

MATTHIAS LEHMANN

Finanzinstrumente

Jus Privatum

145

Mohr Siebeck

JUS PRIVATUM
Beiträge zum Privatrecht
Band 145



Matthias Lehmann

Finanzinstrumente

Vom Wertpapier- und Sachenrecht
zum Recht der unkörperlichen
Vermögensgegenstände

Mohr Siebeck

Matthias Lehmann, geboren 1972; Studium der Rechtswissenschaft in Jena, Paris und New York; 2008 Habilitation in Bayreuth; seit Juni 2009 Universitätsprofessor an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Gedruckt mit Unterstützung der Deutschen Forschungsgemeinschaft, Bonn.

e-ISBN PDF 978-3-16-151222-3

ISBN 978-3-16-150010-7

ISSN 0940-9610 (Jus Privatum)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2009 Mohr Siebeck Tübingen.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Computersatz Staiger in Rottenburg/N. aus der Stempel-Garamond gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

*Meinen Eltern
und
Marga und Bernd Bormann*

Vorwort

Dieses Buch versucht, eine Brücke zwischen zwei verschiedenen Rechtsgebieten zu schlagen: dem Zivilrecht und dem Kapitalmarktrecht. Beide haben sich in den letzten Jahrzehnten zunehmend auseinander entwickelt. Das führt nicht nur zu dogmatischen Schwierigkeiten, sondern bisweilen auch zu Kommunikationsproblemen zwischen den Vertretern beider Disziplinen. Ein Kernpunkt dieser Probleme ist die Figur des Wertpapiers. Sie wird sowohl im Zivilrecht als auch im Kapitalmarktrecht verwendet, allerdings mit unterschiedlicher Bedeutung. Die vorliegende Untersuchung hat zum Anliegen, diese Unterschiede aufzuzeigen und einen Weg zu ihrer Überwindung zu weisen.

Das Werk richtet sich sowohl an Wissenschaftler als auch an Praktiker. In erster Linie handelt es sich jedoch um eine dogmatische Arbeit. Aus diesem Grund werden technische Einzelheiten, die in der Praxis eine wichtige Rolle spielen, nur insoweit dargestellt, als es zum Verständnis der sich stellenden Rechtsprobleme unentbehrlich ist.

Die Arbeit hat im Sommersemester 2008 der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bayreuth als Habilitationsschrift vorgelegen. Nach ihrer Fertigstellung sind die Finanzmärkte in ihre schwerste Krise seit den 1930er Jahren geraten. Dabei sind unter anderem Probleme bei der Identifizierung der Inhaber unkörperlicher Finanztitel aufgetreten. Das ist jedoch kein Grund, vom Plädoyer für eine Entmaterialisierung aller am Kapitalmarkt gehandelten Produkte abzugehen. Das eingetretene Chaos hätte mit großer Wahrscheinlichkeit auch durch eine schriftliche Niederlegung der Titel in Papieren nicht vermieden werden können, denn schädlich war nicht ihre Entkörperlichung, sondern ihre Übertragung auf Dritte als Sicherheiten oder im Wege der sogenannten Wertpapierleihe. Es zeigt sich einmal mehr, dass eine eigentumsähnlich fundierte Zuordnung fremdverwalteter Titel zu ihren Inhabern unabdingbare Voraussetzung für einen funktionierenden Kapitalmarkt ist. Das entspricht der in diesem Buch vertretenen These.

Dafür, dass ich die Arbeit zügig fertigstellen konnte, habe ich vor allem Professor *Stefan Leible* zu danken. Er hat mir nicht nur den nötigen Freiraum gegeben, sondern mich auch inspiriert und gefördert. Professor *Karl-Georg Loritz* danke ich für seine kritischen Anmerkungen zum Manuskript. Professor *Peter W. Heermann* hat mich ebenfalls als Mentor unterstützt. Den Professoren *Walther Bayer* und *Gerald Spindler* danke ich für die Erstellung der ex-

ternen Gutachten und die darin enthaltenen Anregungen, die ich bei der Veröffentlichung soweit wie möglich berücksichtigt habe.

Bei der Vorbereitung der Arbeit war mir ein informeller Habilitandengesprächskreis sehr von Nutzen. Ihm gehörten *Klaus Bartels*, *Oliver Brand*, *Aurealia Colombi Ciacchi*, *Mary-Rose McGuire*, *Ulrich Schroeter*, *Frank Weiler*, *Martin Zimmermann*, *Olaf Meyer* und *Claudia Schubert* an. Ich danke auch den Mitgliedern des Forums „Junges Unternehmensrecht“, denen ich meine Thesen vorstellen durfte: *Dirk Zetzsche*, *Kristoffel Grechenig*, *Carsten Jungmann*, *Tobias Tröger*, *Rüdiger Wilhelmi* und – nochmals – *Klaus Bartels*. Wertvolle Anregungen gaben außerdem *B. Sharon Byrd*, *Jens Eisfeld*, *Thomas Lehmann*, *Andy Ruzik*, *Christian Schröder*, *Kevin Stephan*, *Ulrich Thölke* und *Ulrich M. Wolf*. Besonderer Dank für die kritische Durchsicht des Manuskripts gebührt *Martin Brenncke*, *Anne Hamm*, *Andreas Schneider*, *Eva Lein* und *Corinna Mückenheim*.

Halle (Saale), im Sommer 2009

Matthias Lehmann

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXVII
Einleitung	1
1. Teil: Kritik des Wertpapierrechts	5
1. Kapitel: Ausgangslage des deutschen Rechts	7
§ 1 Finanzmarkttitel aus wirtschaftlicher und aus rechtlicher Sicht	7
§ 2 Begriff des Wertpapiers	11
2. Kapitel: Phänomene des Kapitalmarkts	16
§ 3 Funktionsverlust der Urkunde	16
§ 4 Internationalisierung des Effektenverkehrs	55
§ 5 Neue Produkte des Kapitalmarkts	91
3. Kapitel: Verselbständigung des Rechts der Kapitalmarkt- produkte gegenüber dem Wertpapierrecht	147
§ 6 Dogmatische Probleme des deutschen Rechts	147
§ 7 Lösungen in ausländischen Rechtsordnungen	151
2. Teil: Kritik des Sachenrechts	169
4. Kapitel: Die Beschränkung des Sachenrechts auf Rechte an körperlichen Gegenständen	171
§ 8 Die Prägung des Wertpapierrechts durch das Sachenrecht	171
§ 9 Die Vernachlässigung unkörperlicher Vermögensgegenstände durch das Bürgerliche Gesetzbuch	184
§ 10 Die Unterscheidung zwischen Schuld- und Sachenrecht	198
§ 11 Die Überwindung des engen Sachbegriffs durch das Wertpapier	222

5. Kapitel: Weg zur Anerkennung unkörperlicher Vermögensgegenstände im Zivilrecht	228
§ 12 Notwendigkeit der Anerkennung unkörperlicher Vermögensgegenstände	228
§ 13 Vorbilder in anderen Rechtsordnungen und Rechtsgebieten	237
§ 14 Die Erweiterung des Sachenrechts zum Vermögensrecht	250
3. Teil: Das Finanzinstrument als Baustein eines Rechts der unkörperlichen Vermögensgegenstände	281
6. Kapitel: Die Figur des Finanzinstruments	283
§ 15 Begriff	283
§ 16 Merkmale	304
§ 17 Typologie	321
7. Kapitel: Die Entstehung des Finanzinstruments	346
§ 18 Emission	346
§ 19 Publizität	366
8. Kapitel: Das Finanzinstrument im Rechtsverkehr	388
§ 20 Übertragung	388
§ 21 Erwerb vom Nichtberechtigten	423
§ 22 Verpfändung	437
§ 23 Zwangsvollstreckung	450
9. Kapitel: Das Finanzinstrument in anderen Zusammenhängen	458
§ 24 Finanzinstrumente und Kapitalmarktrecht	458
§ 25 Schutz des Finanzinstruments durch Zivil- und Strafrecht	468
§ 26 Finanzinstrumente in der Insolvenz	473
§ 27 Das Internationale Privatrecht der Finanzinstrumente	490
10. Kapitel: Reformvorschläge	508
§ 28 Vorschläge für das deutsche Recht	508
§ 29 Vorschläge für das Gemeinschaftsrecht	513
§ 30 Vorschläge für das internationale Recht	517
Zusammenfassung	518
Literaturverzeichnis	525
Sachregister	553

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXVII
Einleitung	1
1. Teil: Kritik des Wertpapierrechts	5
1. Kapitel: Ausgangslage des deutschen Rechts	7
§ 1 Finanzmarkttitel aus wirtschaftlicher und aus rechtlicher Sicht	7
I. Wirtschaftliche Einordnung	7
II. Rechtliche Einordnung	8
1. Bedürfnis einer einheitlichen rechtlichen Kategorie	8
2. Qualifikation als „Wertpapier“	9
§ 2 Begriff des Wertpapiers	11
I. Allgemeiner Wertpapierbegriff	11
1. Die Definition Heinrich Brunners	11
2. Die Definition Eugen Ulmers	12
3. Synthese	13
4. Erweiterung um den numerus clausus	13
5. Zwischenergebnis	14
II. Kapitalmarktrechtlicher Wertpapierbegriff	14
1. Gespaltener Wertpapierbegriff	14
2. Keine konzeptionelle Verselbständigung	15

2. Kapitel: Phänomene des Kapitalmarkts	16
§ 3 Funktionsverlust der Urkunde	16
I. Entwicklung des Wertpapiers bis zur zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts	17
1. Individuelle Wertpapiere	17
2. Finanzmarkttitel	19
II. Immobilisierung	20
1. Fremdverwahrung	20
2. Sammelverwahrung	22
3. Effektingiroverkehr	25
4. Überwindung der Vorlegung	27
5. Von der Immobilisierung zur Entindividualisierung	28
III. Entindividualisierung	29
1. Entwicklung der Globalurkunde	29
2. Rechtliche Anerkennung	31
3. Ausschluss der Einzelverbriefung	32
4. Zwangsgiroverkehr	36
5. Von der Entindividualisierung zur Entmaterialisierung	37
IV. Entmaterialisierung	37
1. Buchschulden	37
2. Sammelverwaltung	39
3. Einzelschuldbuchforderung	44
4. Entmaterialisierung privat emittierter Titel?	45
5. Entmaterialisierung der Übertragung	50
V. Zwischenbefund	53
VI. Die neue Bedeutung der Verbriefung („securitization“)	53
§ 4 Internationalisierung des Effektenverkehrs	55
I. Funktionsweise des grenzüberschreitenden Effektenverkehrs ..	55
1. Anschaffung und Aufbewahrung von Wertpapieren im Ausland	55
2. Verbindungen zwischen Wertpapiersammelbanken	57
3. Internationale Zentralverwahrer	59
4. Neuverbriefung	60
5. Weitere Methoden	60

II. Ersetzung des Wertpapiers in anderen Rechtsordnungen	61
1. Frankreich	61
2. Italien	66
3. Spanien	70
4. Vereinigtes Königreich	74
5. USA	79
6. Schweiz	83
7. Andere Länder	89
§ 5 Neue Produkte des Kapitalmarkts	91
I. Optionen	91
1. Wirtschaftliche Grundlagen	91
2. Verbriefung	93
3. Zivilrechtliche Einordnung	95
a) Unverbriefte Optionen	95
b) Verbriefte Optionen	98
4. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	99
5. Folgerungen	100
II. Futures	100
1. Wirtschaftliche Grundlagen	100
2. Verbriefung	102
3. Zivilrechtliche Einordnung	102
a) Kaufvertrag	102
b) Spiel oder Wette	104
c) Vertrag sui generis	107
4. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	107
5. Folgerungen	107
III. Zertifikate	108
1. Wirtschaftliche Grundlagen	108
2. Verbriefung	109
3. Zivilrechtliche Einordnung	110
4. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	111
5. Folgerungen	114
IV. Investmentanteile	115
1. Wirtschaftliche und rechtliche Grundlagen	115
2. Verbriefung	119
3. Zivilrechtliche Einordnung	119
a) Investmentanteil	119
b) Anteilschein	121

4. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	123
5. Folgerungen	125
V. Asset-Backed Securities	125
1. Wirtschaftliche Grundlagen	125
2. Verbriefung	128
3. Zivilrechtliche Einordnung	128
4. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	129
5. Folgerungen	132
VI. Swaps	133
1. Wirtschaftliche Grundlagen	133
2. Verbriefung	135
3. Zivilrechtliche Einordnung	135
4. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	136
5. Folgerungen	136
VII. Kreditderivate	136
1. Wirtschaftliche Grundlagen	136
2. Verbriefung	138
3. Zivilrechtliche Einordnung	138
a) Unverbriefte Kreditderivate	138
b) Verbriefte Kreditderivate	139
4. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	139
5. Folgerungen	141
VIII. Hybrides Kapital	141
1. Wirtschaftliche Grundlagen	141
2. Verbriefung	143
3. Zivilrechtliche Einordnung	143
4. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	145
5. Folgerungen	145
3. Kapitel: Verselbständigung des Rechts der Kapitalmarkt- produkte gegenüber dem Wertpapierrecht	147
§ 6 Dogmatische Probleme des deutschen Rechts	147
I. Einschränkung der Innehabung und des Umlaufs von Wertpapieren	147
II. Verfall der Verbriefung	149
III. Verstoß gegen den numerus clausus	149
IV. Zwischenbefund	150

