



75 Jahre  
Demokratie  
lebendig



Deutscher Bundestag  
Wissenschaftliche Dienste

---

## Sachstand

---

### **Aktuelle Entwicklungen bei der Umwandlung von American Depository Receipts russischer Unternehmen**

**Aktuelle Entwicklungen bei der Umwandlung von American  
Depository Receipts russischer Unternehmen**

Aktenzeichen: WD 4 - 3000 - 003/24  
Abschluss der Arbeit: 31.01.2024  
Fachbereich: WD 4: Haushalt und Finanzen

---

Die Wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestages unterstützen die Mitglieder des Deutschen Bundestages bei ihrer mandatsbezogenen Tätigkeit. Ihre Arbeiten geben nicht die Auffassung des Deutschen Bundestages, eines seiner Organe oder der Bundestagsverwaltung wieder. Vielmehr liegen sie in der fachlichen Verantwortung der Verfasserinnen und Verfasser sowie der Fachbereichsleitung. Arbeiten der Wissenschaftlichen Dienste geben nur den zum Zeitpunkt der Erstellung des Textes aktuellen Stand wieder und stellen eine individuelle Auftragsarbeit für einen Abgeordneten des Bundestages dar. Die Arbeiten können der Geheimschutzordnung des Bundestages unterliegende, geschützte oder andere nicht zur Veröffentlichung geeignete Informationen enthalten. Eine beabsichtigte Weitergabe oder Veröffentlichung ist vorab dem jeweiligen Fachbereich anzuzeigen und nur mit Angabe der Quelle zulässig. Der Fachbereich berät über die dabei zu berücksichtigenden Fragen.

---

## Inhaltsverzeichnis

<b>1.</b>	<b>Fragenkomplex zu Umwandlungsmöglichkeiten von American Depository Receipts in Aktien russischer Unternehmen</b>	<b>4</b>
1.1.	Derzeit möglich Umwandlung und die Akteure	4
1.2.	Mögliche Hindernisse bei der Umwandlung	6
1.3.	Die Rolle der Deutschen Bundesbank	7
<b>2.</b>	<b>Fragenkomplex zur Statistik</b>	<b>8</b>
2.1.	ADRs russischer Unternehmen vor Beginn der Sanktionen gegen Russland	9
2.2.	Umfang und Wert der Umwandlungen nach Beginn der Sanktionen gegen Russland	9
2.3.	Änderung der Einschätzung von ADRs aus Sicht der Analysten	9

## 1. Fragenkomplex zu Umwandlungsmöglichkeiten von American Depository Receipts in Aktien russischer Unternehmen

Welche Möglichkeiten gibt es aktuell, American Depository Receipts (ADRs) russischer Unternehmen umzuwandeln? Wer ist dabei für was verantwortlich? Welche Hürden ergeben sich insbesondere für die umwandlungswilligen Halter von ADRs? Welche Rolle spielt die Bundesbank dabei und was empfiehlt sie?

### 1.1. Derzeit möglich Umwandlung und die Akteure

Der Fachbereich WD 4 beantwortete im Sachstand [WD 4 – 3000 – 091/22](#) vom September 2022 Fragen zur „Möglichkeit zur Umwandlung von Depository Receipts nach russischem Recht“. Depository Receipts (auch Depositary Receipts, abgekürzt DRs, deutsch: Hinterlegungsscheine) werden unter anderem stellvertretend für Aktien russischer Aktiengesellschaften gehandelt, wenn diese nicht an ausländischen Börsen notiert sind. American Depository Receipts (ADRs) sind von US-amerikanischen Banken ausgegebene Hinterlegungsscheine. Die Umwandlung der ADRs in die dahinterliegenden Stammaktien der russischen Aktiengesellschaften wurde für die Anleger notwendig, nachdem die Duma im April 2022 per Gesetz verbot, Aktien russischer Emittenten in Form von ADRs außerhalb der Russischen Föderation zu platzieren oder in Umlauf zu bringen. Bestehende DR-Programme wurden kurzfristig gekündigt.

