt wird dies dementsprechend in Rechnung stellen.

Ein Vorzug der Zerlegung konglomerater Unternehmen nicht nur in betrieblich, sondern auch rechtlich selbständige Einheiten besteht in folgendem: Die gesonderte Rechnungslegung erleichtert nicht nur die Zurechnung von Erfolg und Mißerfolg, sondern ermöglicht auch, entsprechende Anreize durch erfolgsabhängige Vergütungen für Leitungspersonal und Mitarbeiter zu schaffen. Dies ist zwar auch bei einer entsprechenden Segmentrechnungslegung möglich. Eine Segmentrechnungslegung allein erlaubt aber z. B. nicht, Aktien oder Aktienoptionen auszugeben, deren Wert sich vornehmlich oder ausschließlich an der Entwicklung einer einzelnen Unternehmenssparte orientiert. Dies spielt gerade in den U.S.A. eine wichtige Rolle. Mit der zusätzlichen Einführung von Tracking Stock kann dieses Ziel dagegen erreicht werden<sup>18</sup>.

b) Versucht man mit der Ausgabe von Tracking Stock also einerseits, die Vorteile der Zerlegung konglomerater Unternehmen auf rechtlich selbständige Gesellschaften nachzubilden, so geht es auf der anderen Seite darum, die Vorteile der Einheitsgesellschaft so weit wie möglich zu wahren:

- Der Rechtsformaufwand für die Gründung und den Betrieb mehrerer rechtlich selbständiger Gesellschaften einschließlich der damit verbundenen Erschwerungen bei der Führung und Kontrolle entfällt. Kostenersparnisse können sich insbesondere auch aus finanziellen Vorteilen bei gemeinschaftlicher Finanzierung ergeben.
- Die - nach Bedarf auch wieder umkehrbare - Segmentierung gibt den Unternehmen größere Flexibilität hinsichtlich der weiteren Strukturierung.



- Die Besteuerung mag unterschiedlich ausfallen je nachdem, ob eine bloße Sparten-trennung oder eine Abspaltung in rechtlich selbständige Töchter gewählt wird<sup>19</sup>.

### 3. *Nachteile der Ausgabe von Tracking Stock*

In der Literatur werden verschiedene Probleme und Nachteile erörtert, die mit der Segmentierung und Ausgabe von Tracking Stock verbunden sein könnten<sup>20</sup>.

Zunächst einmal könne die Ausgabe von Tracking Stock zu Interessenkonflikten zwischen den betreffenden Aktiengattungen und zu "Gruppenegoismus" führen. Es bedürfe einer präzisen Umschreibung der mit den einzelnen Aktien verknüpften Rechte. Für Verwaltungsrat (board) und Management bedeute die Segmentierung und Bildung von Tracking Stock, daß sie in Loyalitätskonflikte geraten könnten<sup>21</sup>. Solche Konflikte mögen z. B. auftreten, wenn der Verwaltungsrat (board) Entscheidungen über Investitionen in den einzelnen Sparten, die der Zentralebene vorbehalten sind, zu treffen hat. Konfliktpotential steckt auch in der Zurechnung und Vergütung zentraler Leistungen für die einzelnen Sparten oder in der Bewertung von Leistungen und Lieferungen zwischen den Sparten. Ferner wird geltend gemacht, die Einführung von Tracking Stock erschwere betriebswirtschaftlich wünschenswerte Umstrukturierungsmaßnahmen. Außerdem seien künftig, nach Einführung von Tracking Stock, mindestens drei verschiedene Jahresabschlüsse zu erstellen (Gesamtgesellschaft und zwei oder mehrere Sparten), was mit hohem Aufwand verbunden sei. Den Investoren müsse deutlich vor Augen gehalten werden, daß sie nicht Anteile an einer rechtlich selbständigen Gesellschaft, sondern an einem Unternehmenssegment erwürben, das für die Verbindlichkeiten der übrigen Sparten weiterhin mit-haftete und unter Umständen auch deren Verluste mitzutragen habe.