§ 7	Lösungen in ausländischen Rechtsordnungen	151
	I. USA und Vereinigtes Königreich	151
	II. Frankreich, Italien und Spanien	156
	III. Schweizer Recht	161
	IV. Gemeinschaftsrecht	163
	V. Schlussfolgerung	167
	2. Teil: Kritik des Sachenrechts	169
	4. Kapitel: Die Beschränkung des Sachenrechts auf Rechte an körperlichen Gegenständen	171
§ 8	Die Prägung des Wertpapierrechts durch das Sachenrecht	171
	I. Drei Beispiele	172
	1. Erfordernis der Innehabung einer Urkunde	172
	2. Übertragung des Rechts durch Übergabe	174
	3. Wertpapierrechtlicher numerus clausus	176
	II. Verkörperungstheorie	177
	1. Grundlagen	177
	2. Historische Vorläufer	177
	3. Savignys Idee	179
	4. Auswirkungen	180
	5. Kritik	181
§ 9	Die Vernachlässigung unkörperlicher Vermögensgegenstände durch das Bürgerliche Gesetzbuch	184
	I. Der enge Sachbegriff des BGB	184
	II. Einzelfälle	186
	1. Energie	186
	2. Daten	187
	3. Immaterialgüter	190
	4. Sachgesamtheiten	193
	5. Rechte	195
	6. Erwerbssaussichten	196
	III. Zusammenfassung	197

§ 10 Die Unterscheidung zwischen Schuld- und Sachenrecht	198
I. Grundlagen	198
1. Vorarbeiten zum BGB	198
2. Savigny'sche Zweiteilung der Rechte	200
3. Römischrechtliche Quellen	201
4. Philosophische Grundlagen	204
II. Persönliche und dingliche Rechte	207
III. Absolute und relative Rechte	213
IV. Güterbewegung und Güterzuordnung	218
V. Schlussfolgerung	220
§ 11 Die Überwindung des engen Sachbegriffs durch das Wertpapier	222
I. Die Forderung als Gegenstand der Vermögenszuordnung	222
II. Das Wertpapier als Mittel der Vermögenszuordnung	224
III. Die Überwindung des Wertpapiers	226
 5. Kapitel: Weg zur Anerkennung unkörperlicher Vermögensgegenstände im Zivilrecht	 228
§ 12 Notwendigkeit der Anerkennung unkörperlicher Vermögensgegenstände	228
I. Entkörperlichung des Vermögens als Realität	228
II. Unkörperliche Vermögenswerte aus rechtsökonomischer Sicht	231
III. Behandlung durch die Rechtsordnung	233
1. Aufspaltung auf Einzelgebiete	233
2. Folgeprobleme	234
§ 13 Vorbilder in anderen Rechtsordnungen und Rechtsgebieten	237
I. Ausländische Rechtsordnungen	237
1. Weiter Sachbegriff der kontinentalen Rechtsordnungen	237
2. Angelsächsische „chose in action“ und „property rights“ ..	240
3. Vermögensrecht des Niederländischen Bürgerlichen Gesetzbuchs	242
4. Schlussfolgerung	244
II. Rechtsgebiete außerhalb des allgemeinen Zivil- und Kapitalmarktrechts	246

1. Verfassungsrecht	246
2. Bilanz- und Steuerrecht	247
§ 14 Die Erweiterung des Sachenrechts zum Vermögensrecht	250
I. Bisherige Versuche zur Einordnung von Finanzinstrumenten .	250
1. Sachenrecht	250
2. Schuldrecht	254
3. Zwischen Schuld- und Sachenrecht	258
II. Notwendigkeit eines eigenen Rechtsgebiets	263
1. Unmöglichkeit der Einordnung in Schuld- und Sachenrecht	263
2. Verwerfung der Unterscheidung zwischen Schuld- und Sachenrecht?	264
3. Erweiterung des Sachenrechts	267
III. Einführung eines Rechts der unkörperlichen Vermögensgegenstände	267
1. Aufgabe	267
2. Anwendungsbereich	269
3. Inhalt	272
4. Verhältnis zu anderen Rechtsgebieten	274
IV. Einführung eines Vermögensrechts	274
1. Aufgabe	274
2. Anwendungsbereich	275
3. Inhalt	277
4. Verhältnis zu anderen Rechtsgebieten	278
3. Teil: Das Finanzinstrument als Baustein eines Rechts der unkörperlichen Vermögensgegenstände	281
6. Kapitel: Die Figur des Finanzinstruments	283
§ 15 Begriff	283
I. Grundlagen	283
1. Notwendigkeit einer neuen Rechtsfigur	283
2. Das Finanzinstrument	283
3. Anerkennung im Kapitalmarktrecht	285
4. Verwendung eines kapitalmarktrechtlichen Konzepts im Zivilrecht?	285

II. Nähere Bestimmung	288
1. Gesetzliche Definitionen	288
2. Wörtliche Analyse	289
3. Neue Vermögensgegenstände	290
III. Herkunft	292
1. Ursprung im Gemeinschaftsrecht	292
2. Bedeutungsentwicklung	295
IV. Vergleich mit anderen Figuren	299
1. Vertrag	299
2. Mitgliedschaft	300
3. Geld	300
4. Ware	301
5. Eigentum	302
§ 16 Merkmale	304
I. Handelbarkeit	305
1. Wirtschaftliche Hintergründe	305
2. Bedeutung im Kapitalmarktrecht	307
3. Übertragung auf das Zivilrecht	308
4. Verhältnis zu anderen Merkmalen	309
II. Umlauffähigkeit	309
1. Bedeutung	309
2. Inhalt	310
3. Beispiele	310
III. Massenhafte Ausstellung	314
1. Bedeutung	314
2. Inhalt	314
3. Beispiele	315
IV. Vertretbarkeit (Fungibilität)	315
1. Bedeutung	315
2. Inhalt	316
3. Beispiele	317
4. Herstellung der Vertretbarkeit	317
V. Zulassung zum Börsenhandel?	318
VI. Eignung für Clearing und Settlement	319
VII. Zusammenfassung	320

§ 17 Typologie	321
I. Instrumente der unmittelbaren Unternehmensfinanzierung ..	321
1. Instrumente der Eigenfinanzierung	323
a) Aktien	324
b) Vorzugsaktien	325
c) Zwischenscheine und Jungscheine	325
d) Globalaktien?	326
2. Instrumente der Fremdfinanzierung	326
a) Schuldverschreibungen	326
b) Schuldbuchforderungen	327
c) Nullkupon-Anleihen	327
d) Pfandbriefe	327
e) Andere Instrumente	328
3. Hybride Instrumente	328
a) Wandelschuldverschreibungen	329
b) Gewinnschuldverschreibungen	329
c) Genussrechte	330
d) Nachranganleihen	331
II. Instrumente der gemeinsamen Kapitalanlage	331
1. Investmentanteile	332
2. Asset-Backed Securities	334
3. Weitere Instrumente	334
a) Private Equity	334
b) REITS-Aktien	335
4. Zwischenbilanz	336
III. Geldmarktinstrumente	336
IV. Derivate	337
1. Unbedingte Verpflichtung	340
a) Futures	340
b) Forwards	340
c) Swaps	340
2. Bedingte Verpflichtung	341
a) Optionen	341
b) Optionsanleihen	341
c) Aktienanleihen	342
3. Strukturierte Produkte	342
V. Zusammenfassung	343

7. Kapitel: Die Entstehung des Finanzinstruments	346
§ 18 Emission	346
I. Vertragliche Grundlage	346
1. Abschluss des Begebungsvertrags	346
2. Besonderheiten einzelner Finanzinstrumente	347
a) Aktien	347
b) Schuldverschreibungen	350
II. Rechtsnatur des Begebungsvertrags	351
1. Im Allgemeinen	351
2. Anwendbare Regelungen	353
a) Zeichnung der Aktie und Leistungsstörungsrecht	353
b) Bedingungen der Anleihe und AGB-Recht	354
III. Grundsatz der Privatautonomie	358
1. Gestaltungsfreiheit im Anleiherecht	359
2. Allgemeiner Typenzwang	360
3. Satzungsstrenge im Aktienrecht	361
4. Ausgleich durch Kapitalmarktrecht	364
IV. Besonderheiten bei unverbrieften Optionen, Futures und Swaps	364
§ 19 Publizität	366
I. Besitz der Urkunde	366
1. Besitzpyramide der herrschenden Meinung	366
2. Zweifel in der Literatur	367
3. Stellungnahme	368
4. Nutzen der Besitzkonstruktion	369
II. Eintragung in einem Register	371
1. Vorschlag	371
2. Legitimationskraft vorhandener Register	372
3. Schutz des Verkehrs	373
4. Kosten der Registerführung	374
5. Risiko des Datenverlusts	374
6. Risikozuweisung	375
7. Registerführer	376
8. Verhältnis des Hauptregisters zu Unterregistern	380
III. Ausgestaltung des Registers	381
1. Elektronische Führung	381
2. Sicherung gegen Datenverlust	381

3. Haftung	382
4. Verwalter	383
5. Inhalt	384
6. Öffentlicher Zugang?	385
IV. Die Bedeutung der Eintragung	386
1. Rechtstechnisch	386
2. Rechtsdogmatisch	386
 8. Kapitel: Das Finanzinstrument im Rechtsverkehr	 388
§ 20 Übertragung	388
I. Sachenrechtliches Modell	388
1. Einigung	388
2. Übergabe	389
3. Einwände	390
II. Treuhandmodelle	390
1. Ermächtigungstreuhand	391
2. Fiduziarische Treuhand	393
3. Bewertung	394
III. Bedeutung des Netting und des Zentralen Kontrahenten	394
1. Anwendung der Besitzkonstruktion	395
2. Disparität des Besitzmittlungswillens der Sammel- und Depotbanken	396
3. Folgen	396
IV. Europäische Perspektive	398
1. Rechtsvergleich	398
2. Gemeinschaftsrechtliche Vorgaben: Finalitätsrichtlinie	399
3. Mangelhafte Umsetzung in das deutsche Recht	402
4. Folgen	407
V. Exkurs: Projekte für ein gemeinschaftsweites Clearing und Settlement	409
1. Lamfalussy-Bericht	409
2. Berichte der Giovannini Group	410
3. Mitteilungen der Kommission	412
4. Rechtsakte des Gemeinschaftsgesetzgebers	412
5. EZB und CESR Standards	413
6. CESAME	413
7. Legal Certainty Group	413
8. T2S-Projekt der EZB	415
9. Würdigung	416

VI. Vorschlag für eine künftige Regelung	416
1. Verbindlichkeit der Buchung	416
2. Willenserklärungen	419
3. Möglichkeit zur Korrektur	420
VII. Besonderheiten bei Futures, unverbrieften Optionen und Swaps	422
§ 21 Erwerb vom Nichtberechtigten	423
I. Sachenrechtliches Modell	423
1. Anwendbare Regelung	423
2. Besitz als Rechtsscheinsgrundlage	424
3. Einfluss des Netting	425
4. Bedürfnisse des Effektengiroverkehrs	426
II. Alternative Rechtsscheinsträger	427
1. Buchung	427
2. Lieferliste	429
III. Moderner Effektenverkehr und Gutgläubensschutz	430
IV. Neues Modell	431
1. Bezugspunkt des guten Glaubens	431
2. Anknüpfungspunkt des guten Glaubens	432
3. Übereinstimmung mit dem Gemeinschaftsrecht	433
4. Ausnahmen	433
5. Fehlbuchung ohne Rechtsgeschäft	434
V. Verteilung des Verlusts	435
§ 22 Verpfändung	437
I. Sachenrechtliches Modell	437
1. Gegenstand des Pfandrechts	437
2. Anwendbare Vorschriften	438
3. Publizität	438
4. Bestimmtheit	440
5. Verpfändung von Schuldbuchforderungen	441
6. Gutgläubiger Erwerb durch Depotbank	441
II. Verpfändung des Herausgabeanspruchs	442
III. Übereinstimmung mit dem Gemeinschaftsrecht	443
IV. Verpfändung durch Einigung und Eintragung	445
1. Regelungsvorschlag	445
2. Übereinstimmung mit dem Gemeinschaftsrecht	447
V. Verwertung	448

§ 23 Zwangsvollstreckung	450
I. Sachenrechtliches Modell	450
1. Vollstreckung wegen einer Geldforderung	450
2. Vollstreckung zur Erwirkung der Herausgabe	451
3. Verwertung	454
II. Vorschlag für eine künftige Regelung	455
1. Vollstreckung wegen einer Geldforderung	455
2. Vollstreckung zur Erwirkung der Herausgabe	456
3. Verwertung	456
 9. Kapitel: Das Finanzinstrument in anderen Zusammenhängen	 458
§ 24 Finanzinstrumente und Kapitalmarktrecht	458
I. Das Finanzinstrument als Nahtstelle zwischen Zivilrecht und Kapitalmarktrecht	458
II. Das Finanzinstrument als Grundbaustein des Kapitalmarktrechts	458
1. Notwendigkeit der Umbenennung des WpHG	459
2. Umfassende Kodifikation des Kapitalmarktrechts	461
3. Notwendigkeit einer einheitlichen Definition	462
III. Die Natur des Finanzinstruments als Rechtfertigung des Kapitalmarktrechts	463
1. Bisherige Begründungen: Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, Anlegerschutz und Informations- asymmetrie	463
2. Markt für unkörperliche Güter	464
3. Schlussfolgerung	466
§ 25 Schutz des Finanzinstruments durch Zivil- und Strafrecht	468
I. Deliktsrechtlicher Schutz	468
1. Grundlagen	468
2. Folgen	469
II. Herausgabeansprüche	470
III. Strafrechtlicher Schutz	471