Die Anleger konnten ihre ADRs nach der Kündigung der DR-Programme im Wege der Zwangsumwandlung oder im Wege der Zwangsübertagung (im Folgenden „ordentliches Verfahren“) umwandeln. Bei der Zwangsumwandlung gemäß Artikel 4 des Föderalen Gesetzes Nr. 319-F3 vom 14. Juli 2022 „Über Änderungen bestimmter Gesetzgebungsakte der Russischen Föderation“ konnten die Anleger ihre ADRs direkt in Russland in Aktien umtauschen, ohne die nicht-russische Finanzinfrastruktur nutzen zu müssen. Dieses Verfahren war jedoch nur bis zum 10. November 2022 möglich. Bei einer Gesetzesänderung im Jahr 2023 ließ die Duma die Frist unverändert, sodass es aktuell nicht möglich ist, ADRs in Russland umzutauschen.

Das „ordentliche Verfahren“, also unter Einbeziehung der nicht-russischen Finanzinfrastruktur, gemäß Artikel 5 des Föderalen Gesetzes Nr. 319-F3 scheint weiterhin möglich zu sein.<sup>1</sup> Bei diesem Prozess sind folgende Akteure beteiligt:

Der Anleger muss von sich aus seinen nicht-russischen Broker/seine nicht-russische Hausbank informieren, dass er seine ADRs umtauschen möchte. Andernfalls besteht nach Ansicht von Beratern durchaus die Gefahr, dass er zu einem späteren Zeitpunkt von den russischen Behörden zum Verkauf seiner Aktien gezwungen wird. In diesem Fall muss ein Anleger mit einem erheblichen Verlust rechnen, weil der Kurs stark sänke, wenn viele Aktien auf einen Schlag auf den russischen Markt geworfen würden.

Hat der Anleger seine ADRs bei einer deutschen Bank hinterlegt und will er sie in Aktien des russischen Emittenten umtauschen, ist er in der Regel auf die Unterstützung der Clearstream

---

1 Die Informationen stammen im Wesentlichen von Weisswert, einer nach eigener Aussage auf Bank- und Kapitalmarktrecht sowie auf komplexe Prozessführung spezialisierte Anwaltskanzlei: [Russische ADR: So gelingt der Umtausch in Aktien](#), letzte Aktualisierung am 22. September 2023.

Banking AG in Eschborn angewiesen, weil diese hundertprozentige Tochtergesellschaft der Deutschen Börse nach eigenen Angaben ein führender europäischer Anbieter von Dienstleistungen im Nachhandel ist.<sup>2</sup> Im Nachhandel erfolgt die eigentliche Übertragung von Wertpapieren in die Depotkonten bei der Bank des Kunden. Diese Aufgabe erfüllt Clearstream als Zentralverwahrer.<sup>3</sup>

Von zentraler Bedeutung bei einer Umwandlung im sogenannten ordentlichen Verfahren sind die DR-Agenten (auch: Depository Banks). Bei den DR-Agenten handelt es sich meist um international führende Investmentbanken wie Bank of New York Mellon (BNYM), Citibank oder JP Morgan.<sup>4</sup> Für jedes aufgelegte DR-Programm wird die Anzahl der zugrundeliegenden Aktien russischer Unternehmen auf einem speziellen DR-Programm-Depo-Konto verbucht. Dieses Konto eröffnet der DR-Agent in seinem Namen im Einvernehmen mit dem russischen Unternehmen bei einer in Russland ansässigen Depotbank (auch: Custodian Bank). Bei der Custodian Bank handelt es sich oft, aber nicht immer um die russische Filiale des DR-Agenten. Die DR-Agenten emittieren auf Grundlage der russischen DR-Programme die ADRs, die die Anleger erwerben können.<sup>5</sup>

Der Anleger muss über ein oder mehrere Depots in Russland verfügen oder sie eröffnen, auf die die Aktien gebucht werden. Diese Depots müssen eine Anbindung an das National Settlement Depository (NSD) haben, Russlands zentraler Wertpapierverwahrstelle. Das NSD wurde von der Europäischen Union in ihrem 6. Paket am 3. Juni 2022 auf die Sanktionsliste gesetzt.

