

ULRICH SEGNA

Bucheffekten

Jus Privatum

225

Mohr Siebeck

JUS PRIVATUM

Beiträge zum Privatrecht

Band 225



Ulrich Segna

Bucheffekten

Ein rechtsvergleichender Beitrag zur Reform
des deutschen Depotrechts

Mohr Siebeck

Ulrich Segna, geboren 1969; Studium der Rechtswissenschaft in Osnabrück; Referendariat in Berlin (Stationen u. a. beim Bundesverfassungsgericht und im Bundesministerium der Justiz); 2001 Promotion; 2002–03 Referent beim Bundesverband deutscher Banken e. V.; 2003–09 Juniorprofessor für Zivilrecht mit dem Schwerpunkt deutsches und europäisches Gesellschaftsrecht an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt a. M.; 2009–14 Assistant chercheur an der Universität Luxemburg; 2013 Habilitation in Frankfurt a. M.; 2014/2015 Lehrstuhlvertretung an der Universität Heidelberg; seit 2015 Professor an der EBS Universität für Wirtschaft und Recht in Wiesbaden, Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Recht der Non-Profit-Organisationen.

ISBN 978-3-16-153012-8 / eISBN 978-3-16-153232-0

DOI 10.1628/978-3-16-153232-0

ISSN 0940-9610 / eISSN 2568-8472 (Jus Privatum)

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

© 2018 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

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 die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen gesetzt und auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Großbuchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Eine Depotkundin stellte an mich die Frage: „Anscheinend handelt es sich beim Sammeldepot um eine recht verwickelte Angelegenheit?“ Ich antwortete mit folgendem Beispiel: „Denken Sie sich, Ihnen und Ihrer Flurnachbarin werden je 5000 Kohlenbriketts angeliefert und es fehlt Ihnen beiden an Kellerraum. Der Hauswirt er bietet sich, die 10.000 Briketts in seinem Kohlenkeller einzulagern und von diesem gemeinsamen Vorrat jeder von Ihnen bis zu 5000 Stück Briketts auf Verlangen auszuhändigen. Sie finden diese Lösung herrlich, haben mit ihrer Nachbarin zusammen einen gut verwahrten Vorrat von 10.000 Briketts; jeder von Ihnen gehört die Hälfte davon, und Sie sind jederzeit in der Lage, ihren Anteil von 5000 Stück je nach Bedarf ganz oder teilweise abzurufen. So liegt das auch beim Wertpapier-Sammeldepot.“ Hier auf die Depotkundin: „Na, das ist aber doch recht einfach. Und darüber zerbrecht Ihr Juristen Euch die Köpfe?“ Ich konnte nur entgegnen: „Ja, Wertpapiere sind schließlich eben keine Briketts.“

(Einführende Anekdote aus dem Vortrag von Georg Opitz „Der stückelose Effektenverkehr, ein Gegenstück zum bargeldlosen Zahlungsverkehr“, gehalten am 4. Februar 1927 an der Universität Frankfurt am Main, abgedruckt in: Opitz, Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen, 1954, S. 94–115)

Vorwort

Die Arbeit hat im Sommersemester 2013 dem Fachbereich Rechtswissenschaft der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main als Habilitationsschrift vorgelegen. Aus Anlaß der Veröffentlichung habe ich die neuesten Publikationen zum Thema eingearbeitet und etliche Passagen mit Rücksicht auf die jüngsten Entwicklungen im Bereich der Wertpapierverwahrung und -abwicklung aktualisiert, ohne daß sich freilich die Notwendigkeit gezeigt hätte, etwas an den Hauptthesen und -argumenten der Untersuchung zu ändern. Berücksichtigt wurden insbesondere die Vorgaben der Zentralverwahrer-Verordnung (EU) Nr. 909/2014, die Anpassungen des schweizerischen Rechts durch das am 1. Januar 2016 in Kraft getretene Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) und die Änderungen in den Abwicklungsabläufen infolge des Anschlusses der *Clearstream Banking AG* an „TARGET2 Securities (T2S)“. Das Buch befindet sich auf dem Stand 1. November 2017. Die zitierten Internetseiten wurden letztmalig an diesem Tag abgerufen. Die Neuenummerierung des Wertpapierhandelsgesetzes durch das 2. Finanzmarktnovellierungsgesetz (2. FiMaNoG) zum 3. Januar 2018 ist bereits eingearbeitet.

Mein erster Dank gilt meinem akademischen Lehrer, Prof. Dr. Dres. h. c. Theodor Baums. Er hat das Erstgutachten verfaßt, meinen wissenschaftlichen Werdegang bereits seit Osnabrücker Zeiten begleitet und mich jederzeit mit Rat und Tat unterstützt. Für die Erstellung des Zweitgutachtens danke ich Prof. Dr. Peter von Wilmsky, LL.M. Den Mitgliedern der DK-Arbeitsgruppe Depotrecht, allen voran Dr. Stefan Saager, danke ich für wichtige Einblicke in die Praxis der Wertpapierverwahrung und -abwicklung und viele anregende Diskussionen. Dr. Martin Hess und Dr. Hans Kuhn, LL.M. haben mich mit wertvollen Materialien und Informationen zum schweizerischen Recht versorgt, ohne die diese Untersuchung nicht hätte entstehen können.

Die Arbeit wurde mit dem Baker & McKenzie Preis 2013 für Dissertationen und Habilitationen aus dem Bereich des Wirtschaftsrechts sowie mit dem Förderpreis der Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland 2014 ausgezeichnet. Auch dafür bin ich sehr dankbar. In diesem Zusammenhang sei auch Prof. Dr. Horst Hammen erwähnt, der mich bei der Bewerbung um den Förderpreis unterstützt und das Entstehen der Arbeit mit Interesse verfolgt hat. Den studentischen Hilfskräften meines Lehrstuhls, Katharina Knittlmayer und Melih Esmer, danke ich für Ihre wertvolle Hilfe bei der Fahnenkorrektur.

Der größte Dank gilt meiner Frau Ruth, ohne deren Geduld und fortwährende Ermunterung diese Arbeit niemals fertig geworden wäre. Ihr und unseren Kindern Clara, Conrad und Johann ist dieses Buch gewidmet.