§ 26 Finanzinstrumente in der Insolvenz	473
I. Schutz des Anlegers	473
1. In der Insolvenz der Depotbank	473
2. In der Insolvenz des Zentralverwalters	474
3. In der Insolvenz des Emittenten	475
II. Schutz der Gläubiger	475
1. Schutz ungesicherter Gläubiger	475
2. Schutz gesicherter Gläubiger allgemein	475
3. Schutz der Inhaber von Finanzsicherheiten	476
III. Schutz der Clearingmitglieder	478
1. Beschränkung der Wirkung gerichtlicher Sicherungs-	
maßnahmen	479
2. Befreiung von Aufrechnungsverboten	479
3. Bevorzugung von Sicherheiten	480
4. Besonderheiten des Derivateclearings	481
IV. Insolvenzen mit Auslandsbezug	482
1. Schutz des inländischen Hinterlegers	482
2. Schutz der Gläubiger	485
3. Schutz der Clearingmitglieder	487
V. Schlussfolgerung	489
§ 27 Das Internationale Privatrecht der Finanzinstrumente	490
I. Anknüpfung an den Ort der Belegenheit	490
II. Anknüpfung an die Buchung	491
1. Finalitätsrichtlinie	491
2. Depotgesetz	493
3. Liquidationsrichtlinie für Kreditinstitute	496
4. Finanzsicherheitenrichtlinie	497
5. Notwendige Anpassungen des Depotgesetzes?	497
III. Anknüpfung an den Parteiwillen	499
1. Inhalt des Haager Übereinkommens	499
2. Notwendige Änderungen im deutschen Recht	
und im Gemeinschaftsrecht	503
IV. Harmonisierung des materiellen Rechts	505

10. Kapitel: Reformvorschläge	508
§ 28 Vorschläge für das deutsche Recht	508
I. Eigenständiges Recht der Finanzinstrumente	508
II. Ersetzung des Depotgesetzes	509
III. Umgestaltung des Wertpapierhandelsgesetzes zum Gesetz über Märkte für Finanzinstrumente	510
IV. Umsetzung der Entmaterialisierung in anderen kapitalmarkt- rechtlichen Gesetzen	511
V. Erweiterung der kollisionsrechtlichen Regel auf Finanzinstrumente	512
VI. Änderungen in weiteren Rechtsgebieten	512
§ 29 Vorschläge für das Gemeinschaftsrecht	513
I. Schaffung eines einheitlichen Verwaltungs- und Abwicklungssystems	513
II. Schaffung eines einheitlichen Rechtsrahmens für die Buchung und Übertragung von Finanzinstrumenten	516
§ 30 Vorschläge für das internationale Recht	517
I. Vereinheitlichung des Kollisionsrechts	517
II. Vereinheitlichung des materiellen Rechts	517
Zusammenfassung	518
Literaturverzeichnis	525
Sachregister	553

Abkürzungsverzeichnis

A.	Atlantic Reporter
a.a.O.	am angegebenen Ort
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch (Österreich)
abl.	ablehnend
Abs.	Absatz
ABS	Asset-Backed Securities
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AJP/PJA	Aktuelle Juristische Praxis/Pratique juridique actuelle
AktG	Aktiengesetz
Ala. L. Rev.	Alabama Law Review
All E.R.	All England Reports
ALR	Allgemeines Landrecht für die preußischen Staaten
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
AnwKomm-AktienR	Anwaltkommentar Aktienrecht
ArchBR	Archiv für Bürgerliches Recht
Art.	Artikel
AS	Amtliche Sammlung (Schweiz)
ausf.	ausführlich
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankArch	Bank-Archiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen
BayGVBl.	Bayerisches Gesetz- und Verordnungsblatt
BB	Betriebs-Berater
BBTC	Banca, borsa e titoli di credito
Bd., Bde.	Band, Bände
Bearb.	Bearbeitung
bearb.	bearbeitet
BEG-E	Bucheffektengesetz-Entwurf (Schweiz)
begr.	begründet
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Schweiz)
Beschl.	Beschluss
BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Entscheidungen des Bundesfinanzhofes
BGBL	Bundesgesetzblatt

BGE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BIS	Bank for International Settlements
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BOE	Boletín Oficial del Estado (Spanien)
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
BS	Bereinigte Sammlung (Schweiz)
BSchuWG	Bundesschuldenwesengesetz
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
Bus. Law.	The Business Lawyer
BuW	Betrieb und Wirtschaft
BVA	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BW	Burgerlijk Wetboek (Niederländisches Bürgerliches Gesetzbuch)
BWpVerwG	Bundeswertpapierverwaltungsgesetz
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Case W. Res. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
C.C.D.V.T.	Caisse centrale de dépôts et de virements de titres
CDO	collateralized debt obligation
CDS	credit default swap
CESAME	Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFD	Contract for Difference
CFR	Code of Federal Regulations
Ch	Chancery Division
Cir.	Circuit
Consob	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CR	Computer und Recht
dass.	dasselbe
DepotG	Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz)
ders.	derselbe
dens.	denselben
dies.	dieselbe, dieselben
Diss.	Dissertation
D.R.I.	District Court, Rhode Island
DRW	Deutsche Rechtswissenschaft
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTCC	Depository Trust & Clearing Corporation
ebda.	ebenda
EBLR	European Business Law Review
ECSDA	European Central Securities Depositories Association
E.D.Pa.	District Court, Eastern District of Pennsylvania

EG	Europäische Gemeinschaft; Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
EuInsVO	Europäische Verordnung über Insolvenzverfahren
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
Ewgr.	Erwägungsgrund
EZB	Europäische Zentralbank
f., ff.	folgende
F2d	Federal Reporter, Second Series
F3d	Federal Reporter, Third Series
fortgef.	fortgeführt
FS	Festschrift
F.Supp.	Federal Supplement
Fußn.	Fußnote
GBO	Grundbuchordnung
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal
GG	Grundgesetz
Großkomm. AktG	Großkommentar zum Aktiengesetz
GrünhutsZ	Zeitschrift für das Privat- und öffentliche Recht der Gegenwart (Grünhuts Zeitschrift)
G.U.	Gazzetta Ufficiale
GVBl. LSA	Gesetz- und Verordnungsblatt für das Land Sachsen-Anhalt
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Halbs.	Halbsatz
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch
HKK-BGB	Historisch-kritischer Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
hM	herrschende Meinung
hrsg.	herausgegeben
ICSA	Institute of Chartered Secretaries and Administrators
i.d.F.	in der Fassung
InsO	Insolvenzordnung
InvG	Investmentgesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	initial public offering
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
JherJB	Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts, begr. v. <i>Rudolf v. Jhering</i>
J.O.	Journal Officiel (Frankreich)
KAAG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (aufgehoben)
Kan.	Supreme Court of Kansas
KG	Kammergericht
Kölner Komm. AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz

Kölner Komm. WpÜG	Kölner Kommentar zum WpÜG
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
krit.	kritisch
KWG	Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz)
li.Sp.	linke Spalte
LM	Lindenmaier/Möhring, Nachschlagewerk des Bundesgerichtshofs
LMK	Kommentierte BGH-Rechtsprechung Lindenmaier/Möhring
Md. L. Rev.	The Maryland Law Review
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MoMiG	Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
Mot.	Motive zu dem Entwurf eines Bürgerlichen Gesetzbuches für das Deutsche Reich
MTF	multilateral trading facility
MünchHdB. AG	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4 – Aktiengesellschaft
MünchKomm-AktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MünchKomm-BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MünchKomm-HGB	Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
MünchKomm-InsO	Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung
m.w.Nachw.	mit weiteren Nachweisen
NaStraG	Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (Namensaktiengesetz)
neubearb.	neubearbeitet
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZI	Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung
o.	oben
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
OTC	over the counter
o.Vn.	ohne Vorname
P.2d	Pacific Reporter Second Series
Pa	Supreme Court of Pennsylvania
PfandBG	Pfandbriefgesetz
Prot.	Protokolle der Kommission für die zweite Lesung des Entwurfs des Bürgerlichen Gesetzbuches (zitiert nach der Ausgabe von <i>Achilles/Gebhard/ Jabn</i> , Berlin 1899, Nachdruck 1983).
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rdnr.	Randnummer
Rdnrn.	Randnummern
re.Sp.	rechte Spalte
Rev. soc.	Revue des sociétés
RG	Reichsgericht

RGBl.	Reichsgesetzblatt
RGSt	Entscheidungen des Reichsgerichts in Strafsachen
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
Rpfleger	Rechtspfleger (Zeitschrift)
Rs.	Rechtssache
RSchbG	Reichsschuldbuchgesetz
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique
S.	Satz, Seite
Saar.AmtsBl.	Saarländisches Amtsblatt
SAE	Sammlung arbeitsrechtlicher Entscheidungen
SAG	Schweizerische Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
ScheckG	Scheckgesetz
S.D.N.Y.	District Court, Southern District of New York
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SEGA	Schweizerische Effekten-Giro AG
SI	Statutory Instrument
S.I.C.O.V.A.M.	Société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières
SIS	SIS SegInterSettle AG
Sonderbeil.	Sonderbeilage
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts (Schweiz)
Stan. J.L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business and Finance
StGB	Strafgesetzbuch
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
SZW/RSDA	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht / Revue suisse de droit des affaires et du marché financier
TEHG	Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz
T.U.F.	Testo Unico Finanziario
u.	unten
u.a.	und andere
UCC	Uniform Commercial Code
U.C.L.A. L. Rev.	University of California – Los Angeles Law Review
Unif. L. Rev.	Uniform Law Review/Revue de droit uniforme
U. Pa. J. Int'l Econ. L.	University of Pennsylvania Journal of International Economic Law
URS	Uncertificated Securities Regulation
U.S.	United States Reports
U.S.C.	United States Code
v.	vom, von
VAG	Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen
Verb. Rs.	Verbundene Rechtssachen
VerhDJT	Verhandlungen des Deutschen Juristentages
WG	Wechselgesetz
WiGBl.	Gesetzblatt der Verwaltung des Vereinigten Wirtschaftsgebietes
WL	Westlaw (Datenbank)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuB	Entscheidungssammlung für Wirtschafts- und Bankrecht
Yale L. J.	Yale Law Journal
z.	zu
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZGB	Zivilgesetzbuch (Schweiz)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZKrW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZVG	Gesetz über die Zwangsversteigerung und Zwangsverwaltung
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft
ZPO	Zivilprozessordnung

Einleitung

„Das Leben hat sich hier von dem, was unsere Theorie lehrt, weit entfernt, und die letztere ist hinter dem ersteren sogar so weit zurückgeblieben, daß sie noch nicht einmal dazu gelangt ist, die Tag für Tag vor unseren Augen sich abspielenden Vorgänge auch nur zu konstatieren.“*

Das Wertpapier hat seine einstige Bedeutung weitgehend verloren. Das gilt zumindest hinsichtlich der am Kapitalmarkt gehandelten Effekten wie Aktie oder Schuldverschreibung. Längst sind diese nicht mehr in individuellen Urkunden verbrieft. Der Grund dafür ist einfach: Täglich werden Millionen von Kapitalmarktstiteln übertragen. Müsste man dazu Urkunden übergeben, käme der Effektenverkehr zum Erliegen. Auch die Geltendmachung der Rechte aus den Titeln wäre umständlich und schwierig, denn diese müssten in millionenfacher Zahl dem Emittenten vorgelegt werden.

Die Praxis hat daher Mittel und Wege gesucht, um die Rolle des Wertpapiers zu verringern. Ihre Bemühungen waren derart erfolgreich, dass die Urkunde beinahe bis zur Bedeutungslosigkeit herabgesunken ist. Es wurde ein Effekten giroverkehr entwickelt, in welchem sich Kapitalmarktprodukte übertragen lassen, ohne dass Papiere bewegt werden müssen. Für die Geltendmachung der Rechte hat man Organisationsformen gefunden, die eine Vorlage beim Emittenten entbehrlich machen. Der stückelose Effektenverkehr, einst ein Traum, ist heute fast schon Realität.

Das Wertpapierrecht hat jedoch mit dieser rasanten Entwicklung nicht Schritt halten können. Es baut nach wie vor auf der Idee einer körperlichen Urkunde auf, die zur Übertragung des Rechts übergeben und zu seiner Geltendmachung vorgelegt werden muss. Dieses Beharren auf einer alten Idee führt an vielen Stellen zu Widersprüchen zwischen der rechtlichen Regelung und den tatsächlichen Verhältnissen. Dadurch wird einerseits das Verständnis des Effektenverkehrs erschwert, andererseits rechtliche Unsicherheit geschaffen. Außerdem zwingt man

* *Strobal*, Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen, Steuer und Stempelfragen 2 (1893), 343 (345).

die Praxis, rein symbolische Urkunden auszustellen, die keine andere Funktion erfüllen als die, der zum Dogma erhobenen Idee des Wertpapiers zu genügen.

Andere Staaten sind uns insoweit voraus. So haben etwa Frankreich und Spanien die Urkunden im gesamten Effektenbereich vollständig abgeschafft. In Italien und im Vereinigten Königreich hat man dasselbe für die börsennotierten Titel getan. In den USA werden weitere Schritte zur Entmaterialisierung geprüft.

Auch in Deutschland ist die rechtliche Regelung der Kapitalmarktprodukte in den letzten Jahren diskutiert worden. Von *Dorothee Einsele* stammt der Vorschlag, das Wertpapierrecht als System schuldrechtlicher Verpflichtungen zu begreifen¹. *Eva Micheler* wählt dagegen einen anderen Weg, indem sie das Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht ansiedelt². Beide Arbeiten haben wertvolle Einsichten in die Funktionsweise des Effektenverkehrs und die mit ihr verbundenen rechtlichen Schwierigkeiten geliefert. Es ist jedoch noch einen Schritt weiterzugehen.

Das Problem liegt nicht in der Zuordnung des Wertpapierrechts zum Schuld- oder Sachenrecht, sondern im Wertpapierrecht selbst. Letzteres ist veraltet. Es bedient sich weiterhin der Formen des 19. Jahrhunderts. So spricht man von der „Verbriefung“ in „Wertpapieren“, obwohl individuelle Urkunden nicht mehr ausgestellt werden. Diese „verwahrt“ man in einem Depot, auch wenn in der Realität nur noch Buchungen in Registern erfolgen. Der Anleger, „Hinterleger“ genannt, wird als „mittelbarer Besitzer“ angesehen, obwohl er keinen Anspruch auf Herausgabe individueller Urkunden hat.