Außerdem muss der Anleger bei der Depoteröffnung darüber informiert sein, welche Custodian Bank in Russland seine Aktien führt. Zum Beispiel ist für Aktien von Gazprom die Gazprombank, für Aktien von Lukoil die AO Citibank und für Aktien von Gazpromneft und Rosneft die JSC Raiffeisenbank zuständig, die JP Morgan abgelöst hat. Nach Aussage der Berater bietet ausschließlich die Gazprombank die Eröffnung eines Depots im Onlineverfahren an, der Anleger muss dafür nicht persönlich in Russland vorstellig werden. Ausländer dürfen Depots ausschließlich als Depotkonten des Typs „C“ (счета депо типа «С») eröffnen. Sowohl solche Depotkonten als auch Bankkonten des Typs „C“ (банковский счет типа «С»), die Ausländer gleichzeitig mit der Depoteröffnung anlegen müssen, sind nur eingeschränkt nutzbar. Die Konditionen, zum Beispiel welche Aktien deponiert werden dürfen oder müssen und welche Ein- und Auszahlungen möglich sind, bestimmt das Direktorium der Bank von Russland (Банк России).<sup>6</sup>

---

2 Clearstream: [About Clearstream: Who we are](#), abgerufen am 29. Januar 2024.

3 Deutsche Börse Group: [Zentralverwahrer](#), abgerufen am 22. Januar 2024.

4 Schirp & Partner: [ADR auf Aktien](#), abgerufen am 29. Januar 2024.

5 Morgan Lewis: [Update: Russia Adopts Draft Law Allowing DR Conversion Without Reference to Foreign Infrastructure](#), 1. Juli 2022, abgerufen am 29. Januar 2024.

6 Vergleiche zum Beispiel den [Beschluss des Direktoriums der Bank von Russland vom 21. November 2022](#), ein System für Konten des Typs „C“ für die Durchführung von Abrechnungen und die Durchführung (Ausführung) von Transaktionen (Operationen) einzurichten, die dem Verfahren zur Erfüllung der im Dekret der Russischen Föderation vorgesehenen Verpflichtungen unterliegen Präsident der Russischen Föderation vom 5. März 2022 Nr. 95 „Über das vorläufige Verfahren zur Erfüllung von Verpflichtungen gegenüber bestimmten ausländischen Gläubigern“ unterliegen, abgerufen am 23. Januar 2024, eigene Übersetzung.

## 1.2. Mögliche Hindernisse bei der Umwandlung

### *Unvollständige oder unrichtige Angaben des Anlegers und Ablauf von Fristen*

Nach Ansicht von Beratern scheitern Anträge auf Umwandlung durch Verletzung von Fristen und unvollständigen und/oder falschen Angaben zum Depot, die Anleger aus Unwissenheit gemacht haben.

Bei der Antragstellung zum Umtausch sind gegebenenfalls zahlreiche Termine einzuhalten. Dazu gehören unter anderem das Ende der Frist für den Umtausch, die Einreichung des Antrags auf Umwandlung beim Broker, die wegen der notwendigen Bearbeitung oftmals vor dem eigentlichen Ende der Umtauschfrist liegt, die Einhaltung des Zeitfensters bei Einholung einer Genehmigung, zum Beispiel von der Deutschen Bundesbank (vergleiche Kapitel 1.3) und die Zeit für die notwendigen Beglaubigungen und Apostillen bei Bevollmächtigung eines Beraters.

### *Verzögerungen durch Zentralverwahrer Clearstream*

Durch Einfügung des Artikel 6b Absatz 5aa in die Verordnung (EU) Nr. 269/2014, die die Sanktionen gegen Russland beinhaltet, ermöglichte der Rat am 23. Juni 2023 den zuständigen Behörden eines Mitgliedsstaats, Genehmigungen zur Umwandlung von ADRs in das dahinterliegende russische Wertpapier auszustellen. In Deutschland war dafür die Deutsche Bundesbank zuständig (vergleiche Kapitel 1.3). Clearstream interpretierte den Beschluss des Rates dahingehend, dass Umwandlungen, für die keine Genehmigung der Deutschen Bundesbank vorliegt, verboten sind.<sup>7</sup> Erst nachdem die Deutsche Bundesbank Genehmigungen ausstellte, nahm Clearstream die Umwandlung unter der Bedingung, dass der Anleger bis zum 25. September 2023 eine entsprechende Genehmigung beantragte, wieder auf.<sup>8</sup>