Wie auch immer aber die Vor- und Nachteile dieses Finanzierungsinstruments zu bewerten und zu gewichten sein mögen: Das amerikanische Gesellschaftsrecht überläßt dies den beteiligten Verkehrskreisen, die diese Abwägung bei hinreichender Information mit Hilfe eines effizienten Kapitalmarkts selbst vornehmen mögen.

## IV. **Überlegungen zum deutschen Recht**

Die Spartenorganisation insbesondere in Großunternehmen ist auch in Deutschland seit langem bekannt und eingeführt<sup>22</sup>; die damit verbundenen aktien- und mitbestimmungsrechtlichen Fragen sind eingehend erörtert worden<sup>23</sup>. Der in den U.S.A. inzwischen vollzogene Schritt zur

weiteren Verselbständigung der Sparten, die Ausgabe von Tracking oder Targeted Stock, ist dagegen in Deutschland bisher nicht nachvollzogen worden.

Wäre die Ausgabe von Tracking Stocks in dem beschriebenen Sinne auch nach deutschem Aktienrecht möglich? In der - soweit ersichtlich bisher einzigen - Darstellung dieses Finanzierungsinstruments kommt *Brauer* in der Tat zu dem Ergebnis, die Emission von Tracking Stock durch Aktiengesellschaften sei nach deutschem Aktienrecht zulässig<sup>24</sup>. Die folgenden Bemerkungen befassen sich mit drei ausgewählten Aspekten dieser Frage: Mit der Anknüpfung des Dividendenrechts an den Spartengewinn (1.), der verbindlichen Festlegung von Segmenten durch die Satzung (2.), und schließlich mit der für die Anknüpfung wesentlichen Segmentberichterstattung (3.). Aus Raumgründen muß auf eine umfassende Behandlung aller mit der Einführung von Tracking Stock oder gar einer Spartenorganisation überhaupt verbundenen gesellschafts- und mitbestimmungsrechtlichen Fragen verzichtet werden. Zu letzterem sei der Leser auf die bereits vorliegende, eingehende literarische Diskussion verwiesen<sup>25</sup>. Die nachstehende Erörterung setzt mit anderen Worten voraus, daß bei der Divisionalisierung eine zulässige Gestaltung gewählt worden ist und praktiziert wird, daß also insbesondere nicht durch die im Einzelfall gewählte Gestaltung die Leitungsbefugnis und Gesamtverantwortlichkeit des Vorstands, der Kernbereich der Zuständigkeit des Arbeitsdirektors oder die Kontrolle durch den Aufsichtsrat in unzulässiger Weise beschränkt werden.

### 1. *Anknüpfung an Spartenergebnisse*

a) Voraussetzung für alles Weitere ist zunächst, daß das Gewinnbezugsrecht von Aktien an den in einer Unternehmenssparte erzielten Gewinn angeknüpft werden kann.

§ 11 S. 1 AktG sieht vor, daß Aktien verschiedene Rechte gewähren können, namentlich bei der Verteilung des Gewinns. Die Vorschrift stellt klar, daß die Aktien bezüglich des Dividendenrechts nicht einheitlich ausgestaltet sein müssen. Wie das Gesetz in § 139 AktG erkennen läßt, kann z. B. einem Teil der Aktien Priorität bei der Gewinnverteilung eingeräumt werden ("Vorzugsaktien"). Bereichsaktien oder Targeted Stocks gewähren ihren Inhabern gewissermaßen den Vorzug bei der Verteilung des Bilanzgewinns, soweit er in "ihrer" Sparte erzielt worden ist. Dennoch handelt es sich nicht um Vorzugsaktien im Sinne der §§ 139 ff. AktG. Denn zunächst einmal soll Bereichsaktien ja regelmäßig nicht das Stimmrecht genommen wer-