Man könnte versucht sein, sich damit zu trösten, dass die Praxis bisher stets Lösungen gefunden hat, um sich in der deutschen Rechtslage einzurichten. Doch wäre es nicht nur im Hinblick auf den sich verschärfenden Wettbewerb der Rechtsordnungen ignorante Selbstgefälligkeit, sich beruhigt zurückzulehnen. Am Horizont zeichnen sich bereits gemeinschaftsrechtliche und internationale Regelungen zum Effektenverkehr ab. Es muss davon ausgegangen werden, dass sich bei einer Vereinheitlichung des Rechts der Kapitalmarkttitel die modernere Haltung anderer Rechtsordnungen durchsetzen wird. Darum besteht die nicht geringe Gefahr, dass diese Entwicklung die deutsche Zivilrechtsdogmatik unvorbereitet trifft.

Dieses Buch enthält daher Vorschläge für eine grundlegend neue Konstruktion des Effektenverkehrs. Dabei wird ganz bewusst eine dogmatische Sichtweise angenommen. Denn der Rückstand Deutschlands bei der Entmaterialisierung beruht nicht auf tatsächlichen, sondern auf rechtlichen Gründen. Die Praxis hat gezeigt, dass sie in der Lage ist, den Effektenverkehr zu entstückeln. Hindernisse auf dem Weg zu einer vollständigen Entkörperlichung bereitet ihr

¹ *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht.

² *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht.

nur die juristische Regelung, welche weiterhin die Verbriefung in einer Urkunde verlangt. Angepackt werden muss daher beim Wertpapierrecht.

Dem Leser soll an dieser Stelle das Ergebnis der Untersuchung nicht vorenthalten werden: Der wichtigste Vorschlag ist, das Recht der Kapitalmarktprodukte vom allgemeinen Wertpapierrecht zu lösen. Die Vorgänge auf dem Kapitalmarkt haben sich gegenüber dem Verkehr mit individuell ausgestellten Wertpapieren wie Wechsel und Scheck in einer Weise verselbständigt, die es notwendig macht, zwischen dem Recht der Effekten und dem allgemeinen Wertpapierrecht strikt zu trennen. Auch insoweit sind uns andere Staaten voraus. Sie unterstellen Kapitalmarktprodukte besonderen Regeln, die sich von denen für individuell ausgestellte Wertpapiere grundlegend unterscheiden. Eine entsprechende Trennung ist auch für das deutsche Recht angebracht. Die Terminologie im Gemeinschafts- und im Völkerrecht aufgreifend wird daher hier vorgeschlagen, ein „Recht der Finanzinstrumente“ zu schaffen.

Die Untersuchung ist dreigeteilt. Sie beginnt mit einer Kritik des geltenden Wertpapierrechts im ersten Teil. Es wird gezeigt, dass dieses in Widerspruch zu bedeutsamen Erscheinungen des Kapitalmarkts steht, namentlich dem Funktionsverlust der Urkunde, der Internationalisierung des Effektenverkehrs und dem Aufkommen neuer Kapitalmarktprodukte. Um diesen Phänomenen Rechnung zu tragen, genügt es nicht, die Urkunde als Ausgangspunkt der rechtlichen Regelung abzuschaffen. Die Gründe für den Rückstand des deutschen Rechts liegen tiefer. Sie sind in dem Gebiet zu suchen, auf dem das Wertpapierrecht aufbaut: dem Sachenrecht.

Der zweite Teil der Untersuchung widmet sich daher dem dritten Buch des BGB. Dabei wird zu zeigen sein, dass das deutsche Sachenrecht an einem grundlegenden Mangel leidet: Es kennt Eigentum nur an körperlichen Gegenständen. Damit vernachlässigt es unkörperliche Vermögensgegenstände. Zu ihnen gehören unter anderem auch die Produkte des Kapitalmarkts. Am Ende des zweiten Teils steht daher die Forderung, das Sachenrecht zu einem Vermögensrecht fortzuentwickeln, welches Rechte sowohl an körperlichen als auch an unkörperlichen Gegenständen umfasst. Dieser Vorschlag geht weit über den eigentlichen Gegenstand der Untersuchung hinaus, denn er verlangt eine grundlegende Umgestaltung der deutschen Zivilrechtsdogmatik. Ohne sie ließen sich jedoch Kapitalmarktprodukte nicht bruchlos in das System des bürgerlichen Rechts einordnen.

Im dritten Teil wird das Finanzinstrument als Baustein des zu schaffenden Vermögensrechts vorgestellt. Zunächst stehen seine Merkmale, die Abgrenzung von verwandten Erscheinungen und seine Typologie im Mittelpunkt. Im Anschluss wird das Recht der Finanzinstrumente in Grundzügen entwickelt. Dazu gehören Fragen der Entstehung, der Publizität und der Übertragung sowie der Verpfändung und der Zwangsvollstreckung. Außerdem sind die Auswirkungen der neuen Rechtsfigur in anderen Rechtsgebieten zu beleuchten,

insbesondere im Kapitalmarkt-, Delikts-, Straf- und Insolvenzrecht. Einzubeziehen ist auch das Internationale Privatrecht, in dem sich das neue Paradigma des Finanzinstruments bereits durchzusetzen beginnt. Am Ende der Untersuchung werden Vorschläge zur Änderung des deutschen, europäischen und internationalen Rechts stehen.

1. Teil
Kritik des Wertpapierrechts

1. Kapitel

Ausgangslage des deutschen Rechts

§ 1 Finanzmarkttitel aus wirtschaftlicher und aus rechtlicher Sicht

I. Wirtschaftliche Einordnung

Auf dem Finanzmarkt werden unterschiedlichste Produkte gehandelt, wie zum Beispiel Aktien, Anleihen, Investmentanteile, Optionen oder Futures. Der Begriff des Finanzmarkts ist weiter als der des Kapitalmarkts, denn er umfasst außer diesen Produkten auch Derivate und Geldmarktinstrumente. Jedoch soll der Ausdruck „Kapitalmarkt“ im Folgenden gleichbedeutend mit „Finanzmarkt“ verwendet werden¹.

Aus der Perspektive des Investors, der Titel am Finanzmarkt erwirbt, dienen sie alle demselben Zweck: der Geldanlage. Durch sie will er Gewinn erzielen oder zumindest den Wert des eingesetzten Kapitals gegen nachteilige Veränderungen sichern. Das gilt unabhängig davon, ob er Aktien, Investmentanteile oder Optionen kauft. Diese Produkte lassen sich aus seiner Sicht in gewissem Umfang gegeneinander austauschen. Seine Entscheidung für eines von ihnen hängt davon ab, welche Rendite es erwarten lässt, mit welchem Risiko es behaftet ist und wie schnell man es in liquide Mittel umwandeln kann.

Auch aus Sicht der Emittenten sind Finanzmarkttitel bis zu einem gewissen Grad gegeneinander austauschbar. So hängt es oft lediglich von ökonomischen oder strategischen Erwägungen ab, ob ein Unternehmen eine Aktie oder eine Anleihe begibt. Beide dienen dem gleichen Ziel: der längerfristigen Finanzierung.

Die Ziele des Investors und des Emittenten treffen sich auf dem Finanzmarkt². Er erfüllt eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion: Durch ihn wer-

¹ Zu diesem Verständnis *Bruski*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch II, Vor § 104 Rdnr. 6. Zu den Unterschieden zwischen Finanzmarkt und Kapitalmarkt siehe *Häuser/Rosenstock*, *Börse und Kapitalmarkt*, S. 18 f.; *Madura*, *Financial Markets and Institutions*, S. 4.

² Vgl. *Mishkin/Eakins*, *Financial Markets and Institutions*, S. 14; *Neave*, *The Economic Organisation of a Financial System*, S. 39; *Tuchfeldt*, in: *Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft*, Eintrag „Kapitalmarkt“, unter 2.

den Angebot und Nachfrage nach Kapital in Übereinstimmung gebracht. Das überschüssige Vermögen der Sparer wird den Unternehmen zur Verfügung gestellt. Ihre Ressourcen werden damit der ökonomisch effizientesten Verwendung zugeführt. Der Finanzmarkt ist mit anderen Worten ein Markt, auf dem Kapital gekauft und verkauft werden kann. Dieses Kapital pflegt man in einer bestimmten Geldsumme auszudrücken. Im Gegenzug erhält der Investor Titel, wie Aktien oder Anleihen. Sie ließen sich auch als „Kapitalgüter“ bezeichnen³, doch ist dieser Begriff in den Wirtschaftswissenschaften bereits mit einer anderen Bedeutung besetzt⁴. Daher soll im Folgenden von „Kapitalmarktstiteln“ oder „Finanzmarktstiteln“ die Rede sein.

Finanzmarktstitel hängen eng mit dem Kapital zusammen, denn sie sind die Gegenleistung für die Hingabe von Kapital. Ein weiteres hervorstechendes Kennzeichen ist, dass sie wie andere, körperliche Güter gehandelt werden. Zum Beispiel unterscheidet sich der Börsenkauf einer Aktie nicht wesentlich von dem einer Tonne Weizen. Man kann daher Finanzmarktstitel als Kapital beschreiben, das zu einem handelbaren Instrument geronnen ist.

II. Rechtliche Einordnung

1. Bedürfnis einer einheitlichen rechtlichen Kategorie

Aus juristischer Sicht stellen sich die am Finanzmarkt gehandelten Titel dagegen sehr unterschiedlich dar. Sieht man durch die rechtliche „Brille“, zerfällt die Kategorie des „Kapitals“ in verschiedene Einzelteile. Eine Aktie ist beispielsweise eine Beteiligung an einer Aktiengesellschaft; aus ihr folgen bestimmte mitgliedschaftliche Rechte. Eine Anleihe hingegen ist eine schuldrechtliche Forderung gegen den Emittenten. Ein Investmentanteil kann entweder mitgliedschaftliche oder schuldrechtliche Rechte zum Gegenstand haben.

Häufig ist es allerdings auch für den Juristen notwendig, die am Finanzmarkt angebotenen Produkte unter einem einheitlichen Begriff zusammenzufassen. Das ist insbesondere der Fall, wenn der Kapitalmarkt selbst geregelt werden soll. Dieser ist ein Markt mit besonderen Bedürfnissen, der einheitliche Regelungen erfordert. So muss etwa der Anleger geschützt werden, der Finanzmarktstitel erwirbt, gleichgültig in welches spezifische Produkt er investiert. An die Anbieter auf diesem Markt sind allgemeine Anforderungen zu stellen, die nicht davon abhängen, welche spezifischen Titel sie anbieten. Diesen einheitlichen

³ So der Vorschlag von *Loistl*, Kapitalmarkttheorie, S. 6.

⁴ Unter einem Kapitalgut versteht die Volkswirtschaftslehre alle vom Menschen geschaffenen Güter, die zur Produktion anderer Güter dienen, wie etwa Werkzeuge, Maschinen oder Anlagen. Vgl. *Herbert K. R. Müller*, Grundfragen der Volkswirtschaftslehre, S. 15; *Hagemann*, in: *The New Palgrave*, Eintrag: „capital goods“.

Regelungsinteressen entspricht das „Kapitalmarktrecht“⁵. Es grenzt sich von anderen Rechtsgebieten über den besonderen Markt ab, den es betrifft. Um diesen Markt bestimmen zu können, bedarf es einer Kennzeichnung der auf ihm gehandelten Gegenstände mittels gemeinsamer Merkmale.

Daneben ist eine einheitliche Erfassung von Finanzmarkttitlen auch aus Sicht des allgemeinen Zivilrechts nötig. Denn letzteres entscheidet über grundlegende Fragen wie die Entstehung, die Übertragung und den deliktsrechtlichen Schutz von Rechten. Ordnete man die auf dem Finanzmarkt angebotenen Produkte zivilrechtlich unterschiedlich ein, so würden verschiedene Regeln darüber entscheiden, wie man die Produkte erwirbt oder veräußert und wie der Inhaber vor Eingriffen geschützt wird. Der Investor wäre jedoch verwundert, wenn er erführe, dass der Zeitpunkt seines Erwerbs unterschiedlich ist, je nachdem, ob er sich für eine bestimmte Aktie oder ein Discountzertifikat auf dieselbe Aktie entscheidet. Ebenso wenig verstünde er, dass er Gutgläubenschutz beim Erwerb einer Schuldverschreibung genießt, dagegen nicht bei dem einer Option. Schließlich hat es aus Sicht des Investors keinen Sinn, dass sein Recht in unterschiedlicher Weise gegen Eingriffe Dritter geschützt ist, je nachdem, ob es sich um eine Aktie oder einen Investmentanteil handelt.

Es bedarf daher sowohl aus kapitalmarktrechtlicher als auch aus allgemein zivilrechtlicher Sicht Regelungen, durch die am Finanzmarkt gehandelte Produkte gleichbehandelt werden. Dazu ist es zunächst notwendig, eine einheitliche juristische Kategorie zu finden, in die sich diese Produkte einordnen lassen. Gefragt ist ein dogmatisches Konzept, mit dem sich erklären lässt, worin sie sich ähneln und warum sie einheitlich geregelt werden.

2. Qualifikation als „Wertpapier“

Der deutsche Gesetzgeber versucht, den gemeinsamen Merkmalen der Finanzmarkttitle dadurch Rechnung zu tragen, dass er sie unter dem Begriff „Wertpapier“ zusammenfasst. Diesen verwendet er sowohl im Zivilrecht als auch im Kapitalmarktrecht.