Clearstream gab im Oktober 2023 bekannt, dass es in Zusammenarbeit mit seiner Depotbank auf dem US-Markt, der Citibank NA, deutschen Anlegern in einem einmaligen Neuausrichtungsprozess („one-off realignment process“) ermöglicht, ADRs in Aktien umzutauschen. In der Mitteilung wies Clearstream ausdrücklich darauf hin, dass die DR-Agenten ihre Bücher zur Umwandlung jederzeit schließen könnten, wodurch eine Umwandlung ihrer ADRs in zugrunde liegende russische Aktien verhindert werde. Clearstream behalte sich das Recht vor, jederzeit und ohne Vorankündigung oder andere Formalitäten die Bereitstellung des Umwandlungsdienstes zu beenden.<sup>9</sup>

---

7 Clearstream: Russia: [Update to the handling of ADR GDR Programmes of Russian underlying equities](#), Reference Number A23056, 28. Juni 2023, abgerufen am 22. Januar 2024.

8 Clearstream: Russia: [Updated EU Regulation 269/2014 related to the handling of ADR and GDR Programmes with Russian underlying securities](#), Reference Number A23080, 15. September 2023, abgerufen am 22. Januar 2024.

9 Clearstream: Russia: [Conversion process for depository receipts with Russian underlying securities held in the German market](#), Reference Nummer D23041, 19. Oktober 2023, abgerufen am 24. Januar 2024.

### *Schließung der Bücher der DR-Agenten*

Probleme beim Umtausch der ADRs in die dahinterliegenden Aktien entstanden auch dadurch, dass die DR-Agenten zwischenzeitlich ihre Bücher schlossen und somit die Umtauschkette unterbrachen. Ein Grund der amerikanischen DR-Agenten dürfte die Angst vor einem Verstoß gegen die gegenüber Russland verhängten Sanktionen sein. Des Weiteren berichtet zum Beispiel die Citibank von Unstimmigkeiten zwischen der Anzahl der ADRs und der Anzahl der dahinterliegenden Aktien, die sie zu einer Schließung ihrer Bücher veranlasst habe. Sie begründet die Unstimmigkeiten damit, dass sich vor allem die Zwangsumwandlung, also der Umtausch in Aktien ohne die Einschaltung der nicht-russischen Finanzinfrastruktur, der Kontrolle der DR-Agenten entzogen habe.<sup>10</sup>

### *Depoteröffnung*

Offenbar bietet nur die Gazprombank die Eröffnung eines Depots im unverifizierten Verfahren an, also ohne, dass der Anleger nach Russland reisen muss. In einem solchen Depot kann er ausschließlich Gazprom-Aktien einbuchen lassen. Die für Lukoil-Aktien zuständige Depotbank, die AO Citibank, bietet keine Eröffnung eines Depots im unverifizierten Verfahren an.

### *Beschränkungen der Konten des Typs „C“*

Die oben beschriebenen Beschränkungen der Depotkonten und der Geldkonten des Typs „C“ können jederzeit verschärft werden, was die Unsicherheit beim Besitz der Konten erhöht. Die Einschränkungen verhindern gegebenenfalls den Handel mit Aktien, den Transfer von Dividenden, sofern sie gezahlt werden, und die Begleichung von Gebühren und Steuern.

### 1.3. Die Rolle der Deutschen Bundesbank

Durch Einfügung des Artikel 6b Absatz 5aa in die Verordnung (EU) Nr. 269/2014, die die Sanktionen gegen Russland beinhaltet, ermöglichte der Rat am 23. Juni 2023 den zuständigen Behörden eines Mitgliedsstaats, Genehmigungen zur Umwandlung von ADRs in das dahinterliegende russische Wertpapier auszustellen.<sup>11</sup> Damit konnten Anleger ihre ADRs umwandeln, obwohl die dahinterliegenden Aktien bei dem sanktionierten NSD zur Verwahrung liegen. Die Genehmigung durfte nur bis zum 25. Dezember 2023 und unter Erfüllung aller der nachfolgenden Bedingungen erteilt werden:

- Die ADRs wurden vor dem 3. Juni 2022 ausgestellt.
- Der betreffende Genehmigungsantrag wurde bis zum 25. September 2023 gestellt.