den (vgl. demgegenüber § 139 Abs. 1 AktG), und es wird bei Segmentierung des Gesamtunternehmens und Ausgabe von Targeted Stock nicht zugunsten der Bereichsaktien ein (nachzahlbarer, § 140 Abs. 2 AktG) Vorzugsbetrag festgesetzt. Vielmehr wird der zu verteilende Bilanzgewinn der Gesamtgesellschaft nach dem Verhältnis der Ergebnisbeiträge der verschiedenen Sparten auf die Aktien der betreffenden Gattungen verteilt. Sowohl die Wahl dieses Verteilungsmaßstabs als auch die damit verbundene Ungleichbehandlung der Aktionäre sind nach den §§ 11, 60 Abs. 3 AktG unbedenklich möglich, vorausgesetzt natürlich, daß bei nachträglicher Umgestaltung gewöhnlicher Aktien in "Bereichsaktien" zusätzlich zu dem satzungsändernden Beschluß die hierfür notwendige Zustimmung der betroffenen Aktieninhaber eingeholt wird<sup>26</sup>.

b) Die Verteilung des Bilanzgewinns der Gesellschaft auf die verschiedenen Aktiengattungen nach dem Verhältnis der Ergebnisbeiträge der jeweiligen Sparten impliziert zugleich, daß ein Gewinnanspruch der Aktionäre eines bestimmten Segments dann nicht entsteht, wenn in diesem Segment ein positives Ergebnis nicht erzielt worden ist. Für die Aktionäre des oder der anderen Segmente, die an sich positive Ergebnisse beigesteuert haben, kann dies folgendes bedeuten: Da unter die Aktionäre nur der Bilanzgewinn verteilt werden darf (§ 57 Abs. 3 AktG), und sich dieser Begriff (§ 268 HGB) auf die Gesellschaft, nicht auf die Sparten bezieht, ist es denkbar, daß trotz positiver Ergebnisse in einzelnen Sparten wegen der Verluste in anderen Bereichen ein Bilanzgewinn nicht ausgewiesen und verteilt werden kann. Die Zusage einer Mindestdividende, z. B. eines festen Prozentsatzes des im Geschäftsjahr in einer Sparte erzielten Überschusses, ist nach deutschem Aktienrecht (§ 57 Abs. 1 i.V. mit Abs. 3 AktG) unzulässig<sup>27</sup>. Allenfalls könnte man in einem solchen Fall erwägen, in Anlehnung an die Vorkehrung des § 140 Abs. 2 AktG in den Folgejahren im Fall einer Gewinnverteilung vorweg die Aktionäre zu berücksichtigen, die in den Vorjahren trotz positiver Ergebnisse ihrer Sparten mit Rücksicht auf die verlustbringenden Bereiche keine Ausschüttungen erhalten haben. § 60 Abs. 3 AktG ließe eine derartige Vorwegverteilung zu. Eine solche Regelung würde aber nicht nur technisch außerordentlich kompliziert ausfallen; sie würde vor allem keine Abhilfe für die Fälle schaffen können, in denen auch in den Folgejahren - unter Berücksichtigung von Verlustvorträgen und notwendiger Rücklagenbildung - kein verteilungsfähiger Bilanzgewinn ausgewiesen werden würde. Das Recht, sich bei der Zusammenfassung mit einer auf Dauer verlusttragenden Sparte von dieser durch Abspaltung, Aufspaltung oder gar Auflösung der Gesellschaft trennen zu können, könnte den Aktionären der ertragreichen Sparte nicht eingeräumt werden, sofern

sie nicht über die erforderlichen Mehrheiten (§ 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG, § 125 i.V. mit § 65 UmwG verfügen). Es bliebe ihnen in einem solchen Fall nur der "Austritt" über den Markt, der freilich die Verkoppelung des ertragreichen mit dem verlusttragenden Teil in die Bewertung einbeziehen und in der Kursbildung für die Bereichsaktien antezipieren würde. Dies zeigt, daß Bereichsaktien die ausschließliche Teilhabe am Ergebnis der betreffenden Sparte nur innerhalb der durch das zwingende Aktienrecht gesetzten Grenzen gewährleisten könnten.