So tauchen Wertpapiere im allgemeinen Zivilrecht an unterschiedlichen Stellen auf. Beispiele bieten § 935 II oder § 1812 I 1 BGB. Dass der Begriff auch im Kapitalmarktrecht eine wichtige Rolle spielt, zeigen einige der wichtigsten Kapitalmarktgesetze, namentlich das „Wertpapierhandelsgesetz“ (WpHG), das „Wertpapier-Prospektgesetz“ (WpPG) und das „Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz“ (WpÜG). Sie führen den Ausdruck schon im Titel. Er ist zugleich das bestimmende Element, mit dessen Hilfe der Anwendungsbereich dieser Gesetze festgelegt wird⁶. Dadurch entsteht der Eindruck, als wäre der

⁵ Vgl. grundlegend *Hopt*, ZHR 140 (1976), 201–235, ZHR 141 (1976), 389–441.

⁶ Vgl. § 1 WpHG, § 1 I WpPG, § 1 WpÜG.

primäre Gegenstand ihrer Regelungen der Handel mit Urkunden. Das Wertpapier wird auf diese Weise zum Dreh- und Angelpunkt des Rechts der Finanzmärkte. Was in der Literatur „Kapitalmarktrecht“ genannt wird, ist für den Gesetzgeber „Wertpapierhandelsrecht“.

§ 2 Begriff des Wertpapiers

I. Allgemeiner Wertpapierbegriff

Mit der Einordnung als Wertpapier greift der Gesetzgeber auf eine althergebrachte Kategorie zurück. Das Konzept des Wertpapiers entstammt dem bürgerlichen Recht. Durch seine Verwendung als Grundbegriff des Kapitalmarktrechts bildet es zugleich die Brücke, über die beide Gebiete miteinander verbunden sind.

Will man das Institut des Wertpapiers im allgemeinen, bürgerlichrechtlichen Sinn näher bestimmen, zeigen sich bald Schwierigkeiten. Obwohl die Figur seit langem bekannt ist, bleibt ihr Inhalt umstritten.

1. Die Definition *Heinrich Brunners*

Die traditionelle Definition geht auf *Heinrich Brunner* zurück. Dieser fasste als Erster verschiedene in der Praxis existierende Erscheinungen unter dem einheitlichen Terminus „Wertpapier“ zusammen. Er definierte dieses als Urkunde über ein Privatrecht, dessen Verwertung durch die Innehabung der Urkunde privatrechtlich bedingt ist¹. Die moderne, aber inhaltsgleiche Version lautet: „Wertpapier ist eine Urkunde, in der ein privates Recht in der Weise verbrieft ist, dass zu seiner Ausübung die Innehabung der Urkunde erforderlich ist“².

Entscheidendes Element der Definition ist zunächst, dass eine Urkunde ausgestellt wurde. Notwendig ist mit anderen Worten ein Schriftstück, also ein körperlicher Gegenstand. Diesen muss der Berechtigte „innehaben“, um sein Recht ausüben zu können. Er muss die Urkunde besitzen, damit er sie nötigenfalls vorlegen kann. Das Wertpapier ist grundsätzlich Vorlegungspapier³.

Die Literatur erläutert die etwas abstrakte *Brunner'sche* Definition anhand der Funktionen, die das Wertpapier im Rechtsverkehr erfüllt. Unterschieden werden insoweit vor allem die Liberations- und die Legitimationsfunktion⁴. Liberationsfunktion bedeutet, dass der Schuldner an den Inhaber des Wertpapiers mit befreiender Wirkung leisten darf. Legitimationsfunktion heißt, dass der

¹ *Brunner*, in: *Endemann*, Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts II, S. 140 (147).

² *Hueck/Canaris*, S. 1; *Richardi*, S. 18 f.; *Zöllner*, S. 18; ebenso bereits *Jacobi*, Grundriß des Rechts der Wertpapiere, S. 11.

³ *Hueck/Canaris*, S. 12. Die Vorlegung ist auch bei den Order- und Rektapapieren erforderlich. Bei ihnen ist die Legitimation jedoch an weitere Voraussetzungen geknüpft, und zwar eine ununterbrochene Indossamentenkette oder eine namentliche Nennung des Berechtigten. Die Vorlegung ist damit zwar nicht hinreichende, aber zumindest notwendige Bedingung, um das verbrieftete Recht geltend machen zu können.

⁴ *Richardi*, S. 19–21; *Zöllner*, S. 22–24; siehe auch *Hueck/Canaris*, S. 10–12.

Gläubiger sein Recht nur mit Hilfe des Wertpapiers nachweisen kann, es sei denn, er hat ein Aufgebotsverfahren eingeleitet. Im Wertpapier müssen beide Funktionen zusammenkommen: Die Vorlegung der Urkunde ist einerseits aus Sicht des Schuldners ausreichend, um befreiend an dessen Inhaber leisten zu können; andererseits ist sie aus Sicht des Gläubigers notwendig, um sein Recht nachzuweisen. Fehlt eines dieser Merkmale, handelt es sich nicht um ein Wertpapier.

2. Die Definition *Eugen Ulmers*

Dagegen hat *Eugen Ulmer* seinen Wertpapierbegriff auf einem anderen Gedanken aufgebaut. Nach ihm handelt es sich um „Urkunden über Vermögensrechte, bei denen die Verfügung über das verbrieftete Recht durch die Verfügung über das Papier erfolgt“⁵. Auf eine bekannte Kurzformel gebracht heißt das, das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier⁶. Dies ist juristisch nicht völlig korrekt, denn auch bei den Wertpapieren kann das Recht ohne Übereignung der Urkunde übertragen werden⁷. Doch handelt es sich bei dem von *Ulmer* aufgestellten Kriterium eher um eine Beschreibung des Normalfalls als um eine zwingende Voraussetzung. Er leitet seine Begriffsbestimmung aus dem Zweck ab, der mit der Ausstellung eines Wertpapiers verfolgt wird. Dieser liege darin, den Umlauf von Rechten zu fördern. Das verbrieftete Recht solle mit dem Papier „von Hand zu Hand wandern können“⁸.

Die Auffassung *Ulmers* ist für das Verständnis des Wertpapiers von entscheidender Bedeutung, da sie den Grund aufdeckt, aus dem Rechte in Urkunden verbrieft werden. Sie ist auch im Ausland weit verbreitet⁹. Die in Deutschland herrschende Meinung lehnt *Ulmers* Definition hingegen ab¹⁰. Doch geht es bei dem bekannten Streit um den Wertpapierbegriff weniger um inhaltliche Differenzen als vielmehr um die Frage, ob es zweckmäßig ist, Rektapapiere im Wertpapierrecht zu behandeln¹¹. Auch die herrschende Meinung leugnet nicht, dass die Verbriefung einer Forderung typischerweise bezweckt, die Möglichkeit ihres Umlaufs zu fördern¹². Man spricht von der „Transportfunktion“ des Wert-

⁵ *Ulmer*, Das Recht der Wertpapiere, S. 21.

⁶ Siehe *Julius v. Gierke*, Das Recht der Wertpapiere, S. 2.

⁷ *Zöllner*, S. 10; vorsichtiger *Hueck/Canaris*, S. 6.

⁸ *Ulmer*, Das Recht der Wertpapiere, S. 21. Vor *Ulmer* hatte sich bereits *Karl Adler* für eine Anknüpfung des Wertpapierbegriffs an die „Negotiabilität“ ausgesprochen, siehe *Adler*, GrünhutsZ 26 (1899), 19 (23).

⁹ Siehe dazu u. S. 156 f.

¹⁰ *Hueck/Canaris*, S. 4; *Richardi*, S. 17; *Zöllner*, S. 19. Vermittelnd *Julius v. Gierke*, Das Recht der Wertpapiere, S. 1 f.

¹¹ *Zöllner*, S. 19; siehe auch *Hueck/Canaris*, S. 4.

¹² Siehe *Zöllner*, S. 22. Als „Zirkulationsmittel“ wird das Wertpapier von *Richardi*, S. 5 bezeichnet.

papiers oder des Indossaments¹³. Weiter wird hervorgehoben, dass Legitimations- und Liberationswirkung letztlich dazu dienen, die Verkehrsfähigkeit des verbrieften Rechts zu stärken¹⁴. Auch die Anwendung sachenrechtlicher Vorschriften einschließlich der über den gutgläubigen Erwerb erfüllte denselben Zweck¹⁵.

3. Synthese

Die Wertpapierrechtstheorien stehen nicht in unversöhnlichem Gegensatz zu einander. Beide beschreiben dieselbe Funktionsweise des Wertpapiers, nur aus unterschiedlicher Entfernung. Während die *Ulmer'sche* Theorie eine Vogelperspektive einnimmt, sieht die *Brunner'sche* wie durch ein Mikroskop auf das juristische Detail. Am besten lassen sich beide Theorien als zwei Elemente eines einheitlichen Wertpapierbegriffs verstehen. Sie können in folgender Weise zusammengefasst werden: Das Wertpapier dient dazu, Rechte umlauffähig zu machen; die Umlauffähigkeit wird dadurch erreicht, dass die Innehabung der Urkunde genügt und erforderlich ist, um die Berechtigung nachzuweisen.

4. Erweiterung um den *numerus clausus*

Zu den beiden genannten Elementen gesellt sich noch ein drittes. Dieses lautet: Nur bestimmten, im Gesetz vorgesehenen Urkunden wird wertpapierrechtliche Wirkung beigemessen. Es herrscht ein *numerus clausus*¹⁶.

Der *numerus clausus* hat zwei Aspekte: den Typenzwang und die Typenfixierung¹⁷. Typenzwang bedeutet, dass Privatpersonen sich nur der gesetzlich vorgesehenen Arten von Wertpapieren bedienen können. Typenfixierung heißt, dass die rechtlichen Wirkungen der Urkunde im Wesentlichen durch Gesetz und nicht durch Parteivereinbarung festgelegt sind.

Teilweise wird der *numerus clausus* auf Orderpapiere begrenzt und für Inhaberpapiere und Rektapapiere abgelehnt¹⁸. Der Grund dafür ist die Sonderentwicklung des Effektenverkehrs, die an späterer Stelle zu erörtern sein wird. Nach herrschender Meinung gilt der *numerus clausus* dagegen allgemein¹⁹. Wertpapier ist danach nur ein Schriftstück, welches das Gesetz als solches ansieht. Dieser Punkt steht mit den beiden von *Heinrich Brunner* und *Eugen*

¹³ Meyer-Cording/Drygala, S. 12 f.; Hueck/Canaris, S. 88 f.

¹⁴ Siehe Hueck/Canaris, S. 11.

¹⁵ Richardi, S. 21; Zöllner, S. 24.

¹⁶ Hueck/Canaris, S. 24; Meyer-Cording/Drygala, S. 16; Zöllner, S. 25 f.

¹⁷ Vgl. für das Sachenrecht Baur/Stürmer, Sachenrecht, § 1 Rdnr. 7; Vieweg/Werner, Sachenrecht, § 1 Rdnr. 5.

¹⁸ Rebfeldt, Wertpapierrecht, S. 10; Richardi, S. 39.

¹⁹ Vgl. Hueck/Canaris, S. 25; Ulmer, Das Recht der Wertpapiere, S. 22; Zöllner, S. 25 f.

Ulmer herausgearbeiteten Merkmalen nicht in Gegensatz, sondern lässt sich mit ihnen verbinden.

5. Zwischenergebnis

Damit können die nach klassischer Ansicht geltenden drei Elemente der Definition des Wertpapiers zusammengefasst werden. Das erste Element besagt, dass Wertpapiere Urkunden sind, die zur Geltendmachung eines Rechts innegehabt werden müssen. Das zweite Element ist, dass Wertpapiere den Umlauf von Rechten fördern. Das dritte Element lautet, dass Wertpapiere nur die im Gesetz vorgesehenen Papiere sind. Es wird sich zeigen, dass alle drei Elemente im Widerspruch zur Realität des Kapitalmarkts stehen²⁰.

II. Kapitalmarktrechtlicher Wertpapierbegriff

Das Kapitalmarktrecht erfasst nur bestimmte Arten von Wertpapieren im vorgenannten Sinn. Es handelt sich um solche, die von einem Emittenten massenhaft mit demselben Inhalt ausgestellt werden und daher vertretbar sind. Wenn kapitalmarktrechtliche Gesetze den Begriff des Wertpapiers verwenden, so meinen sie damit nur diese speziellen Arten²¹. Das allgemeine Wertpapierrecht umfasst dagegen auch individuell ausgestellte Urkunden wie etwa Wechsel oder Scheck. Sie sind geradezu das Paradigma dieses Rechtsgebiets, während massenhaft ausgestellte Urkunden als Sonderform angesehen werden.

1. Gespaltener Wertpapierbegriff

Aus der unterschiedlichen Bedeutung, in welcher der Begriff des Wertpapiers gebraucht wird, ergibt sich eine Zweiteilung im deutschen Recht. Enthält ein Gesetz den Ausdruck, so ist dies mal im allgemeinen, mal im kapitalmarktrechtlichen Sinn gemeint. Die daraus folgende Spaltung des Wertpapierbegriffs widerspricht dem Interesse an terminologischer Klarheit und stiftet Verwirrung. Sie zwingt dazu, die einzelnen Gesetzgebungsakte genau zu studieren, um herauszufinden, welche Titel jeweils gemeint sind. Die Gesetze zum Kapitalmarktrecht zählen abschließend einzelne Arten von erfassten Produkten auf²². Erst durch den Blick in die Definition wird dem Rechtsanwender klar, welche Bedeutung gemeint ist.

²⁰ Siehe u. S. 16 ff.

²¹ Vgl. z.B. § 2 I WpHG, § 2 Nr. 1 WpPG, § 1 I DepotG.

²² Vgl. die Nachweise in voriger Fußn.