Hofheim am Taunus, im März 2018

Ulrich Segna

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	655
§ 1 Einführung	1
Erster Teil: Grundlagen der mediatisierten Wertpapierverwahrung	11
§ 2 Charakteristika	13
§ 3 Rechtliche Ausgestaltung	34
§ 4 Clearing und Settlement	65
§ 5 Risiken und Regelungsaufgaben	114
Zweiter Teil: Intermediärverwahrte Wertpapiere im deutschen Recht	151
§ 6 Girosammelverwahrung im Inland	153
§ 7 Sammelschuldbuchforderungen	291
§ 8 Grenzüberschreitende Girosammelverwahrung	308
§ 9 Verwahrung in Wertpapierrechnung	321
§ 10 Internationales Privatrecht	361
§ 11 Zusammenfassende Bewertung	389
Dritter Teil: Intermediärverwahrte Wertpapiere im schweizerischen Recht	391
§ 12 Organisation der Wertpapierverwahrung und -abwicklung	393
§ 13 Rechtslage vor Inkrafttreten des Bucheffektengesetzes	398
§ 14 Das Bucheffektengesetz	433
Vierter Teil: Depotrechtsharmonisierung	515
§ 15 Haager Wertpapierübereinkommen	517
§ 16 Genfer Wertpapierübereinkommen	541

§ 17 Rechtsharmonisierung in der EU	583
Fünfter Teil: Depotrechtsreform	599
§ 18 Ausgangsüberlegungen	601
§ 19 Reformoptionen	613
§ 20 Schlußwort	652
Literaturverzeichnis	655
Materialienverzeichnis	681
Sachregister	685

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	655
§ 1 Einführung	1
I. Die Mediatisierung der Wertpapierverwahrung	1
II. Das deutsche Depotrecht in der Kritik	2
III. Europäische und internationale Rechtsharmonisierung	4
IV. Stand der Reformdiskussion	7
V. Ziel und Gang der Untersuchung	8
Erster Teil: Grundlagen der mediatisierten Wertpapierverwahrung	11
§ 2 Charakteristika	13
I. Pyramide von Depotverträgen	13
1. Intransparentes System	13
2. Transparentes System	16
II. Depotgutschrift als Ausweis der Rechtsinhaberschaft	17
III. „Stückelose“ Verfügungen über Depotwerte	18
1. Effektengiroverkehr	18
2. Depotguthaben als Sicherheiten	19
IV. Immobilisierung und Dematerialisierung	21
1. Sammelverwahrung	21
a) Begriff	21
b) Sammeldepotfähigkeit und -eignung	22
2. Globalurkunden	24
a) Begriff	24
b) Arten	25
aa) Interimistische Globalurkunde	26
bb) Technische Globalurkunde	26
cc) Dauerglobalurkunde	27
3. Wertrechte	27

a) Begriff	27
b) Arten	31
4. Funktionsverlust des Wertpapiers	31
§ 3 Rechtliche Ausgestaltung	34
I. Heterogenität der Verwahrungskonzepte	34
II. Kategorisierungsansätze	35
1. Immobilisierung versus Dematerialisierung	35
2. Natur der Rechtsposition des Anlegers	37
3. Rechtsträgerschaft an den Basiswerten	37
a) Direkte Rechtsträgerschaft	38
b) Indirekte Rechtsträgerschaft	39
III. Ausgewählte Rechtsordnungen im Überblick	40
1. Deutschland	41
2. Schweiz	43
3. USA	44
4. England	52
IV. Terminologische Folgerungen	58
1. Intermediär	58
2. Intermediärverwahrte Wertpapiere	60
3. Indirektes Verwahrsystem	61
4. Anleger	63
5. Hinterleger	64
§ 4 Clearing und Settlement	65
I. Begriffe	66
1. Clearing	66
2. Settlement	68
3. Verwahrung und Verwaltung (Custody)	69
II. Institute	70
1. Zentralverwahrer (CSDs)	70
a) Begriff und Betätigungsfelder	70
b) Beispiele	71
aa) Clearstream Banking AG	72
bb) Ausländische Zentralverwahrer	73
2. Internationale Zentralverwahrer (ICSDs)	75
a) Begriff und Betätigungsfelder	75
b) Beispiele	77
aa) Euroclear	77
bb) Clearstream Banking Luxembourg	77
3. Lokale und internationale Verwahrer	78
4. Zentrale Gegenparteien	79
a) Begriff	79

b)	Funktionen	80
aa)	Reduktion des Gegenparteerisikos	80
bb)	Multilaterales Netting	81
cc)	Post-Trade-Anonymität	82
c)	Beispiele	83
III.	Systeme	84
1.	Abwicklungssysteme	84
2.	Zahlungssysteme	86
IV.	Methoden	87
1.	Brutto- und Netto-Settlement	87
2.	Straight-through Processing (STP)	88
3.	Lieferung gegen Zahlung (Delivery versus Payment – DvP)	89
4.	Actual und Contractual Settlement	90
5.	Finalität	91
a)	Begriff	91
b)	Zivilrechtliche Erfüllung	95
V.	Grenzüberschreitende Abwicklung	95
VI.	Clearing und Settlement in der Europäischen Union	99
1.	Entwicklung bis zum Lamfalussy-Bericht	99
2.	Arbeiten der Giovannini-Gruppe	100
a)	1. Giovannini-Bericht	101
b)	2. Giovannini-Bericht	102
3.	Arbeiten der Kommission	103
a)	Kommissionsmitteilung vom 28. Mai 2002	103
b)	Kommissionsmitteilung vom 28. April 2004	104
4.	Initiativen	105
a)	Expertengruppen	105
b)	Code of Conduct	106
c)	CSD-Verordnung	108
d)	TARGET2Securities	111
§ 5	Risiken und Regelungsaufgaben	114
I.	Leitziele des Depotrechts	114
II.	Risiken in der Wertpapierverwahrung und -abwicklung	115
1.	Gegenparteerisiko	116
2.	Liquiditätsrisiko	117
3.	Operationelles Risiko	118
4.	Verwahrungsrisiko	119
a)	Insolvenz des Verwahrers	120
b)	Vollstreckungsmaßnahmen von Gläubigern des Verwahrers	121
c)	Upper-tier attachment	121

d)	Unterbestände (shortfalls)	123
aa)	Unterbestand beim Zentralverwahrer	123
bb)	Unterbestand beim Zwischenverwahrer	125
e)	Verfügungen des Verwahrers über Kundenwerte	129
5.	Rechtliches Risiko	131
a)	Begriff	131
b)	Hauptursachen	132
aa)	Mängel des materiellen Depotrechts	132
bb)	Unsicherheiten bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts	134
cc)	Inkompatibilität von Verwahrungskonzepten	139
c)	Beispiel: Insolvenz der Lehman Brothers International (Europe)	141
6.	Systemisches Risiko	144
III.	Anforderungen an das Depotrecht	145
1.	Interne Verlässlichkeit	146
a)	Kriterien	146
b)	Insbesondere: Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs	147
2.	Internationale Kompatibilität	149