## 2. *Verbindliche Festlegung von Segmenten*

"Tracking Stock" mit der Anknüpfung des Dividendenrechts an die Ergebnisse bestimmter Sparten kann nur geschaffen werden, wenn die hierzu erforderliche Divisionalisierung nicht nur tatsächlich von der Verwaltung vorgenommen, sondern auch rechtlich verbindlich festgelegt ist. Wäre die Verwaltung jederzeit imstande, das in Geschäftsbereiche zerlegte Unternehmen auch wieder umzustrukturieren, also Segmente wieder zu einer betrieblichen Einheit zusammenzuführen, umzugruppieren oder gar zu einer ausschließlich "funktionalen" Unternehmensgliederung zurückzukehren<sup>28</sup>, dann wäre die Anknüpfung an die Ergebnisse eines bestimmten Geschäftsbereichs gegenstandslos. Die Aktie könnte durch schlichte geschäftsleitende Entscheidung der Verwaltung in ihrem Inhalt verändert werden. Die Frage ist also, ob dies durch die Satzung ausgeschlossen werden kann, oder, anders formuliert, ob die Satzung und damit der Satzungsgeber und nicht, wie allgemein üblich, der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats eine Spartenorganisation einrichten und die Bildung und Beibehaltung bestimmter Sparten vorschreiben kann.

Die Einführung einer Spartenorganisation beruht auf einer unternehmerischen Führungsentcheidung, die nach dem Aktiengesetz zunächst dem Vorstand obliegt<sup>29</sup>. Da es sich um eine generelle Festlegung dazu handelt, in welcher Weise die Geschäftsführung des Unternehmens in Zukunft erfolgen soll, wird die Gliederung nach Sparten und Funktionsbereichen regelmäßig in der Geschäftsordnung des Vorstands oder in einem ergänzenden "Geschäftsverteilungsplan"<sup>30</sup> festgelegt werden<sup>31</sup>. Nach § 77 Abs. 2 S. 2 AktG kann aber die Satzung Einzelfragen der Geschäftsordnung bindend regeln. Dazu gehört auch die Gliederung in Geschäftsbereiche<sup>32</sup>. Eine Änderung oder Aufhebung der bestehenden Gliederung könnte demnach bei einer entsprechenden Vorkehrung in der Satzung nicht durch den Vorstand allein oder im Zusam-

menwirken mit dem Aufsichtsrat erfolgen. Hierfür wäre vielmehr eine Satzungsänderung erforderlich, die unter Umständen, nämlich wenn sie zugleich eine inhaltliche Abänderung der mitgliedschaftlichen Gewinnberechtigung zur Folge hätte, der Zustimmung der davon betroffenen Aktionäre bedürfte<sup>33</sup>. Demnach wäre also eine hinreichende Absicherung der Aktionäre vor willkürlicher Veränderung der Segmente, auf die sich ihre Aktien beziehen, schon nach geltendem Recht sicherzustellen.

### 3. *Segmentberichterstattung*

Eine weitere wesentliche Voraussetzung für die Schaffung und Akzeptanz von Tracking Stock besteht in einer entsprechenden Segmentberichterstattung. Was hat eine solche Segmentberichterstattung zu gewährleisten, und könnte der Vorstand bereits nach geltendem deutschem Recht hierzu angehalten werden?

a) Der Begriff der Segment-Berichterstattung ("segment-reporting") stammt aus der amerikanischen Bilanzierungspraxis<sup>34</sup>. Sie ist insbesondere für diversifizierte Unternehmen bedeutsam und hat die Aufgabe, über den Jahresabschluß der Gesellschaft hinaus zusätzliche Informationen über die wirtschaftliche Entwicklung der einzelnen Teilbereiche des Unternehmens zu geben. Gerade bei stark diversifizierten Unternehmen läßt eine nur "konsolidierte" Betrachtung keinen Vergleich der Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der einzelnen Sparten mit Wettbewerbern zu und erschwert damit dem Kapitalmarkt die Bewertung des Unternehmens insgesamt<sup>35</sup>. Eine auf Branchen und/oder Regionen bezogene Berichterstattung stellt demgegenüber aufgeschlüsselt für jedes Segment die spezifischen zusätzlichen Informationen zur Verfügung, die erforderlich sind, um Ertragspotential und Risiko der jeweiligen Aktivitäten besser einschätzen zu können.