Mittlerweile haben sich der kapitalmarktrechtliche und der allgemeine Wertpapierbegriff noch weiter voneinander entfernt. So enthalten verschiedene Finanzmarktgesetze in ihren Begriffsbestimmungen eine Klausel, wonach Wertpapiere vorliegen können, „auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind“²³. Das ist keine bloße Ausweitung des Kreises der erfassten Titel. Vielmehr steht die Klausel in eklatantem Widerspruch zum allgemeinen Wertpapierbegriff, der die Ausstellung von Urkunden zwingend voraussetzt. Darüber hinaus widerspricht die Definition auch dem umgangssprachlichen Sinn des Wortes. Denn es bleibt unerfindlich, wie Wertpapiere geschaffen werden können, ohne dass eine Urkunde ausgestellt wird. Zwar ist der Gesetzgeber an die Umgangssprache nicht gebunden, sondern kann eigene Begriffsbestimmungen aufstellen. Doch bleibt er der allgemeinsprachlichen Bedeutung verpflichtet und kann sich von ihr nur um den Preis entfernen, in eine abstrakte Juristensprache zu verfallen. Ein Wertpapier ohne Urkunde ist eine terminologische Fehlgeburt; es handelt sich um einen Fall einer *contradictio in adjecto*. Der Widerspruch zwischen den beiden Bestandteilen des Begriffs verrät tiefere Divergenzen: Es drängt sich geradezu auf, dass hier mit dem Begriff „Wertpapier“ etwas ganz anderes gemeint ist als im allgemeinen Zivilrecht.

2. Keine konzeptionelle Verselbständigung

In der Literatur ist heute anerkannt, dass sich die Entwicklung im Effektenwesen derart verselbständigt hat, dass die meisten der Regeln des allgemeinen Wertpapierrechts auf Kapitalmarktprodukte unanwendbar sind²⁴. Trotz dieser Besonderheit hat sich der Gesetzgeber bisher davor gehütet, beide voneinander abzutrennen. Vielmehr hält er am einheitlichen Konzept des Wertpapiers fest. Die auf dem Kapitalmarkt gehandelten Produkte sind für ihn eine bloße Teilmenge aus dem Kreis der Wertpapiere im allgemeinen Sinne. Obwohl für sie in Bezug auf bestimmte Aspekte Sondervorschriften bestehen, zum Beispiel für den Handel, seien sie zivilrechtlich gesehen weiterhin Wertpapiere. Aus diesem Grund werden sie auch in den Büchern zum allgemeinen Wertpapierrecht behandelt²⁵. Zu einer Abspaltung des allgemeinen Wertpapierrechts vom Recht des Effektenverkehrs ist es in Deutschland bislang nicht gekommen.

²³ § 2 I 1 WpHG, § 2 II WpÜG.

²⁴ Hueck/Canaris, S. 18.

²⁵ Vgl. z.B. Hueck/Canaris, S. 207–227; Richardi, S. 242–248; Zöllner, S. 172–190.

2. Kapitel

Phänomene des Kapitalmarkts

Verschiedene Phänomene zeigen, wie weit sich das Recht der Finanzmarkttitle vom allgemeinen Wertpapierrecht entfernt hat. Die Urkunde erfüllt nicht mehr die ihr zugedachten Funktionen (§ 3), durch die Internationalisierung des Effektenverkehrs ist die Bedeutung des Wertpapiers weiter zurückgedrängt worden (§ 4), und die explosionsartige Verbreiterung der Produktpalette stellt den *numerus clausus* in Frage (§ 5).

§ 3 Funktionsverlust der Urkunde

Die Urkunde verliert immer mehr von ihrer einstigen Bedeutung als Träger des verbrieften Rechts und Zirkulationsmittel. Der fortschreitende Funktionsverlust von Urkunden im Effektenwesen ist oft beschrieben worden¹. Die Darstellungen erfolgten jedoch stets innerhalb des Systems des geltenden Wertpapierrechts. Eine genauere Analyse zeigt hingegen, dass die Praxis dessen Rahmen bereits verlassen hat.

Die Untersuchung beginnt mit einem kurzen Ausflug in die Geschichte. Zunächst wird erörtert, wie sich das Wertpapier bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts entwickelte. Es ist die Zeit, in der *Heinrich Brunner* seinen Wertpapierbegriff prägte. Die historischen Ausführungen sollen vor allem zeigen, dass dieser Begriff aus der damaligen Situation geboren wurde und das bis dahin Geschehene prägnant auf den Punkt bringt. Kurz danach beginnt sich die Lage jedoch für am Kapitalmarkt gehandelte Papiere dramatisch zu verändern. Um die bei ihnen eintretenden Umwälzungen zu kennzeichnen, eignen sich drei Schlagworte: Immobilisierung, Entindividualisierung und Entmaterialisierung².

¹ Vgl. nur *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 7–22; *Meyer-Cording/Drygala*, S. 20–24; *Kümpel*, WM 1981, Sonderbeil. Nr. 1, S. 17–21; *dens.*, WM 1983, Sonderbeil. Nr. 7, S. 4; *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, S. 131–159; *Than*, in: FS Schimansky, S. 821 (827–832); *Hueck/Canaris*, S. 14–18; *Zöllner*, S. 6f.; *dens.*, in: FS Raiser, S. 249 (251–255); sowie die verschiedenen Beiträge in *Drobnig* (Hrsg.), Abschied vom Wertpapier?.

² Ähnlich *Goode*, in: *The Future of the Global Securities Market*, S. 107 (110).

I. Entwicklung des Wertpapiers bis zur zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts

1. Individuelle Wertpapiere

Als *Brunner* seine Theorie des Wertpapiers veröffentlichte, war die Verbriefung in Urkunden seit langem Gang und Gäbe. Zu seinen Lebzeiten tobte allerdings ein heftiger Streit über die Ursprünge dieser Praxis, der bis heute nicht ganz ausgestanden ist.

Brunner selbst sah als die ersten Wertpapiere Urkunden mit Orderklauseln an, die im Fränkischen Reich im sechsten bis achten Jahrhundert ausgestellt wurden³. Seiner Ansicht zufolge soll es Papiere mit Inhaberklausel seit dem neunten Jahrhundert gegeben haben⁴. Diese hätten der Umgehung der im germanischen Recht geltenden Verbote der prozessualen Stellvertretung und der unmittelbaren Übertragung der Forderung gedient⁵. Beide hätten sich dadurch unterlaufen lassen, dass der Schuldner eine Urkunde ausstellte, in der er sich zur Leistung an den Inhaber oder die darin bezeichnete Person verpflichtete. Diese hätten dann vor Gericht auftreten oder das beurkundete Recht weiterübertragen können.

Nach der romanistischen Gegenauffassung, die namentlich von *Levin Goldschmidt* vertreten wurde, sollen Wertpapiere dagegen schon wesentlich älter sein. Die ersten Urkunden dieser Art habe es bereits in der Antike gegeben. Ihr Zweck sei die Regelung der Rechtsnachfolge gewesen⁶.

Welche Sicht historisch berechtigt ist, die germanistische oder die romanistische, kann an dieser Stelle nicht entschieden werden⁷. Sicher ist jedenfalls, dass die rasante Ausweitung des Wertpapierverkehrs in den Städten Oberitaliens im 12. Jahrhundert begann. Dort liegt nicht nur die Wiege des modernen Bankensystems, sondern auch die des wichtigsten Wertpapiers, des Wechsels.

³ *Brunner*, in: *Endemann* (Hrsg.), Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts, S. 140 (186); *ders.*, Forschungen zur Geschichte des deutschen und französischen Rechts, S. 524–540.

⁴ *Brunner*, in: *Endemann* (Hrsg.), Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts, S. 140 (196).

⁵ *Brunner*, Forschungen zur Geschichte des deutschen und französischen Rechts, S. 598–604.

⁶ Siehe *Goldschmidt*, Handbuch des Handelsrechts I, S. 390; *ders.*, Zeitschrift der Savigny-Stiftung für Rechtsgeschichte (Romanistische Abteilung) 10 (=Zeitschrift für Rechtsgeschichte 23) (1889), 352–396.

⁷ Eingehend dazu *Schultze-von Lasaulx*, Beiträge zur Geschichte des Wertpapierrechts, S. 38–60.

Der Wechsel diente zunächst dazu, Geld einzutauschen⁸, daher die italienische Bezeichnung als „lettera di cambio“, die französische als „lettre de change“ oder die deutsche als „Wechsel“. Ursprünglich war diese Aufgabe von den Wechslern, den Vorläufern der modernen Banken, erfüllt worden, die ausländisches Geld in lokale Währung umtauschten. Diese Art des Devisenverkehrs war einerseits umständlich, andererseits auch riskant, da das benötigte Geld aus dem Ausland mitgebracht werden musste. Zur Lösung des Problems diente eine Urkunde. Bedurfte zum Beispiel ein Kaufmann einer bestimmten Summe ausländischen Geldes, so ließ er sich von seinem Bankier einen Wechsel über die entsprechende Summe in seiner Heimatwährung ausstellen. Diesen übergab er im Ausland einem Bankier, der ihm dafür Geld in lokaler Währung zahlte. Letzterer konnte den Wechsel bei Fälligkeit dem Heimatbankier des Kaufmanns vorlegen und Zahlung in dessen Währung verlangen.

Daneben gab es noch einen anderen Grund für die Ausstellung des Wertpapiers: das Zinsverbot⁹. Das kanonische Recht untersagte den Christen, verzinsliche Darlehen zu gewähren. Durch den Wechsel war es ihnen jedoch möglich, einen Anspruch auf Geld zu begründen, der zeitlich verzögert in einer anderen Währung zu erfüllen war. Im Umtauschkurs ließ sich leicht ein Zinssatz verstecken.

Erst wesentlich später führte man den Scheck ein. Er geht auf die englische Handelspraxis des 17. Jahrhunderts zurück¹⁰. Wechsel und Scheck führten dazu, dass Ansprüche gegen eine bestimmte Person körperlich sichtbar und einem Inhaber zuordenbar wurden. Treffend beschrieben hat diesen Zusammenhang *Johannes Emil Kuntze*:

„Das Papier ist eine leicht herstellbare, leicht transportable und in sich werthlose Mobilie, welche eben dadurch vorzüglich geeignet ist, als Träger und Ausdruck umlaufender Vermögenswerthe zu dienen. Diese Verknüpfung des vorgestellten Werthes mit der körperlichen Skriptur ist das allen Handlungspapieren gemeinsame Merkmal ihres Wesens; jedes Handlungspapier besteht aus zwei Elementen: einem unkörperlichen Werth, auf welchen es im Verkehr eigentlich nicht ankommt, und einem körperlichen Stück, in welchem jeder Werth ausgeprägt wird. In dem Papier findet der ökonomische Werthinhalt seine verkehrsmäßige Gestalt.“¹¹

Die Verbriefung ermöglichte den Verkehr mit Forderungen. Denn die über das Recht ausgestellte Urkunde wurde zum Gegenstand des Handels. Es entstand ein Markt, auf dem sie zu einem bestimmten Preis veräußert werden konnte.

⁸ Vgl. *Kuntze*, Deutsches Wechselrecht, S. 30; *Liebe*, Entwurf einer Wechselordnung für das Herzogthum Braunschweig, S. 39, unter Hinweis auf *Frémery*, Etudes de droit commercial, S. 87–109; *Persil*, De la lettre de change et du billet à ordre, S. 7.

⁹ Vgl. *Lévy-Bruhl*, Histoire de la lettre de change en France aux XVIIe et XVIIIe siècle, S. 22 f.

¹⁰ Vgl. *Zöllner*, Wertpapierrecht, S. 159.

¹¹ *Kuntze*, Deutsches Wechselrecht, S. 18.

Dies hatte zugleich zur Folge, dass ihr besonderer Wert zukam. Von einer bloßen Anweisung an einen Dritten und einem Beweismittel für die Verpflichtung des Ausstellers verwandelte sich die Urkunde daher in einen Vermögensgegenstand. Sie wurde zum Wertpapier, wie *Heinrich Brunner* später mit seiner Begriffsbestimmung treffend hervorhob.

2. Finanzmarkttitel

Auch massenhaft ausgestellte Finanzmarktpapiere waren zur Zeit *Brunners* lange bekannt. Seit dem 16. Jahrhundert wurden Aktien in Urkundenform durch Gesellschaften begeben. Die erste von ihnen war die Niederländische Ostindien Kompagnie (*Vereenigde Oostindische Compagnie*)¹². Die staatliche Emission von Anleihen in Form übertragbarer Papiere war ebenfalls gängige Praxis¹³. In beiden Fällen diente die Verbriefung in einer Urkunde dazu, einen unkörperlichen Anspruch sichtbar zu machen.

Allerdings wurden gerade bei massenhaft gehandelten Titeln nicht immer Papiere ausgestellt. Vielmehr gab es schon damals ein alternatives System, das der Registratur. Die Niederländische Ostindien Kompagnie gab beispielsweise keine Anteilscheine aus, sondern ließ die Anteilsinhaber in die Bücher der Handelskammern eintragen¹⁴. Die Gläubiger von Staatsanleihen wurden in manchen Ländern ebenfalls in ein öffentliches Buch eingeschrieben. Dieses sogenannte System der Inskriptionen herrschte zum Beispiel in Frankreich¹⁵. Allerdings erkannte man den Eintragungen keinerlei zivilrechtliche Wirkung zu, sondern sah ihre Funktion zunächst lediglich in der Ordnung und Kontrolle der Verwaltung¹⁶.

Trotz der Tendenzen zur gesonderten Behandlung folgten individuell und massenhaft ausgestellte Urkunden bis zur zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts weitgehend ähnlichen Grundsätzen. Um die in ihnen verbrieften Rechte geltend zu machen, musste sie der Inhaber dem Gläubiger vorgelegen. Das war zweifellos der Grund, aus dem *Brunner* diese Titel mit den individuell ausgestellten unter einem Begriff vereinte.

¹² Dazu *Schmitt/Schleich/Beck* (Hrsg.), *Kaufleute als Kolonialherren: Die Handelswelt der Niederländer vom Kap der Guten Hoffnung bis Nagasaki 1600–1800*, S. 7–9.