Zweiter Teil: Intermediärverwahrte Wertpapiere

	im deutschen Recht	151
§ 6	Girosammelverwahrung im Inland	153
I.	Einführung und Überblick	153
II.	Entwicklung der Girosammelverwahrung	154
1.	Von der Sonder- zur Girosammelverwahrung	154
a)	Giro-Effektendepot der Bank des Berliner Kassen-Vereins	154
b)	Erweiterter Effekten giroverkehr	156
2.	Anerkennung der Sammelverwahrung durch das Depotgesetz 1937	158
3.	Girosammelverwahrung als gesetzliche Regelverwahrform	161
4.	Globalurkunden	162
a)	Entwicklung	162
b)	§ 9a DepotG	163
c)	§ 10 Abs. 5 AktG	165
III.	Eigentumsverhältnisse	167
1.	Miteigentum nach Bruchteilen	167
a)	Depotgemeinschaft als Bruchteilsgemeinschaft sui generis	167
b)	Bedeutung des Sammeldepotguthabens	168
2.	Clearstream Banking AG als Ermächtigungstreuhänderin	170
IV.	Besitzverhältnisse	171

1. Sammelverwahrung einzelverbriefender Wertpapiere	172
a) Die hergebrachte Ansicht: gestufter mittelbarer Mitbesitz	172
b) Voraussetzungen des mittelbaren Besitzes	172
c) Auslieferungsansprüche des Depotkunden	174
aa) § 7 DepotG	174
(1) Dogmatische Einordnung	174
(2) Einseles Kritik	175
bb) § 7 DepotG i. V. m. §§ 546 Abs. 2, 604 Abs. 4 BGB analog	178
cc) § 8 DepotG	180
(1) Zweck und Anwendungsbereich	180
(2) Dogmatische Einordnung	181
(3) Herausgabeansprüche des Miteigentümers	182
(4) Nochmals: Voraussetzungen des mittelbaren Besitzes	184
d) Ergebnis	185
2. Sammelverwahrung von Dauerglobalurkunden	185
a) Anspruch auf Herausgabe der Urkunde?	186
aa) Herausgabeanspruch in Ausnahmesituationen?	186
bb) Allgemeiner verwahrungsrechtlicher Rückforderungsanspruch?	188
cc) Gesamtherausgabeanspruch der Hinterleger?	189
dd) Zwischenergebnis	190
b) Das Problem des ungleichstufigen Mitbesitzes	190
c) § 9a DepotG als weiterer Schritt zur „Vergeistigung“ des mittelbaren Besitzes?	192
d) Mittelbarer Besitz kraft Verfügungsmacht?	193
e) Gutschrift als Besitzsurrogat?	199
3. Verstoß gegen das sachenrechtliche Publizitätsprinzip?	201
4. Ergebnis	202
V. Übertragung von Girosammelanteilen im bisherigen Modell	203
1. Überblick	203
2. Ablauf der Abwicklung	204
3. Eigentumsübertragung nach §§ 929 ff. BGB	207
a) Dingliche Einigung	207
aa) Angebot	208
bb) Annahme	208
b) Übergabe(surrogat)	212
aa) § 930 BGB	212
bb) § 931 BGB	213
cc) § 929 Satz 1 BGB	214
(1) Zeitpunkt des Eigentumsübergangs	215

(2) Notwendigkeit von Buchungen auf der Ebene der Zwischenverwahrer?	216
(3) Erkennbarkeit der Besitzumstellung?	217
(4) Konstitutive Wirkung der Depotgutschrift?	218
4. Finalität	220
5. Gutgläubiger Erwerb	222
a) Problemaufriß	222
b) Maßgebliche Person	224
c) Gegenstand des guten Glaubens	225
d) Maßgeblicher Rechtsscheinträger	225
aa) Mitbesitz	225
bb) Buchung	226
(1) Buchungen der Clearstream Banking AG	226
(2) Buchungen der Depotbanken	228
cc) Besitzverschaffungsmacht	230
e) Verlustverteilung	231
f) Ergebnis	233
6. Anwendbarkeit von § 24 Abs. 2 DepotG	233
a) Der Tatbestand im Überblick	233
aa) Regelungszweck	233
bb) Voraussetzungen	234
(1) Erfüllung eines Kommissions- oder Eigenhandelsgeschäfts	234
(2) Verfügungsbefugnis des Kommissionärs	235
(3) Kein Eigentumsübergang nach bürgerlichem Recht	235
cc) Rechtsfolge	236
b) Direkte Anwendbarkeit	236
c) Analoge Anwendbarkeit	238
VI. Übertragung von Girosammelanteilen unter Einbeziehung der Eurex Clearing AG	240
1. Einführung	240
2. Ablauf der Abwicklung	242
3. Eigentumsübertragung nach § 929 Satz 1 BGB	244
a) Eigenschaften der Clearing-Mitglieder	245
aa) Einigung	245
(1) Angebot	245
(2) Annahme	246
bb) Übergabe	247
cc) Bedingungen	248
b) Fremdgeschäfte der Clearing-Mitglieder	249
aa) Eigentumsübertragung unter Einschaltung der Eurex Clearing AG	250

bb) Eigentumsübertragung ohne Einschaltung der Eurex Clearing AG	250
4. Gutgläubiger Erwerb	251
5. Bewertung	252
VII. Verpfändung von Girosammelanteilen	253
1. Einführung	253
2. Bestellung eines Pfandrechts	257
a) Verpfändung an einen Dritten	257
aa) § 1205 Abs. 1 Satz 1 BGB	257
bb) § 1205 Abs. 2 BGB	262
cc) § 1206 BGB	264
b) Verpfändung an den kontoführenden Verwahrer	264
c) Gutgläubiger Erwerb	265
d) Ergebnis	267
3. Verwertung eines Pfandrechts	268
a) Allgemeine Vorschriften	268
b) Verwertung in der Insolvenz des Verpfänders	269
aa) § 166 Abs. 3 InsO	270
bb) § 166 Abs. 1 InsO	271
4. Vereinbarkeit mit der Finanzsicherheitenrichtlinie	272
a) Zweck der Richtlinie	273
b) Anwendungsbereich der Richtlinie	274
aa) Persönlicher Anwendungsbereich	274
bb) Sachlicher Anwendungsbereich	275
(1) Finanzsicherheiten	275
(2) Maßgebliche Verbindlichkeiten	276
(3) Besitzgebundene Finanzsicherheiten	277
c) Vorgaben der Richtlinie	278
d) Richtlinienkonformität des deutschen Rechts	280
5. Ergebnis	282
VIII. Zwangsvollstreckung	282
1. Vollstreckung wegen einer Geldforderung	282
2. Vollstreckung zur Erwirkung der Herausgabe	286
3. Ergebnis	288
IX. Zusammenfassung	289
§ 7 Sammelschuldbuchforderungen	291
I. Rechtsentwicklung	291
1. Vorkonstitutionelle Regelungen	291
2. Neuordnung des Schuldbuchrechts	295
3. Schuldtitel der EZB	296
II. Aufbau und Funktion des Bundesschuldbuchs	297