In den USA sind Segment-Informationen bereits seit den frühen 60er Jahren fester Bestandteil der Abschlusserläuterungen. 1976 hat der "Financial Accounting Standards Board" (FASB) Standards für die Segment-Berichterstattung festgelegt; die Aufsichtsbehörde für den Wertpapierhandel (SEC) fordert im Rahmen der Berichterstattung von Publikumsgesellschaften entsprechende Informationen<sup>36</sup>. Üblicherweise umfassen die Angaben zu den einzelnen Segmenten den Umsatz, das Ergebnis, das Vermögen, Investitionen und Abschreibungen. Auch in anderen Ländern bestehen z. T. - in der Regel allerdings weniger detaillierte - Vorschriften zur Seg-

mentberichterstattung<sup>37</sup>. Auf internationaler Ebene hat das "International Accounting Standards Committee" (IASC) eine Segmentberichterstattung empfohlen<sup>38</sup>, deren Beachtung von einigen Börsen, z. B. der Londoner Börse, gefordert wird. Daneben gibt es Empfehlungen zur Segmentberichterstattung trans- und multinationaler Unternehmen von den Vereinten Nationen und der Organisation für wirtschaftliche Entwicklung (OECD)<sup>39</sup>.

Nach geltendem deutschem Bilanzrecht ist eine Segmentberichterstattung erst in ersten Ansätzen entwickelt und vorgesehen. Gemäß § 285 Nr. 4 HGB haben Kapitalgesellschaften im Anhang zum Einzelabschluß die Umsatzerlöse nach Tätigkeitsbereichen sowie nach geographisch bestimmten Märkten aufzugliedern, soweit sich in diesen Bereichen und Märkten erhebliche Unterschiede ergeben. Für den Konzernabschluß gilt eine entsprechende Vorschrift (§ 314 Abs. 1 Nr. 3 HGB). Das geltende deutsche Bilanzrecht fordert also lediglich - unter den genannten Voraussetzungen - eine Aufgliederung der Umsatzerlöse; nach Sparten differenzierte Angaben zum Ergebnis, zum Vermögen, Investitionen, Abschreibungen u. a. mehr sind nicht zu machen.

Eine Ausweitung der Berichtspflicht für diversifizierte Unternehmen kommt nach geltendem Bilanzrecht auch nicht aufgrund einer Generalklausel in Frage. § 264 Abs. 2 S. 2 HGB fordert zwar zusätzliche Angaben im Anhang, wenn besondere Umstände dazu führen, daß der Jahresabschluß ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage der Gesellschaft nicht vermittelt. Diese Generalklausel wird aber in Deutschland - im Gegensatz zum angelsächsischen Erfordernis eines "true and fair view" - nicht als "overriding principle" verstanden<sup>40</sup>. Anders formuliert: Aus ihr können nicht grundsätzlich neue, über die vom Gesetzgeber bewußt beschränkten Publizitätsanforderungen hinausgehende Publizitätspflichten abgeleitet werden. Dies hat auch für die Segmentberichterstattung zu gelten<sup>41</sup>.

Natürlich sind diversifizierte Unternehmen nicht daran gehindert, freiwillig entsprechende Angaben in ihrem Geschäftsbericht zumachen, und dies geschieht in der Praxis auch, freilich in ganz unterschiedlicher, nicht standardisierter Form<sup>42</sup>.

b) Für die Zwecke der Schaffung von "Bereichsaktien" nach deutschem Recht ist dieses Ergebnis zweifellos unzureichend und unbefriedigend: Es ist nicht möglich, die Gewinnberechtigung der Aktien einfach an dem - durch zwingende Segmentrechnungslegung ermittelten und

testierten - "Betriebsergebnis"<sup>43</sup> festzumachen und die Verteilung des Bilanzgewinns auf die verschiedenen Aktiengattungen nach dem Verhältnis der verschiedenen Sparten - Betriebsergebnisse vorzunehmen. Und es werden den Aktionären und dem Kapitalmarkt nicht diejenigen Informationen in standardisierter und testierter Form zur Verfügung gestellt, die eine Bewertung von Ertragschancen und Risiken solcher "Bereichsaktien" ermöglichen würden.