¹³ Dazu v. *Gönnner*, *Von Staats-Schulden, deren Tilgungs-Anstalten und vom Handel mit Staatspapieren*, S. 1–88.

¹⁴ *Schmitt/Schleich/Beck* (Hrsg.), *Kaufleute als Kolonialherren: Die Handelswelt der Niederländer vom Kap der Guten Hoffnung bis Nagasaki 1600–1800*, S. 9.

¹⁵ Siehe u. S. 61 f.

¹⁶ v. *Gönnner*, *Von Staats-Schulden, deren Tilgungs-Anstalten und vom Handel mit Staatspapieren*, S. 231.

II. Immobilisierung

Ab der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts entwickelten sich die Effekten gesondert von Wechsel und Scheck. Infolge des wirtschaftlichen Aufschwungs und der zunehmenden Industrialisierung kam es zu einer schwunghaften Steigerung des Umlaufs von Aktien und Obligationen. Der Effektenhandel wurde zum Massenverkehr. Dabei entpuppte sich das ursprünglich zur Erleichterung des Verkehrs erdachte Wertpapier als Hindernis. Insbesondere bereitete die physische Übergabe der Urkunden als Voraussetzung der Übertragung große Probleme. Denn im Massenverkehr hätten Hunderte oder Tausende Papiere gleichzeitig den Besitzer wechseln müssen. Die Reaktion der Praxis darauf war die Immobilisierung.

Immobilisierung bedeutet, dass sich das Wertpapier stets am selben Ort befindet. Es läuft nicht mehr um, sondern wird unbeweglich. Damit verliert es eine seiner wichtigsten Funktionen: Weil es nicht mehr von Hand zu Hand übergeben wird, dient es nicht mehr als Zirkulationsmittel für die in ihm verbrieften Rechte.

1. Fremdverwahrung

Die Immobilisierung des Wertpapiers beginnt mit dessen Fremdverwahrung. Aus Gründen der Sicherheit und der Bequemlichkeit ließen die Inhaber von Effekten ihre Urkunden durch andere verwahren, und zwar durch Banken oder durch andere Geschäftsleute. Man sprach von „Massenverwahrern“. Meist verwahrten sie die Urkunden nicht nur, sondern erwarben sie auch in einem ersten Schritt als Kommissionär für Rechnung ihrer Kunden.

Eine Besonderheit der Verwahrung ergab sich aus den Geschäftsbedingungen der Verwahrer. Sie sahen häufig vor, dass bei der Beendigung des Verwahrungsvertrags nicht die hinterlegten Stücke herauszugeben seien, sondern nur gleichartige¹⁷. Die Bedeutung dieser Klausel war allerdings ungeklärt¹⁸. Man stritt insbesondere darüber, ob der Hinterleger mit der Einwilligung in die Geschäftsbedingungen auf sein Eigentum an den eingelieferten Wertpapieren verzichtete. Wäre dies der Fall gewesen, hätte er sein Aussonderungsrecht im Konkurs des Verwahrers verloren. Dogmatisch ließ sich die Frage auf folgendes Problem zuspitzen: Steht dem Kunden des Verwahrers ein dingliches oder ein obligatorisches Recht an den eingelagerten Gegenständen zu? Lange Zeit wurde darauf keine eindeutige Antwort gegeben.

¹⁷ Vgl. *Carmen Buxbaum*, Anlegerschutz zwischen Bankbedingungen und Rechtsnormen, S. 32–38.

¹⁸ *Carmen Buxbaum* a.a.O., S. 33 f.; *Riesser/Bernstein*, Das Bankdepotgesetz, § 2 Anm. 2.

Die ungeklärte Rechtslage begünstigte Missbräuche bei der Führung des Sammeldepots. Einige private Massenverwahrer nutzten Depotbestände ihrer Kunden zur Spekulation an der Börse. Die Gerüchte darüber führten zunächst zum Verlust von Vertrauen und danach zum Abzug hinterlegter Wertpapiere durch die Kunden. Daraufhin brachen im Jahre 1891 kurz hintereinander zwei bedeutende Berliner Banken zusammen¹⁹. Das Privatpublikum wurde in erheblicher Weise geschädigt.

Im Jahre 1896 reagierte der Gesetzgeber. Er verabschiedete ein „Gesetz betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Werthpapiere“²⁰. Dieses auch als „Bankdepotgesetz“ bezeichnete Gesetzeswerk enthält allerdings keine Äußerung zu den Eigentumsverhältnissen. Vielmehr handelt es sich um einen eigenartigen Vorläufer des modernen Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen: Das Gesetz stellte bestimmte Anforderungen an die Einbeziehung der Klausel, durch die der Verwahrer sich ermächtigen ließ, statt der hinterlegten gleichartige Wertpapiere zurückzugewähren. Dazu verlangte es eine für jedes Geschäft einzeln ausgesprochene ausdrückliche und schriftliche Erklärung des Hinterlegers²¹. Die gleiche Anforderung stellte es an die entsprechende Ermächtigung durch einen Verpfänder. Damit sollte einerseits den Verwahrern die Behauptung abgeschnitten werden, sie könnten über die eingelagerten Wertpapiere auch ohne solche Ermächtigung verfügen²². Vor allem aber sollte die klauselmäßige Einführung des *depositum irregulare* verhindert werden²³.

Das *depositum irregulare* ist eine Form des Verwahrungsvertrags, bei welcher der Verwahrer nicht die Herausgabe des eingelagerten, sondern nur eines gleichartigen Gegenstands schuldet. Die Vertragsart hat seit der Rezeption des römischen Rechts eine wechselvolle Geschichte hinter sich²⁴. Das BGB, das im selben Jahr wie das Bankdepotgesetz verabschiedet wurde, steht ihr kritisch gegenüber: Es unterstellt die „unregelmäßige Verwahrung“ in § 700 BGB den Darlehensvorschriften und nicht denen über den Verwahrvertrag.

Anders als im BGB wurde für den Effektenbereich eine Qualifikation des *depositum irregulare* als Darlehen jedoch allgemein abgelehnt. Ausschlaggebend war dafür folgendes Argument: Die Hinterleger wollten „nicht etwa ein Kapital hingeben, dessen Wert zurückzugeben wäre, nicht etwa ein Kreditgeschäft machen ... sondern sie wollen einen Verwahrungsvertrag abschließen“²⁵.

¹⁹ Vgl. *Carmen Buxbaum*, Anlegerschutz zwischen Bankbedingungen und Rechtsnormen, S. 16 f.

²⁰ Gesetz v. 5. 7.1896, RGBl. 1896, 183.

²¹ § 2 des Gesetzes v. 5.7.1896.

²² *Riesser/Bernstein*, Das Bankdepotgesetz, § 2 Anm. 1.

²³ *Ruth*, Das Depotgesetz und seine Reform, S. 14.

²⁴ Dazu *Niemeyer*, *Depositum irregulare*, S. 111–134.

²⁵ *Riesser/Bernstein*, Das Bankdepotgesetz, § 2 Anm. 7 a).

Damit sollte es unmöglich gemacht werden, dass der Verwahrer die Vermögenswerte für eigene Zwecke nutzte.

Dennoch war es schon aus praktischen Gründen notwendig, andere als die hinterlegten Urkunden zurückgeben zu können. Dieses Bedürfnis setzte sich in der Folgezeit durch. Obwohl das Bankdepotgesetz die Einführung des *depositum irregulare* erschweren sollte, konnte es dessen Aufkommen im Effektenwesen nicht verhindern. Paradoxerweise trug es vielmehr selbst zu seiner Verbreitung bei, enthielt es doch erstmals eine eindeutige rechtliche Grundlage für diese Konstruktion. Der Gesetzgeber erkannte durch das Gesetz aus dem Jahre 1896 implizit an, dass der Schuldner eines Verwahrungsvertrags auch andere, gleichartige Papiere zurückgeben kann, ohne dass sich die Rechtsnatur des Vertrags ändert. Das *depositum irregulare* war damit als zulässige Verwahrform für Wertpapiere etabliert. Geschuldet wurde bei Einfügung der entsprechenden Klausel nicht die Rückgabe einer bestimmten Urkunde, sondern gleichartiger Gegenstände. Das erlaubte dem Verwahrer, sich die Wertpapiere des Hinterlegers anzueignen. Gleichzeitig verlor die individuelle Urkunde an Bedeutung.

2. Sammelverwahrung

Der nächste Schritt zur Immobilisierung der Wertpapiere war deren Sammelverwahrung. Die Urkunden wurden nicht mehr bei verschiedenen Verwahrern, sondern zentralisiert an einem Ort gelagert. Diese Methode verwendete man zuerst bezüglich der eigenen Titel der Banken. Im Jahre 1873 richtete der Wiener Giro- und Kassenverein ein zentrales Sammeldepot ein, bei dem fast alle in Wien ansässigen Banken ihre Wertpapierbestände aufbewahrten²⁶. Dem österreichischen Beispiel wollte in Preußen die Bank des Berliner Kassen-Vereins folgen. Die Einrichtung eines dauerhaften Depots gelang jedoch wegen der Wirtschaftskrise und verschiedener technischer Schwierigkeiten erst im Jahre 1882²⁷. Dort lagerte man zunächst nur die Bestände der Berliner Banken ein²⁸. Der entscheidende Schritt wurde Mitte der zwanziger Jahre des 20. Jahrhunderts getan, als die Banken auch die Depots ihrer Kunden auf die Bank des Kassen-Vereins übertrugen²⁹. Von da an begann sich die Sammelverwahrung als übliche Verwahrform für Wertpapiere durchzusetzen.

Das Bankdepotgesetz von 1896 sah die Möglichkeit der gesammelten Aufbewahrung noch nicht vor. Es schloss sie aber auch nicht aus. Vielmehr ging man in der Literatur davon aus, dass die implizite Anerkennung des *depositum irre-*

²⁶ *Than*, in: FS Heinsius, S. 821 (827).

²⁷ *Delorme*, Die Wertpapiersammelbanken, S. 10.

²⁸ *Heinsius/Horn/Than*, § 5 Rdnr. 3; *Than*, in: FS Heinsius, S. 821 (827).

²⁹ Vgl. *Erlanger*, Eigentumserwerb beim Effektensammeldepot, S. 5; *Carmen Buxbaum*, Anlegerschutz zwischen Bankbedingungen und Rechtsnormen, S. 371; *Büchner*, Die treuhandrechtliche Organisation des Effektengiroverkehrs, S. 21.

gulare die Möglichkeit einer Sammelverwahrung mitumfasste³⁰. Denn wenn es dem Hinterleger möglich war, sogar auf die Rückgabe seiner individuellen Wertpapiere zu verzichten und statt ihrer die Herausgabe anderer, gleichartiger Papiere zu akzeptieren, so musste er erst recht den Verwahrer zur gesammelten Aufbewahrung seiner Titel mit anderen Wertpapieren ermächtigen können.

Die rechtlichen Verhältnisse am Sammelbestand schienen für den Hinterleger zunächst eher günstig: Zwar hatte er keinen Anspruch auf Rückgabe individueller Wertpapiere, dafür erlangte er jedoch einen Anteil am Sammelbestand. Auf den ersten Blick wurde seine rechtliche Stellung dadurch gestärkt. Denn statt das Eigentum an den Wertpapieren ganz aufzugeben, stimmte er nur der Vermischung mit anderen zu.

Allerdings waren die juristischen Folgen der Vermischung alles andere als selbstverständlich. Nahe lag es, insoweit § 948 II BGB anzuwenden. Dann wäre jedoch das Miteigentum der Hinterleger von der Unverhältnismäßigkeit der Kosten der Trennung abhängig gewesen. Da sich diese nur im Einzelfall beurteilen ließ, war die Rechtslage mit Unsicherheit belastet³¹. Den Bedürfnissen der Verwahrer entsprach es außerdem, den Eigentumsübergang nicht erst mit der Vermischung, sondern bereits mit der Einlieferung der Wertpapiere eintreten zu lassen³². Darüber hinaus hätte die Miteigentumlösung die Anwendung der Vorschriften über die Bruchteilsgemeinschaft in §§ 742–758 BGB zur Folge gehabt. Die Rückgabe von Wertpapieren wäre danach praktisch unmöglich gewesen, weil die Teilhaber nach § 747 S. 2 BGB über den gemeinschaftlichen Gegenstand nur gemeinsam verfügen können; es hätte also der Zustimmung aller Hinterleger bedurft, um einem von ihnen Wertpapiere herauszugeben.

Die vom Gesetz vorgesehen Rechtsfolgen waren daher mit den praktischen Notwendigkeiten der Sammelverwahrung nur schwer zu vereinbaren. Zum Teil wurde deshalb ein vertraglich begründetes Miteigentum befürwortet³³. Für dieses gab es allerdings keine hinreichende rechtliche Grundlage. Auf der anderen Seite hätte eine rein schuldrechtliche Konstruktion die Position der Hinterleger zu sehr beeinträchtigt. Denn deren Schutz hing davon ab, ob ihnen ein dingliches Recht an den Wertpapieren zustand oder nicht.

Den Durchbruch erzielte ein 1924 und 1925 erstelltes Gutachten zweier Justitiare der Deutschen Bank, *Hans Schultz* und *Georg Opitz*³⁴. Darin zeigten sie auf, wie die Sammelverwahrung rechtlich ausgestaltet werden musste, um den praktischen Bedürfnissen der Banken zu genügen und gleichzeitig den Hinterlegern dinglichen Schutz zu gewähren.

³⁰ *Riesser/Bernstein*, Das Bankdepotgesetz, Anm. 8, Nr. 2 c.

³¹ *Riesser/Bernstein* a.a.O., Anh. z. § 2 Anm. A.