III.	Sammelschuldbuchforderungen als Wertpapiersammelbestände	297
1.	Die gesetzliche Regelung im Überblick	297
2.	Treuhänderstellung der Wertpapiersammelbank	298
3.	Legitimationsfunktion des Schuldbuchs	300
4.	Bedeutung und Reichweite der Gleichstellungsfiktion	302
a)	„Verdinglichung“ der Sammelschuldbuchforderung?	302
b)	Anwendbarkeit des Sachenrechts	304
c)	Die Opitz'sche Wertrechtslehre	305
§ 8	Grenzüberschreitende Girosammelverwahrung	308
I.	Grundlagen	308
1.	Charakteristika und Vorteile gegenseitiger Kontoverbindungen	308
2.	Kontoverbindungen der Clearstream Banking AG	310
II.	Zulässigkeit gegenseitiger Kontoverbindungen	310
1.	Allgemeines	310
2.	Die Voraussetzungen im einzelnen	311
III.	Kompatibilitätsprobleme am Beispiel der Kontoverbindung zur DTC	314
IV.	Sonderformen	316
1.	Zweitverbriefung ausländischer Wertpapiere	316
2.	Globale Aktien	318
V.	Zusammenfassung	320
§ 9	Verwahrung in Wertpapierrechnung	321
I.	Einführung	321
II.	Rechtsgrundlagen	323
1.	§ 22 DepotG	323
2.	Nr. 12 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte	325
III.	Einzelheiten	326
1.	Das Treuhandverhältnis	326
a)	Treuhandabrede	326
b)	Auslieferungsanspruch des Depotkunden	327
aa)	Bedeutung der WR-Gutschrift	327
(1)	Herrschende Auffassung	327
(2)	WR-Gutschrift als notwendiges Element des Erwerbstatbestandes	328
(3)	WR-Gutschrift als abstraktes Schuldanerkenntnis?	329
bb)	Inhalt	333
cc)	Beschränkung auf den Deckungsbestand	334
dd)	Verhältnis zum Anspruch aus dem Anschaffungsgeschäft	334
c)	Verwaltungspflichten des Verwahrers	336

d) Haftung des Verwahrers	339
2. Schutz des Deckungsbestandes	340
3. Insolvenz- und Vollstreckungsschutz	342
a) Meinungsstand	342
aa) Rechtsprechung	342
bb) Schrifttum	345
b) Rechtslage bei der WR-Gutschrift	347
c) Ergebnis	349
4. Treuhandgiroverkehr	349
a) Tatsächlicher Ablauf	349
b) Rechtliche Konstruktion	351
c) Treuwidrige Verfügungen	352
5. Verpfändung von Depotwerten	355
a) Bestellung eines Pfandrechts	355
aa) Verpfändung an einen Dritten	355
bb) Verpfändung an den kontoführenden Verwahrer	357
b) Verwertung eines Pfandrechts	357
6. Pfändung von Depotwerten	359
IV. Zusammenfassung	359
§ 10 Internationales Privatrecht	361
I. Grundlagen	361
1. Wertpapierrechtsstatut	362
2. Wertpapiersachstatut	363
3. Schuldvertragsstatut	365
4. Zessions- und Zessionsgrundstatut	366
5. Insolvenzstatut	367
II. Unionsrechtliche Vorgaben	369
1. Art. 9 Abs. 2 Finalitätsrichtlinie	369
a) Überblick	369
b) Anwendungsbereich	369
aa) Persönlicher Anwendungsbereich	369
bb) Sachlicher Anwendungsbereich.	370
c) Anknüpfungsmoment	372
2. Art. 9 Finanzsicherheitenrichtlinie	373
a) Überblick	373
b) Anwendungsbereich	374
aa) Persönlicher Anwendungsbereich	374
bb) Sachlicher Anwendungsbereich	375
c) Regelungsgegenstände	376
d) Anknüpfungsmoment	377
III. Die Sonderanknüpfung des § 17a DepotG	378

1. Anwendungsbereich	378
a) Persönlicher Anwendungsbereich	378
b) Sachlicher Anwendungsbereich	379
aa) Verfügungen über Wertpapiere oder Sammelbestandteile	379
bb) Eintragung oder Verbuchung mit rechtsbegründender Wirkung	381
2. Umfang der Verweisung	383
3. Anknüpfungsmoment	385
IV. Ergebnis	387
§ 11 Zusammenfassende Bewertung	389
Dritter Teil: Intermediärverwahrte Wertpapiere im schweizerischen Recht	
§ 12 Organisation der Wertpapierverwahrung und -abwicklung	393
I. SIX SIS AG (vormals SIS SegInterSettle AG)	393
II. SIX x-clear AG (vormals SIS x-clear AG)	395
III. Swiss Value Chain	396
§ 13 Rechtslage vor Inkrafttreten des Bucheffektengesetzes	398
I. Rechtsgrundlagen	398
II. Sammelverwahrung	399
1. Eigentums- und Besitzverhältnisse	399
2. Übertragung von Girosammelanteilen	401
a) Exkurs: Die Effektenkommission	402
aa) Rechtsverhältnis zwischen Effektenhändler und Kunde	402
bb) Eigentumsverhältnisse am Kommissionsgut	403
b) Erwerb vom Berechtigten	405
c) Erwerb vom Nichtberechtigten	406
3. Verpfändung	407
III. Globalurkunden	408
1. Entwicklung	408
2. Eigentums- und Besitzverhältnisse	410
IV. Wertrechte	411
1. Begriff	411
2. Rechtsnatur	413
3. Erscheinungsformen	414
a) Schuldbuchforderungen	414
b) Namenaktien mit aufgeschobenem und aufgehobenem Titeldruck	416