Nun könnte man daran denken, diesem im geltenden deutschen Handelsbilanzrecht begründeten Defizit aktienrechtlich abzuhelpfen. Insoweit versteht es sich zunächst einmal von selbst, daß ein Vorstand eines diversifizierten Unternehmens auch ohne besondere Satzungsvorschrift aufgrund seiner Verpflichtung zur ordnungsgemäßen Geschäftsleitung (§§ 76, 93 AktG) sich u.a. auch mit Hilfe des unternehmensinternen Berichts- und Rechnungswesens diejenigen Informationen beschaffen muß und demzufolge in der Regel weitgehend über diejenigen Daten verfügen wird, die auch Gegenstand einer externen Segmentpublizität wären. Diese Daten werden aber nicht publiziert, und sie sind nicht testiert (§ 322 HGB). Die Satzung kann daher an eine unternehmensinterne Segmentberichterstattung nicht anknüpfen und den Inhalt der Bereichsaktien, insbesondere deren Gewinnberechtigung, nicht von den mit Hilfe dieser internen Segmentberichterstattung ermittelten Ergebnissen abhängig machen.

Auch die Überlegung, den Vorstand auf dem Wege über entsprechende Geschäftsordnungsvorschriften (§ 77 Abs. 2 S. 2 AktG) oder gemäß § 83 Abs. 2 AktG dazu zu veranlassen, die für die Bewertung von Bereichsaktien und die Gewinnverteilung erforderlichen Informationen durch eine entsprechende Segmentberichterstattung zur Verfügung zu stellen, führt hier nicht weiter. Es fehlen dann immer noch die Gewährleistungen des Handelsbilanzrechts, insbesondere die für die Bewertung erforderliche Standardisierung der Abschlußangaben und die Prüfung und Bestätigung durch unabhängige Abschlußprüfer. Die für die Schaffung von Tracking Stock notwendige Segmentpublizität kann letzten Endes nicht auf der Ebene eines einzelnen Unternehmens, sondern nur durch Fortentwicklung des Handelsbilanzrechts für alle betroffenen Unternehmen hergestellt werden.

## **V.       Schlußbemerkung**

Die Entwicklung von Tracking Stock oder Bereichsaktien belegt einmal mehr nicht nur den Erfindungsreichtum des U.S.-amerikanischen Kapitalmarkts, sondern auch die Flexibilität und



den Entwicklungsstand des amerikanischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts. Nach deutschem Recht ließe sich zwar ebenfalls die Gewinnberechtigung von Aktien ohne weiteres in dem oben beschriebenen Sinn an Segmentergebnissen orientieren. Insofern mag man auch davon sprechen, die "Emission von Tracking Stocks (sei) nach deutschem Aktienrecht zulässig"<sup>44</sup>. Das deutsche Aktien- und Kapitalmarktrecht ist aber im übrigen auf die Ausgabe solcher Papiere nicht vorbereitet; auch Satzungsvorkehrungen können dem nicht abhelfen. Das ist oben für die erforderliche Segmentpublizität dargestellt worden. Darüber hinaus stellen sich weitere vielfältige Fragen zur Rechtsstellung der Inhaber solcher Aktien, insbesondere in bezug auf ihr Stimmrecht, ihre Stellung bei Kapitalmaßnahmen, bei Verschmelzungen oder Spaltungen sowie zu ihrer kapitalmarktrechtlichen Behandlung (Börsenzulassung), die hier nicht behandelt werden konnten. Für die Kautelar- und Unternehmenspraxis kann deshalb "Tracking Stock" in deutschen Aktiengesellschaften jedenfalls derzeit kein Thema sein.

\* Prof. Dr. jur., Direktor des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück, Katharinenstr. 15, D-49069 Osnabrück.