³² *Riesser/Bernstein* a.a.O., Anh. z. § 2 Anm. A, Fußn. 1.

³³ *Riesser/Bernstein* a.a.O., Anh. z. § 2 Anm. A.

³⁴ Abgedruckt in: *BankArch* 24 (1942/43), Sonderbeil. Nr. 16.

Das Gutachten von *Schultz* und *Opitz* bildete die Grundlage für das 1937 erlassene „Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren“, kurz: Depotgesetz³⁵. Es enthält erstmals Regelungen über die Sammelverwahrung³⁶. Auch das im alten Gesetz vorgesehene *depositum irregulare* nimmt es als „Tauschverwahrung“ wieder auf³⁷.

Die Regelform der Verwahrung nach dem Depotgesetz ist jedoch eine andere. In seinem § 2 S. 1 verpflichtet es den Verwahrer, die Wertpapiere grundsätzlich unter äußerlich erkennbarer Bezeichnung jedes Hinterlegers gesondert von seinen eigenen Beständen und von denen Dritter aufzubewahren. Man spricht insoweit von „Sonderverwahrung“ oder „Streifbandverwahrung“, weil in der Praxis die gesondert aufbewahrten Papiere des Hinterlegers mit einem Streifband gekennzeichnet werden³⁸.

Die Sonder- oder Streifbandverwahrung entspricht dem herkömmlichen Dogma des Eigentums an den einzelnen hinterlegten Wertpapieren, das durch die Trennung von den Papieren anderer gesichert werden soll. Doch macht das Depotgesetz sogleich zwei Ausnahmen von der Pflicht zur gesonderten Aufbewahrung. Einerseits erlaubt es in § 3 I 1 dem Verwahrer, die Wertpapiere auch ohne besondere Ermächtigung des Hinterlegers einem Dritten zur Verwahrung anzuvertrauen. Das Gesetz nennt diesen Fall die „Drittverwahrung“. Zum anderen darf der Verwahrer nach § 5 I 1 DepotG die Papiere einer zentralen Stelle, der Wertpapiersammelbank³⁹, zur Sammelverwahrung anvertrauen, soweit es sich um vertretbare Papiere handelt, die für die Sammelverwahrung zugelassen sind. Dazu bedarf er ebenfalls keiner besonderen Ermächtigung seitens des Hinterlegers; dieser kann die Sammelverwahrung nur dadurch verhindern, dass er die gesonderte Aufbewahrung verlangt⁴⁰.

Durch Dritt- und Sammelverwahrung wird der Verwahrer zum bloßen Zwischenverwahrer, das heißt, er bewahrt die Urkunden nicht mehr selbst auf. Die Folgen sind weitgehend losgelöst von der wertpapierrechtlichen Dogmatik. So fingiert § 4 I 1 DepotG bei der Drittverwahrung die Kenntnis des Dritten vom Eigentum des Hinterlegers. Dadurch wird verhindert, dass ein Außenstehender gemäß §§ 932–934 BGB das Eigentum oder gemäß §§ 1207, 932, 934 BGB ein Pfandrecht an den Papieren gutgläubig erwerben kann. Die Urkunde wird also den für Wertpapiere normalerweise geltenden Regeln entzogen.

Noch einschneidender sind die Rechtsfolgen der Sammelverwahrung. Der Hinterlegende verliert gemäß § 6 I 1 DepotG mit der Einlieferung seiner Stücke das Eigentum an den Urkunden und erhält stattdessen einen Miteigentumsan-

³⁵ Gesetz v. 4.2.1937, RGBl. 1937 I, 171.

³⁶ Vgl. §§ 5–9 DepotG.

³⁷ §§ 10 f. DepotG.

³⁸ *Delorme*, Die Wertpapiersammelbanken, S. 10; *Kümpel*, Rdnr. 11.21.

³⁹ Zum Begriff § 1 III DepotG.

⁴⁰ Vgl. § 5 I 1 DepotG a.E.

teil am Sammelbestand. Diese Umwandlung erfolgt unabhängig vom Willen des Hinterlegers durch besondere Anordnung des Gesetzes. Zu einem Wieder-aufleben des Eigentums an individuellen Sachen kommt es nur noch dann, wenn der Hinterleger von der ihm durch das Gesetz eingeräumten Möglichkeit Gebrauch macht und die Auslieferung einzelner Urkunden verlangt⁴¹. Doch ist dies von geringer Bedeutung, da die Anleger praktisch nur selten die Auslieferung begehren. Mit dem Anspruch darauf stellt der Gesetzgeber lediglich sicher, dass der Hinterleger die gesamte Zeit den Eindruck hat, die Urkunden seien vorhanden und er könne tatsächlich über sie verfügen.

Festzuhalten bleibt an dieser Stelle, dass die durch das Depotgesetz zugelassene Sammelverwahrung zu einer Entfernung vom klassischen Wertpapierrecht geführt hat. Der Anleger hält keine Urkunde mehr in den Händen, die er übertragen könnte. Zu einer Herausgabe individueller Stücke kommt es praktisch kaum noch. Das Papier wird durch einen ideellen Miteigentumsanteil am Sammelbestand ersetzt. Die Konstruktion des Wertpapierrechts ist damit bereits fast vollständig verlassen.

3. Effektingiroverkehr

Da der Berechtigte bei der Fremd- und der Sammelverwahrung die Effekten nicht mehr in den Händen hält, mussten andere Wege zur Übertragung seines Rechts gefunden werden. Die Ursprünge liegen abermals im Verkehr zwischen den Banken. Diese errichteten im Jahre 1869 den „Liquidationsverein für Zeitgeschäfte an der Berliner Fondsbörse“⁴². Er verrechnete Wertpapiergeschäfte seiner Mitglieder miteinander, wodurch die Notwendigkeit entfiel, jedes Geschäft einzeln durchzuführen. Die sich bei der Verrechnung ergebenden Spitzen musste man jedoch weiterhin mit der Lieferung einzelner Urkunden erfüllen. Das änderte sich, als der Berliner Kassen-Verein im Jahre 1872 seine Bereitschaft erklärte, die effektiv zu liefernden Wertpapiere in Verwahrung zu nehmen und statt ihrer Depotscheine herauszugeben⁴³. Nunmehr konnte man insgesamt auf die Lieferung einzelner Stücke verzichten. An die Stelle der physischen Bewegung von Aktien trat ein weitreichendes Verrechnungssystem, das man in Anlehnung an den Geldgiroverkehr als „Effektingiroverkehr“ bezeichnet.

Der zunächst auf den Interbankenhandel beschränkte Effektingiroverkehr dehnte sich zunehmend auch auf das Verhältnis zwischen den Banken und ihren Kunden aus. Das wurde möglich, weil die Bank, soweit sie für ihre Kunden als Kommissionär Effekten einkaufte, von der Pflicht zur Auslieferung konkre-

⁴¹ § 7 I DepotG.

⁴² *Heinsius/Thorn/Than*, DepotG, § 5 Rdnr. 2.

⁴³ Ebda.

ter Stücke befreit wurde. Der Ansatz dazu fand sich bereits im Bankdepotgesetz von 1896. Sein § 3 I 1 entband den Kommissionär, welcher Wertpapiere in Empfang nimmt, von der Verpflichtung, diese körperlich an den Kommittenten weiterzuleiten. Stattdessen musste er lediglich ein Stückeverzeichnis übersenden. In § 7 I 1 des Gesetzes war vorgesehen, dass mit der Übersendung des Stückeverzeichnisses das Eigentum an den Wertpapieren auf den Kommittenten übergeht.

Ein solcher Rechtsübergang ist mit dem allgemeinen Wertpapierrecht unvereinbar. Denn dieses verlangt für den Übergang des Eigentums an den Urkunden neben der Einigung die Übergabe oder einen Ersatz im Sinne der §§ 929–931 BGB⁴⁴. Allenfalls könnte man die Übersendung des Stückeverzeichnisses als einen Antrag auf Begründung eines Besitzkonstituts im Sinne des § 930 BGB ansehen. Dazu bedürfte es allerdings nicht nur der Übersendung, sondern auch des Zugangs des Stückeverzeichnisses beim Kommittenten; außerdem müsste letzterer das Angebot annehmen. Verzichtet man auf solche gekünstelten Konstruktionen, so tritt klar vor Augen, dass die Übersendung des Stückeverzeichnisses die Übergabe der körperlichen Urkunde rechtlich ersetzt.

Das Depotgesetz von 1937 übernimmt die Regelung des alten Bankdepotgesetzes in § 18 III. Es sieht allerdings noch eine weitere Übertragungsvariante vor. In seinem § 24 I räumt es dem Kommissionär die Möglichkeit ein, dem Kommittenten nicht mehr das Eigentum an bestimmten Wertpapieren zu übertragen, sondern ihm an seiner Stelle Miteigentum am Sammelbestand einer Wertpapiersammelbank zu verschaffen. Dazu bedarf er nicht einmal einer Ermächtigung seitens des Kunden. Lediglich dann, wenn der Kommissionär ihm Miteigentum am Sammelbestand eines nicht als Wertpapiersammelbank zugelassenen Verwahrers verschaffen will, muss er sich seine Zustimmung einholen⁴⁵. Die Regelung des § 24 I DepotG kann man als Verlängerung der Sonderregelung der Sammelverwahrung in den Bereich der Effektenkommission hinein ansehen. Bemerkenswert ist die im Gesetz vorgesehene Art des Eigentumsübergangs: Der Kommittent erlangt das Miteigentum dadurch, dass der Kommissionär einen Übertragungsvermerk in sein Verwahrungsbuch einträgt⁴⁶. Die Eintragung im Verwahrungsbuch tritt also an die Stelle der Übersendung des Stückeverzeichnisses, die ihrerseits die Übergabe effektiver Urkunden ersetzt. Es ist leicht zu sehen, wie weit sich das Gesetz damit vom klassischen Modell der Übertragung von Wertpapieren entfernt hat.

Allerdings lässt § 24 II 1 DepotG ausdrücklich einen früheren Rechtsübergang nach den „Bestimmungen des Bürgerlichen Rechts“ zu. Die ganz herrschende Meinung nimmt einen solchen früheren Eigentumsübergang nach den

⁴⁴ Hueck/Canaris, S. 88; für Inhaberpapiere ebenso Zöllner, S. 24, mit abweichender Position für Orderpapiere S. 85.

⁴⁵ § 24 I, Halbs. 2 DepotG.

⁴⁶ § 24 II DepotG.

§§ 929–931 BGB an und lässt damit die Regelung des § 24 II 1 DepotG praktisch leerlaufen⁴⁷. Die Einzelheiten der Übertragung nach bürgerlichem Recht sind allerdings heftig umstritten und an anderer Stelle zu erörtern⁴⁸. Schon hier ist festzuhalten, dass eine körperliche Übergabe der Urkunde auch nach herrschender Lehre nicht stattfindet. Sie ersetzt sie durch die Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses seitens der Wertpapiersammelbank vom Veräußerer auf den Erwerber. Auch diese Art des Eigentumsübergangs unterscheidet sich grundlegend von der Modellvorstellung des allgemeinen Wertpapierrechts.

4. Überwindung der Vorlegung

Durch den Effektingiroverkehr waren Banken und Anleger im Fall der Übertragung von der Notwendigkeit der Übergabe körperlicher Urkunden befreit. Dennoch entstand immer noch erheblicher Aufwand, wenn die verbrieften Rechte gegenüber den Emittenten zum Fälligkeitstermin geltend gemacht wurden. Denn dazu ist es nach den allgemeinen wertpapierrechtlichen Grundsätzen notwendig, die Urkunden aus der Verwahrung zu nehmen, um sie dem Emittenten vorzulegen. Die Vorlagepflicht betrifft zum einen den sogenannten Mantel, welcher den Inhalt des verbrieften Rechts wiedergibt. Daneben existiert der „Bogen“, auf dem die Zins- oder Dividendenkupons abgedruckt sind. Von diesem müssten die jeweils fälligen Kupons abgetrennt und dem Emittenten ausgehändigt werden. Das bereitet im Massenverkehr Schwierigkeiten, weil viele Millionen Papiere gleichzeitig fällig werden. Eine Zahl mag die Ausmaße des Problems illustrieren: Im Jahre 1988 musste der Frankfurter Kassenverein rund 49 Millionen Kupons von den Bögen trennen⁴⁹.

Die Praxis hat auch hierfür eine Lösung gefunden. Die Emittenten verzichten gegenüber der Wertpapiersammelbank – in Deutschland gibt es derzeit nur eine einzige, die *Clearstream Banking AG* mit Sitz in Frankfurt am Main – in aller Regel auf die Vorlegung⁵⁰. Sie zahlen auch ohne Vorlage des Mantels aus, wenn die Sammelbank eine Bestätigung über die vorhandenen Bestände einreicht⁵¹. Auch bezüglich der Zins- und Dividendscheine vertrauen die Emittenten ganz der Wertpapiersammelbank: Sie begnügen sich damit, dass diese die Kupons von den Bögen abtrennt und selbst vernichtet⁵².

⁴⁷ *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 48; *dies.*, WM 2001, 7 (12); *Horn*, WM 2002, Sonderbeil. Nr. 2, S. 12; *Kümpel*, Rdnr. 11.416; *Schlegelberger/Hefermehl*, HGB, § 406 Rdnr. 327. In dieser Richtung auch *Koller*, DB 1972, 1905 (1907).

⁴⁸ Siehe u. S. 388 ff.

⁴⁹ *Kessler*, Kreditwesen 1990, S. 126 (128).

⁵⁰ *Kümpel*, WM 1981, Sonderbeil. Nr. 1, S. 3–12; *Franke*, DB 1983, 377 (378).

⁵¹ *Koller*, in: *Bundesminister der Justiz* (Hrsg.), Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts II, S. 1427 (1493).

⁵² *Delorme*, Die Wertpapiersammelbanken, S. 58.