aa)	Aufgeschobener Titeldruck	416
bb)	Aufgehobener Titeldruck	418
cc)	Verbuchung	418
dd)	Übertragung	419
ee)	Verpfändung	420
c)	Anlagefondsanteile	421
d)	Geldmarktbuchforderungen	421
V.	Verwahrung von Wertpapieren im Ausland	422
VI.	Konkurrenzschutz	423
VII.	Internationales Privatrecht	426
VIII.	Reformbedarf	427
1.	Kritik des Schrifttums	427
a)	Materielles Recht	427
b)	Internationales Privatrecht	429
2.	Empfehlung der Übernahmekommission im Fall Unaxis	430
§ 14	Das Bucheffektengesetz	433
I.	Entstehungsgeschichte	433
1.	Entwurf eines Wertpapierverwahrungsgesetzes (WVG)	433
2.	Bericht der technischen Arbeitsgruppe	436
3.	Gang des Gesetzgebungsverfahrens und Inkrafttreten	438
4.	Anpassungen durch das Finanzmarktinfrastukturgesetz 2016	438
II.	Leitideen	439
1.	Internationale Kompatibilität	439
2.	Orientierung an etablierten Marktpraktiken	439
3.	Technologieneutralität	440
4.	Offene Architektur	440
5.	Beschränkung auf privatrechtliche Fragen	441
III.	Die Bucheffekte als Vermögenobjekt sui generis	442
1.	Begriff und Rechtsnatur	442
2.	Entstehung	444
3.	Untergang	447
4.	Deckungsbestand	448
5.	Konzeptionelle Folgefragen	450
a)	Auswirkungen auf die Verknüpfung von Recht und Urkunde	450
b)	„Suspendierung“ der Rechte an den Basiswerten	451
IV.	Rechte der Kontoinhaber	454
1.	Rechte gegenüber dem Emittenten	454
2.	Allgemeine Rechte gegenüber der Verwahrungsstelle	455
a)	Ausführung von Weisungen	455
b)	Ausstellung einer Depotbescheinigung	455

3.	Rechte in der Liquidation einer Verwahrungsstelle	456
a)	Liquidation der kontoführenden Verwahrungsstelle	456
aa)	Anwendungsbereich	456
bb)	Inhalt und Umfang des Absonderungsrechts	457
cc)	Absonderungsverfahren	458
dd)	Unterbestand	459
ee)	Kontoinhaber und Verwahrungsstelle als Gesamthandsgemeinschaft?	460
b)	Liquidation der Drittverwahrungsstelle	462
V.	Rechte der Verwahrungsstelle	462
1.	Rückbehaltungs- und Verwertungsrecht	462
2.	Nutzungsrecht	464
VI.	Übertragung von Bucheffekten	465
1.	Überblick	465
2.	Der Tatbestand des Art. 24 BEG	466
a)	Voraussetzungen	466
aa)	Weisung	466
bb)	Gutschrift	468
b)	Derivativer oder originärer Rechtserwerb?	469
c)	Übertragung unter Beteiligung mehrerer Verwahrungsstellen	472
d)	Zulässigkeit vorgezogener Gutschriften?	475
3.	Stornierung von Belastungen und Gutschriften	475
a)	Einführung	475
b)	Stornierung von Belastungen	476
aa)	Stornierungsgründe	477
(1)	Fehlen einer Weisung	477
(2)	Mangelhafte Weisung	477
(3)	Fehler bei der Übertragung	478
bb)	Wirkung der Stornierung	479
c)	Stornierung von Gutschriften	481
aa)	Stornierungsgründe	482
(1)	Stornierung der Belastung	482
(2)	Fehlende Entsprechung zwischen Gutschrift und Weisung	483
bb)	Wirkung der Stornierung	484
cc)	Ausschluß der Stornierung	484
4.	Gutgläubiger Erwerb	485
a)	Voraussetzungen	486
aa)	Fehlende Verfügungsbefugnis des Veräußerers	486
bb)	Stornierung der Gutschrift im Effektenkonto des Veräußerers	487

b) Rechtsfolgen	489
VII. Bucheffekten als Sicherheiten	490
1. Konzeptionelle Grundlagen	490
a) Funktionaler Ansatz	490
b) Regelungsprinzipien	491
2. Bestellung einer Sicherheit	493
a) Sicherheit zugunsten eines Dritten	493
aa) Gutschrift	493
bb) Kontrollvereinbarung	495
b) Sicherheiten zugunsten der Verwahrungsstelle	498
3. Verwertung einer Sicherheit	499
4. Rangfolge konkurrierender Rechte	501
VIII. Zwangsvollstreckung	503
IX. Grenzüberschreitende Verwahrung	504
1. Ermächtigung zur Drittverwahrung im Ausland	504
2. Haftung der inländischen Verwahrungsstelle	506
3. Rechtsstellung des Anlegers	507
X. Internationales Privatrecht	510
XI. Gesamtbewertung	512
Vierter Teil: Depotrechtsharmonisierung	515
§ 15 Haager Wertpapierübereinkommen	517
I. Entstehungsgeschichte	517
II. Sachlicher Anwendungsbereich	521
III. Anknüpfungsgegenstände	523
IV. Anknüpfungsmomente	525
1. Überblick	525
2. Die Hauptanknüpfungsregel des Art. 4	527
a) PRIMA versus Rechtswahlfreiheit	527
b) Verfügungen unter Beteiligung mehrerer Intermediäre	529
aa) Das sog. page 37-Problem	530
bb) Lösungsvorschläge	530
(1) Stage-by-stage-approach	530
(2) Super-PRIMA	531
(3) Lex creationis	533
cc) Zwischenergebnis	535
c) Stage-by-stage approach und materielles Recht	535
aa) Verwahrungskonzepte mit indirekter Rechtsträgerschaft	535
bb) Verwahrungskonzepte mit direkter Rechtsträgerschaft	536
cc) Zwischenergebnis	538

V.	Gesamtbewertung	539
§ 16	Genfer Wertpapierübereinkommen	541
I.	Entstehungsgeschichte	541
II.	Ziel und Methodik	543
	1. Mindestharmonisierung des Depotrechts	543
	2. Funktionaler Ansatz	545
	a) Charakteristika	545
	b) Kritik	547
	3. Verweis auf das Nichtübereinkommensrecht	548
III.	Grundbausteine	548
	1. Rechte des Kontoinhabers	549
	a) Art. 9 im Überblick	549
	b) Analyse	550
	2. Verfügungen über intermediärverwahrte Wertpapiere	552
	a) Überblick	552
	b) Verfügung durch Buchung	553
	aa) Art. 11 im Überblick	553
	bb) Analyse	554
	(1) Möglichkeit des derivativen Rechtserwerbs?	554
	(2) Zulässigkeit vorgezogener Gutschriften?	557
	c) Weitere Verfügungsmethoden	558
	aa) Verfügungsmethoden des Art. 12	558
	(1) Vereinbarung mit dem maßgeblichen Intermediär	558
	(2) Depotvermerk	559
	(3) Abschluß einer Kontrollvereinbarung	560
	bb) Verfügungsmethoden des nationalen Rechts	560
	d) Ermächtigung des Intermediärs	561
	e) Redlicher Erwerb	562
	aa) Grundsätzliche Erwägungen	562
	bb) Art. 18 Abs. 1	563
	(1) Überblick	563
	(2) Analyse	565
	cc) Art. 18 Abs. 2	567
	(1) Überblick	567
	(2) Analyse	568
	f) Rangfolge von Rechten an Depotguthaben	571
	3. Integrität des mediatisierten Verwahrsystems	572
	a) Insolvenzschutz	572
	b) Verbot des upper-tier attachment	573
	c) Pflicht zur Unterhaltung eines ausreichenden Deckungsbestandes	574