<sup>1</sup> Vgl. zum folgenden die Darstellungen von *Steinberger/Hass*, Introduction to Tracking Stocks, in: Practising Law Institute. Corporate Law and Practice Course Handbook, Vol. 825 "Acquisitions, Mergers, Spin-Offs, and Other Restructurings" (1993), S. 523 ff.; *Handler/Brown/Callan*, Tracking Stock, in: Practising Law Institute. Tax Strategies for Corporate Acquisitions, Dispositions, Spin-Offs, Joint Ventures and Other Strategic Alliances, Financings, Reorganisations, and Restructurings (1994), S. 2 ff.; s. ferner *New York State Bar Association* (Tax Section, Corporations Committee and Reorganizations Committee) "Report Regarding Tracking Stock Arrangements", in: *New York University Tax L.Rev.* 43 (1987), 51 ff.

<sup>2</sup> Vgl. *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 13 f.

<sup>3</sup> *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 16.

<sup>4</sup> *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 14.

<sup>5</sup> Zahlen nach der 1994 veröffentlichten Arbeit von *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 3.

<sup>6</sup> Allgemein zur Segmentberichterstattung in den U.S.A. *Baumann*, Die Segmentberichterstattung im Rahmen der externen Finanzpublizität, in: *Festschrift für Goerdeler* (1987), S. 1, 4 ff.; *Bernards*, Segmentberichterstattung diversifizierter Unternehmen. Theoretische und empirische Analyse (1994), S. 267 ff.; *Veit/Bernards*, Anforderungen an die Segmentberichterstattung in internationalen Vergleich, *Wpg* 1995, 493, 495 f.; eingehend *Proadhan*, *Multinational Accounting: Segment disclosure and risk* (1986).

<sup>7</sup> *Steinberger/Hass* (FN 1), S. 536; Einzelheiten dazu bei *Hazen*, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, 2nd ed., Vol. 1 (1990), § 9.3.

<sup>8</sup> *Steinberger/Hass* (FN 1), S. 526.

<sup>9</sup> *Steinberger/Hass* (FN 1), S. 531 f.

<sup>10</sup> *Steinberger/Hass* (FN 1), S. 526.

<sup>11</sup> Einzelheiten bei *Steinberger/Hass* (FN 1), S. 532.

<sup>12</sup> Vgl. auch die Beschreibung des im General Motors/Electronic Data System entwickelten Modells bei *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 20.

<sup>13</sup> *Steinberger/Hass* (FN 1), S. 540.

<sup>14</sup> *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 2; eingehend *Steinberger/Hass* (FN 1), S. 534.

<sup>15</sup> *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 535.

<sup>16</sup> *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 533.