---

10 Citibank: Issuer Service: [Book Notice, 23. August 2023](#), abgerufen am 29. Januar 2024.

11 Artikel 1 der Verordnung (EU) 2023/1215 des Rates vom 23. Juni 2023 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 269/2014 über restriktive Maßnahmen angesichts von Handlungen, die die territoriale Unversehrtheit, Souveränität und Unabhängigkeit der Ukraine untergraben oder bedrohen, Amtsblatt der Europäischen Union L 159 I/330.

- 
- Der Inhaber des ADR kann nachweisen kann, dass die betreffende Umwandlung für die Veräußerung des zugrunde liegenden Wertpapiers notwendig ist.
  - Die Veräußerung des zugrunde liegenden Wertpapiers ist mit den Verboten der Verordnung (EU) Nr. 833/2014 einschließlich der Artikel 5 und 5f vereinbar.
  - Keiner anderen der in der Sanktionsliste der EU aufgeführten Einrichtung dürfen Gelder bereitgestellt werden.

In Deutschland konnten Anleger oder Broker bei der Deutschen Bundesbank entsprechende Genehmigungen beantragen. In Bezug auf die fristgerecht eingegangenen Anträge erließ die Deutsche Bundesbank eine Allgemeingenehmigung, die sie im Bundesanzeiger veröffentlichte.<sup>12</sup>

Zu ihrer eigenen Rolle in diesem Prozess führt die Deutsche Bundesbank aus:

„Die Deutsche Bundesbank ist nur für die Erteilung von Genehmigungen auf der Grundlage von Artikel 6b Absatz 5aa der Verordnung (EU) Nr. 269/2014 zuständig. Sie kann Sie bei der Übertragung von ADR/GDR auf andere Depots, bei der Umwandlung von ADR/GDR in Originalwertpapiere oder beim Verkauf russischer Originalwertpapiere, die ADR/GDR zugrunde liegen, weder unterstützen noch beraten.

In die Übertragung von ADR/GDR auf andere Depots, ihre Umwandlung in Originalwertpapiere oder in den Verkauf russischer Originalwertpapiere ist die Deutsche Bundesbank nicht eingebunden und sie hat insofern auch keinen Einfluss auf das Verhalten anderer Marktteilnehmer (z. B. depotführende Stellen oder Verwahrstellen von Wertpapieren).“<sup>13</sup>

## 2. Fragenkomplex zur Statistik

Wie viele ADRs gab es zu Beginn der Sanktionen beziehungsweise in welchem Wert gab es solche zu Beginn der Sanktionen? Wie viele davon sind bereits umgewandelt beziehungsweise ADRs in welchem Betrag wurde bereits umgewandelt? Und wie viele davon sind noch nicht umgewandelt beziehungsweise ADRs in welchem Betrage wurden noch nicht umgewandelt?

---

12 Deutsche Bundesbank: Bekanntmachung einer Allgemeingenehmigung auf der Grundlage von Artikel 6b Absatz 5aa der Verordnung (EU) Nr. 269/2014 vom 9. Oktober 2023, Bundesanzeiger Amtlicher Teil, 19. Oktober 2023, B5.

13 Deutsche Bundesbank: [Umwandlung von American Depositary Receipts \(ADR\) oder ähnlicher Zertifikate – Antragstellung nach Artikel 6b Absatz 5aa der Verordnung \(EU\) Nr. 269/2014](#), abgerufen am 22. Januar 2024. Global Depository Receipts (GDR) sind nach dem Vorbild der American Depositary Receipts (ADR) entwickelte Hinterlegungsscheine, die das Eigentum an Aktien verbriefen.