d) Verlustverteilung	577
4. Sicherungsgeschäfte	578
IV. Gesamtbewertung	580
§ 17 Rechtsharmonisierung in der EU	583
I. Projekt Rechtssicherheit	583
1. Anlaß und Hintergrund	583
2. Legal Certainty Group (LCG)	584
a) Mandat	584
b) Empfehlungen	585
aa) Erste Empfehlung 2006	585
bb) Zweite Empfehlung 2008	586
II. Vorläufiger Entwurf einer Wertpapierrechtsrichtlinie	588
1. Entstehungsgeschichte	588
2. Der Entwurf im Überblick	589
a) Funktionaler Ansatz	589
b) Grundbausteine	590
aa) Rechte des Kontoinhabers	590
bb) Erwerb von und Verfügungen über kontenverbuchte Wertpapiere	591
cc) Redlicher Erwerb	592
dd) Internationales Privatrecht	594
ee) Sonstiges	595
III. Weitere Entwicklung	595
IV. Gesamtbewertung und Ausblick	597
 Fünfter Teil: Depotrechtsreform	 599
§ 18 Ausgangsüberlegungen	601
I. Dematerialisierung des Effektenwesens?	601
1. Gründe für eine Dematerialisierung	601
a) Internationaler Trend	601
b) Erleichterung des internationalen Effektingiroverkehrs	602
c) Weitere Rationalisierung des Effektenwesens	603
d) Funktionsverlust des Wertpapiers	603
2. Möglichkeit der Ausgabe von Einzelurkunden?	605
3. Registerführende Stelle	606
II. Einheitliches Konzept für inlands- und auslandsverwahrte Werte?	610
III. Beibehaltung gängiger Buchungspraktiken?	611
IV. Kodifizierung des Depotvertrages?	612
 § 19 Reformoptionen	 613

I.	Erweiterung des Schuldbuchmodells	613
	1. Grundzüge	613
	2. Bewertung	614
II.	Effektengiroverkehr auf der Grundlage von Globalurkunden . . .	615
	1. Grundzüge	615
	2. Bewertung	616
III.	Effektengiroverkehr auf der Grundlage der fiduziarischen Treuhand	616
	1. Grundzüge	616
	2. Bewertung	619
IV.	Übernahme des schweizerischen Bucheffektenmodells	621
V.	Wertpapierfreies Bucheffektenmodell	622
	1. Hauptmerkmale	622
	2. Die Bucheffekte als neuartiges Vermögenobjekt sui generis . .	623
	a) Begriff	624
	b) Rechtliche Einordnung	625
	3. Entstehung von Bucheffekten	627
	a) Vorfrage: Entstehung unverbriefter Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte	627
	b) Eintragung der Effekten in das Hauptregister	629
	c) Verbuchung auf Depotkonten	630
	4. Erwerb und Verlust von Bucheffekten	631
	a) Erwerb durch Gutschrift	631
	aa) Konstitutive Wirkung der Gutschrift	631
	bb) Derivativer oder originärer Erwerb?	632
	(1) Derivativer Erwerb	632
	(2) Originärer Erwerb	636
	(3) Ergebnis	639
	cc) Stornierung fehlerhafter Buchungen	640
	(1) Belastungsbuchung	640
	(2) Gutschrift	641
	b) Gutgläubiger Erwerb	642
	c) Übertragung durch Abtretung?	644
	5. Bucheffekten als Sicherheiten	645
	a) Funktionaler Ansatz?	645
	b) Methoden	645
	c) Verwertung	646
	6. Integrität des Verwahrsystems	647
	7. Insolvenz	647
	8. Grenzüberschreitende Verwahrung	648
	9. Internationales Privatrecht	650
	10. Gesetzestechische Umsetzung	650

§ 20 Schlußwort	652
Literaturverzeichnis	655
Materialienverzeichnis	681
Sachregister	685

Abkürzungsverzeichnis

(In das Abkürzungsverzeichnis wurden nur die weniger gängigen Abkürzungen aufgenommen. Wegen der übrigen Abkürzungen sei verwiesen auf *Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 8. Aufl., Berlin 2015)

ADR	American Depositary Receipt
AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds
AFV	Anlagefondsverordnung
AGB-Banken	Allgemeine Geschäftsbedingungen der privaten Banken und der Genossenschaftsbanken
AGB-CBF	Allgemeine Geschäftsbedingungen der Clearstream Banking AG
AGB-FWB	Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse
AGB-SIS	Allgemeine Geschäftsbedingungen der SIX SIS AG
AGB-Sparkassen	Allgemeine Geschäftsbedingungen der Sparkassen
AKV	Auslandskassenverein
Alabama L. Rev.	Alabama Law Review
AS	Amtliche Sammlung der Bundesgesetze und Verordnungen (Eidgenössische Gesetzessammlung)
BBl.	Bundesblatt (Schweiz)
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BEG	Bucheffektengesetz
BIS	Bank for International Settlements
BörsO-FWB	Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse
Bus. Law.	The Business Lawyer
Can. B. L. J.	Canadian Business Law Journal
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
CASCADE	Central Application for Settlement, Clearing and Depository Expansion
CBF	Clearstream Banking Frankfurt
CBL	Clearstream Banking Luxembourg
CCP	Central Counterparty
CESR	Committee of European Securities Regulators
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems
CSD	Central Securities Depository
CSDR	Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (Central Securities Depositories Regulation)