- 17 Guter Überblick zu den betriebswirtschaftlichen Grundlagen der Spartengliederung von Unternehmen bei *Schönbrod*, Die Organstellung von Vorstand und Aufsichtsrat in der Spartenorganisation (1987) S. 15 ff. m. zahlreichen Nachweisen.
- 18 *Steinberger/Hass* (FN 1), S. 528.
- 19 Einzelheiten dazu bei *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 4ff. sowie *New York Bar Association* (FN 1), passim.
- 20 Eingehend dazu *Handler/Brown/Callan* (FN 1), S. 9
- 21 Näher dazu *Steinberger/Hass* (FN 1), S. 539 f.
- 22 Vgl. statt aller *Schönbrod* (FN 17), S. 1 ff., 52 ff. m.Nachw.
- 23 Nachweise bei *Semler*, Rechtsfragen der divisionalen Organisationsstruktur in der unabhängigen Aktiengesellschaft, in: Festschrift für Döllerer (1988), S. 571 ff. sowie bei *Schießl*, Gesellschafts- und mitbestimmungsrechtliche Probleme der Spartenorganisation (Divisionalisierung), ZGR 1992, S. 64 ff.
- 24 *Brauer*, Die AG 1993, 324, 334.
- 25 Vgl. FN 23.
- 26 Dazu etwa *Lutter*, Kölner Komm zum AktG, Bd.1, 2. Aufl. (1988), § 60 Rdn. 16; *Bründel*, Großkomm. AktG, 4.Aufl. (1992), § 11 Rdn. 26, je m.Nachw.
- 27 *Lutter* (FN 26), § 57 Rdn. 48 f.
- 28 Zur Unterscheidung "divisionaler" und "funktionaler" Unternehmensgliederung etwa *Schwark*, ZHR 142 (1978), S. 203, 205; *Schönbrod* (FN 17), S. 1 f.
- 29 Bericht über die Verhandlungen der Unternehmensrechtskommission (1980), Tz. 1739; *K. Schmidt*, ZGR 1981, 455, 484.
- 30 Oder Organisationsplan oder dergleichen; materiell enthalten diese Pläne Geschäftsordnungsregelungen und unterliegen deshalb den gesetzlichen Bestimmungen (§ 77 Abs. 1 und 2 AktG) über die Geschäftsordnung; Formularkommentar Aktienrecht, 22. Aufl. (1988), S. 374.
- 31 Vgl. Unternehmensrechtskommission, a.a.O., Tz. 1739; *Geßler/Hefermehl*, AktG, II (1973/74), § 77 Rdn. 23; *Meyer-Landrut*, in: Großkomm. AktG I/2, 3. Aufl. (1973), § 77 Anm. 3.
- 32 Unternehmensrechtskommission (FN 29), Tz. 1739.
- 33 Vgl. oben FN 26.
- 34 Zur Rechtslage in den USA vgl. oben FN 6 und zugehörigen Text.

- 35 Eingehend zu den Auswirkungen der Diversifizierung auf die Aussagefähigkeit des Jahresabschlusses *Bernards* (FN 6), S. 37 ff.
- 36 Anlässlich des Listing von Daimler-Benz an der New Yorker Börse hat die SEC Abstriche von der sonst geforderten detaillierten Aufgliederung der Berichterstattung nach Industriesegmenten gemacht; die vier Unternehmensbereiche Mercedes-Benz, AEG, Deutsche Aerospace und debis wurden als Marktsegmente definiert; vgl. *Baums*, in: Festschrift für Raisch (1995), S. 211, 220.
- 37 Überblick bei *Baumann* (FN 6), S. 5 ff.
- 38 "International Accounting Standard IAS 14: Reporting Financial Information by Segment" (reformatted 1994). Dazu aus der Lit. etwa *Veit/Bernards*, Wpg. 1995, 493, 496 f. m. Nachw.
- 39 S. *Veit/Bernards*, Wpg 1995, 493, 497 f.
- 40 Dazu *Beisse*, in: Festschrift für Döllerer (1988), S. 40 ff.
- 41 Ebenso *Veit/Bernards* (FN 38), Wpg 1995, 493, 494.
- 42 Vgl. die empirische Untersuchung von *Bernards* (FN 6), S. 141 ff. Unlängst hat etwa die Siemens AG angekündigt, daß sie ihre Segment-Berichterstattung noch erheblich ausweiten werde (Börsen-Zeitung vom 21.10.1995 S. 1). - Zur Frage einer (freiwilligen) Untergliederung einzelner Posten (§ 265 Abs. 5 HGB) nach Segmenten *Brauer*, Die AG 1993, 324, 329 f.
- 43 Nach amerikanischem Bilanzrecht ist für die jeweilige Sparte u.a. der "operating profit or loss" (= Umsatz abzüglich der dem Bereich unmittelbar zurechenbaren Kosten) zu ermitteln und auszuweisen. Obwohl die durch die "Zentralverwaltung" bedingten Aufwendungen und Erträge in diese Spartenergebnisse nicht einfließen, könnte das Verhältnis der Spartenergebnisse zueinander einen geeigneten Anknüpfungspunkt und Maßstab für die Verteilung des Bilanzgewinns der Gesamtgesellschaft bilden, gerade auch weil die Schwierigkeiten der Zurechnung der zentralen Aufwendungen und Erträge dadurch vermieden werden.
- 44 *Brauer*, Die AG 1993, 324, 334.