## 2.1. ADRs russischer Unternehmen vor Beginn der Sanktionen gegen Russland

Zur Beantwortung der Frage wird die Depository Receipts-Jahresübersicht 2021 der Deutschen Bank herangezogen.<sup>14</sup>

Die Anzahl der Programme mit gesponserten DRs<sup>15</sup> betrug im Jahr 2021 weltweit 1.403, auf Russland entfielen 101. Aktuell sind bei der Deutschen Bank die Details von 62 russischen DR-Programmen abrufbar, davon sind 13 als aktive, gesponserte ADR-Programme identifizierbar.<sup>16</sup>

Im Jahr 2021 konnte mit dem Verkauf neu emittierter DRs (gesponsert und nicht-gesponsert) Kapital in Höhe von 35,4 Milliarden US-\$ eingesammelt werden. Auf DRs russischer Unternehmen entfielen 3,233 Milliarden US-\$, verteilt auf 5 neue Programme.

Im Jahr 2021 wurden 299,3 Milliarden DRs gehandelt, DRs russischer Unternehmen waren daran mit 2 Prozent beteiligt.

Der Wert der im Jahr 2021 gehandelten DRs betrug 8,003 Billionen US-\$, davon entfielen auf DRs russischer Unternehmen 1 Prozent.

## 2.2. Umfang und Wert der Umwandlungen nach Beginn der Sanktionen gegen Russland

Zum Wert und Umfang der Umwandlungen von ADRs in die dahinterliegenden Aktien sind keine Statistiken verfügbar. Erschwerend kommen die Auswirkungen der unterschiedlichen Umwandlungsmöglichkeiten hinzu, vergleiche Kapitel 1.2 (Unterpunkt: „Schließung der Bücher der DR-Agenten“). Dort wird erläutert, warum DR-Agenten zeitweise ihre Bücher zur Umwandlung von ADRs in die dahinterliegenden Aktien schlossen. Sie hatten eine Differenz zwischen der Anzahl der ADRs und den Aktien festgestellt und begründeten diese Unstimmigkeit mit der Möglichkeit des Umtauschs der DR in Aktien durch die Anleger ohne Einschaltung der nicht-russischen Finanzinfrastruktur und somit außerhalb ihrer Kontrolle. Auch deshalb stehen keine Daten zur Verfügung.

## 2.3. Änderung der Einschätzung von ADRs aus Sicht der Analysten

Käufer von ADRs sahen diese als eine der sichersten Möglichkeiten an, in Märkte mit eingeschränktem Zugang, zum in Brasilien oder in China, zu investieren, weil sie das Währungs- und Liquiditätsrisiko reduzierten.

---

14 Deutsche Bank Trust and Agency Services: [Depository Receipts 2021 in review](#), Seiten 4, 5, 8, 9, 12 und 13, abgerufen am 30. Januar 2024.

15 Deutsche Bank Depository Receipts Service: [Types of ADR](#), abgerufen am 25. Januar 2024. Ein „sponsored depository receipt program“ wird vom Unternehmen initiiert. Ein „unsponsored ADR program“ wird von einem DR-Agenten ohne vertragliche Beteiligung des Unternehmens initiiert.

16 Deutsche Bank Depository Receipts Service: [DR Directory](#), Advanced Search with „Russia“, abgerufen am 30. Januar 2024.

Doch angesichts des Handelstopps mit ADRs russischer Unternehmen stellten sich Analysten und Anleger die Frage, ob zukünftige geopolitische Spannungen zu ähnlichen Reaktionen anderer Regierungen führen könnten und ob diese Risiken in den aktuellen Preisen korrekt widergespiegelt werden. Nach Ansicht weiterer Analysten habe schon immer die Gefahr eines möglichen Verbots oder einer Einschränkung des Handels mit ADRs bestanden, die in anderen Gerichtsbarkeiten notiert sind. Deshalb sollten ADR-Anleger in Erwägung ziehen, ihr Engagement in Ländern im Krieg oder instabilen Regierungen zu eliminieren oder zu reduzieren.<sup>17</sup>

\*\*\*

---

17 Cruise, Sinead; Mandl, Carolina: [Big losses in Russia-linked stocks have investors rethinking other depositary receipts](#), Reuters, 14. August 2023, abgerufen am 30. Januar 2024.