DKV	Deutscher Kassenverein AG
Doc.	Document
DRS	Direct Registration System
DTC	The Depository Trust Company
DTCC	The Depository Trust & Clearing Corporation
Duke J. Comp. & Int. L.	Duke Journal of Comparative and International Law
Duke L.J.	Duke Law Journal
DvP	Delivery versus Payment
ECB	European Central Bank
ECSDA	European Central Securities Depositories Association
EGMI	Expert Group on Market Infrastructures
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (European Market Infrastructure Regulation)
FinalitätsRL	Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen
FinanzsicherheitenRL	Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz)
FinfraV	Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung)
FMLC	Financial Markets Law Committee
FISA	Federal Intermediated Securities Act (Bucheffektengesetz)
FISCO	Fiscal Compliance Experts Group
FoP	Free of Payment
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
Geo. L.J.	The Georgetown Law Journal
GS-Gutschrift	Girosammel-Depotgutschrift
GWpÜ	Genfer Wertpapierübereinkommen
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HSC	Hague Securities Convention
HWpÜ	Haager Wertpapierübereinkommen
ICSD	International Central Securities Depository
IOSCO	Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions
IPRG	Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht vom 18. Dezember 1987
ISIN	International Securities Identification Number
JBL	The Journal of Business Law
JIBFL	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
JIBLR	Journal of International Banking Law and Regulation
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz)

LCG	Legal Certainty Group
Loy. L. A. L. Rev.	Loyola of Los Angeles Law Review
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU vom 15. Mai 2014
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012
NBG	Nationalbankgesetz
NCSD	Nordic Central Securities Depository
NSCC	National Securities Clearing Corporation
OTC	Over the counter
Prel. Doc.	Preliminary Document
PRIMA	Place of the Relevant Intermediary Approach
Rec.	Recommendation
RTGS	Real-time Gross Settlement System
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SBW	Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte, Stand: Januar 2015
Sec.	Section
SECOM	Sega-Communications
SIS	SIX SIS AG
SLD	Securities Law Directive
SLL	Securities Law Legislation
STP	Straight-through processing
SWX	Swiss Exchange
Stan. J. L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business and Finance
T2S	Target2Securities
UCC	Uniform Commercial Code
UCC L. J.	Uniform Commercial Code Law Journal
UCLA L. Rev.	University of California Law Review
Unif. L. Rev.	Uniform Law Review
USR	Uncertificated Securities Regulations
WR-Gutschrift	Gutschrift in Wertpapierrechnung

§ 1 Einführung

I. Die Mediatisierung der Wertpapierverwahrung

Aktien, Schuldverschreibungen und sonstige Kapitalmarktwerte (Effekten)¹ werden heutzutage in aller Regel nicht von den Anlegern selbst, sondern durch Finanzintermediäre in mehrstufigen Systemen verwahrt und verwaltet, welche die organisatorische Grundlage für die weitgehend automatisierte, sich ausschließlich durch Buchungen auf Depotkonten vollziehende Abwicklung von Effektingeschäften bilden. In seiner einfachsten Form läßt sich ein mediatisiertes Verwahrsystem als dreistufige Pyramide von Depotverträgen darstellen²: An der Spitze der Pyramide steht ein na-

¹ Unter Effekten (Kapitalmarktwerte, Kapitalmarkttitle) werden in dieser Untersuchung alle massenweise ausgegebenen, vertretbaren Wertpapiere verstanden, die der Kapitalbeschaffung und -anlage dienen, ferner alle unverbrieften Rechte mit gleicher Funktion. Für den Effektenbegriff kommt es also nicht darauf an, ob das betreffende Mitgliedschafts- oder Gläubigerrecht in einem Wertpapier verkörpert ist. Es ist heute überwiegend anerkannt (und zieht sich wie ein roter Faden durch diese Untersuchung), daß die herkömmliche Beschränkung des Effektenbegriffs auf umlauf-fähige Wertpapiere den Gegebenheiten der heutigen Kapitalmärkte nicht mehr gerecht wird. Diesem Befund trägt auch § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG Rechnung, wenn er in den Begriff des Wertpapiers im Sinne des WpHG auch solche übertragbaren Titel einbezieht, über die keine Urkunde ausgestellt sind. Das Schrifttum unterscheidet denn auch zwischen einem allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Wertpapierbegriff und einem kapitalmarktrechtlichen Wertpapierbegriff (Effektenbegriff), der nicht auf die Existenz einer Urkunde, sondern auf die Fungibilität abstellt. In dieser Untersuchung werden die Begriffe „Effekten“ und „Wertpapiere“ synonym gebraucht. Es wird also der kapitalmarktrechtliche Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG verwendet, sofern sich nicht aus dem Zusammenhang etwas anderes ergibt. Siehe zur Ausweitung des Effektenbegriffs etwa *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 1815–1819; *Bergmann*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, Kap. 36 Rn. 2; traditionelles Begriffsverständnis noch bei *Gursky*, Wertpapierrecht, S. 13; *Schönle*, Bank- und Börsenrecht, S. 222 ff. Zu den schillernden Begriffen „Wertrecht“ und „Bucheffekte“ siehe eingehend unten § 2 IV 3. Hingewiesen sei schließlich noch auf das Urteil BGH, NJW 2013, 2739, in dem der IV. Zivilsenat eine Klausel in den von Rechtsschutzversicherern verwendeten AGB, nach der „für die Wahrnehmung rechtlicher Interessen in ursächlichem Zusammenhang mit der Anschaffung oder Veräußerung von Effekten (z. B. Anleihen, Aktien, Investmentanteilen)“ kein Rechtsschutz besteht, wegen Verstoßes gegen das Transparenzgebot des § 307 Abs. 1 Satz 2 BGB für unwirksam erklärt hat. Die Begründung stellt im wesentlichen darauf ab, bei dem Begriff „Effekten“ handele es sich nicht um einen fest umrissenen und daher für den durchschnittlichen Versicherungsnehmer nicht ohne weiteres verständlichen Begriff der Rechtssprache.

² Anschaulich dazu *Bernasconi*, Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Hague Conference on Private International Law, Collateral Securities, Prel. Doc. No 1 of November 2000, S. 12 ff.; *Bernasconi/Potok/Morton*, in: Potok (Hrsg.), Cross Border Collateral: Legal Risk and Conflict of Laws, S. 7, 13 ff.; *Eidgenössisches Finanzdepartement*, Bericht der technischen Arbeitsgruppe, S. 7 ff.; siehe ferner *Goode*, Security Entitlements, JIB-

tionaler Zentralverwahrer (Central Securities Depository – CSD; in Deutschland: *Clearstream Banking AG* in Frankfurt am Main), bei dem eine Vielzahl von Emissionen physisch in Sammeldepots hinterlegt oder, soweit über die Emission keine Wertpapiere ausgestellt worden sind, ausschließlich elektronisch erfaßt ist. Die mittlere Ebene der Pyramide besteht aus einer begrenzten Anzahl an Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten, für die der Zentralverwahrer auf der Grundlage von Depotverträgen Depotkonten führt. Auf diesen Konten sind sämtliche Effektenbestände verbucht, die der Zentralverwahrer für seine Kunden (Giroteilnehmer) verwahrt und verwaltet. An der Basis der Pyramide stehen die Anleger, die ihre Bestände über ihre Depotbank halten.

Schon in nationalen, vor allem aber in grenzüberschreitenden Verhältnissen kann sich ein mediatisiertes Verwahrsystem zu einem komplexen Gebilde mit vier, fünf oder noch mehr Ebenen auswachsen. Nicht selten sind zwischen dem Institut, das für den Anleger das Depotkonto führt, und dem Zentralverwahrer an der Spitze der Pyramide weitere Depotstellen zwischengeschaltet, wie z. B. eine ausländische Korrespondenzbank oder einer der beiden internationalen Zentralverwahrer (International Central Securities Depository – ICSD³), *Clearstream Banking Luxembourg* und *Euroclear*. Ein mehrstufiges Verwahrsystem besteht also unter Umständen aus einem unübersichtlichen Netzwerk depotvertraglicher Verbindungen, das Verwahrsstellen in den verschiedensten Ländern miteinander verknüpft⁴. Ungeachtet ihrer Ausdehnung ist jedoch allen mediatisierten Verwahrsystemen gemeinsam, daß sich die Rechtszuständigkeit des Anlegers faktisch nur aus seinem Depotkonto ergibt und die Wertpapiere nicht mehr physisch bewegt werden, sondern im Wege des „stückelosen“ Effektingiroverkehrs durch Buchungen auf Depotkonten übertragen werden.

II. Das deutsche Depotrecht in der Kritik

Deutschland zählt zu den Ländern, in denen nach wie vor versucht wird, die Regelungsprobleme der mediatisierten Wertpapierverwahrung mit den herkömmlichen Instrumentarien des Wertpapier-, Schuld- und Sachenrechts zu bewältigen⁵. So be-

FL Special Supplement Sept. 1998, 22; *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 30f.; *dies.*, WM 2001, 7, 10f.; *Merkel/Rosbach*, ZVglRWiss 102 (2003), 33, 35f.

³ Siehe die Definition bei *CESR/ECB*, Standards for Clearing and Settlement in the EU, Glossary, S. 87: „A central securities depository that settles trades in international securities and in various domestic securities, usually through direct or indirect (through local agents) links to local CSDs.“

⁴ Anschaulich dazu *Gwynn/Marchand*, in: van Houtte (Hrsg.), *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Rn. 3.02, die dort folgenden Vergleich ziehen: „Mathematicians might say that the international holding system is like a *Sierpinski* gasket or the *Mandelbrot* set – a geometric monstrosity with self-replicating, fractal geometric patterns that bring order out of apparent chaos“; siehe auch *Ooi*, *Conflict of Laws*, Rn. 6.09, die von einem „ *Holding-Labyrinth*“ spricht.

⁵ Siehe auch die Einschätzung von *Kanda*, in: de Vauplane (Hrsg.), *20 ans de dématérialisation des titres en France*, S. 223, 230 („strong civil law tradition“).

ruhen die Girosammelverwahrung von Wertpapieren durch die *Clearstream Banking AG* und der auf deren Grundlage abgewickelte Effktengiroverkehr auf einer sachenrechtlichen Konstruktion, die von den deutschen Kreditinstituten bereits in den 1920er Jahren entwickelt⁶ und dann im Depotgesetz von 1937 verankert wurde. Diese Konstruktion ist insofern noch ganz klassischen Vorstellungen verhaftet, als sie die einzelnen Anleger als Miteigentümer und mittelbare Mitbesitzer der bei der *Clearstream Banking AG* zu einem Sammelbestand vereinigten Wertpapiere betrachtet und daran die Annahme knüpft, daß Gegenstand des Effktengiroverkehrs Miteigentumsrechte an bestimmten Urkunden sind, die nach den Vorschriften über bewegliche Sachen übertragen werden können. Obwohl eine physische Übergabe der Urkunden nicht stattfindet und es bei der Veräußerung von Wertpapieren in der Regel auch nicht zu einem direkten Kontakt zwischen Veräußerer und Erwerber kommt, sollen also auf die elektronischen Übertragungsvorgänge im Effktengiroverkehr die §§ 929 ff. BGB – und auf Verpfändungen von Miteigentumsanteilen die §§ 1204 ff. BGB – zur Anwendung kommen, dies auch zu dem Zweck, einen gutgläubigen Erwerb vom Nichtberechtigten zu ermöglichen.

Eben diese Konstruktion ist in den letzten Jahren zunehmend in die Kritik geraten⁷. Konnte *Miletzki*, als er 1996 dem deutschen Depotrecht attestierte, es habe ein „sicheres und effizientes Wertpapierverwahr- und -abwicklungssystem in Deutschland ermöglicht, das in bestimmten Punkten anderen Rechtskreisen als Vorbild dienen könnte“⁸, damals noch mit breiter Zustimmung rechnen, so hat sich das Meinungsbild seitdem deutlich gewandelt. Immer häufiger ist der Einwand zu hören, der moderne Effktengiroverkehr habe sich inzwischen weit von der dogmatischen Grundlage im Sachenrecht entfernt⁹. Die Miteigentumskonstruktion des Depotgesetzes weise zahlreiche Begründungslücken und Inkonsistenzen auf und könne das angestrebte Ziel, Verkehrsschutz durch die Möglichkeit des Rechtsscheinerwerbs zu gewährleisten, in Wahrheit gar nicht erreichen¹⁰. Zudem werfe sie im internationalen Verkehr Probleme auf, da sich die grenzüberschreitende Verbuchung von Effkten auf sachenrechtlicher Grundlage kollisionsrechtlich nicht adäquat erfassen lasse¹¹. Als besonders großes Ärgernis gilt vielen die Globalurkunde auf Dauer, die vom Gesetzgeber im Zuge der Depotgesetznovelle 1972 legalisiert wurde (vgl. § 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG) und die Verbriefung von Anteils- und Gläubigerrechten in einzelnen

⁶ Als einer ihrer geistigen Väter kann *Georg Opitz* gelten, von dem die eingangs wiedergegebene Anekdote stammt. Ausführlich zur Entwicklung in Deutschland unten § 6 II.

⁷ Das auf der Urkunde beruhende System jedoch ausdrücklich verteidigend *Meppen*, *Inhaberpapier*, S. 186 f.

⁸ *Miletzki*, WM 1996, 1849, 1851.

⁹ Bundesministerium der Justiz, Eckpunkt Papier zur Reform des Depotrechts vom 29. Mai 2008, Punkt 2.

¹⁰ So mit unterschiedlicher Akzentuierung, aber im Tenor übereinstimmend *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 64 ff., 161 ff.; *Lehmann*, Finanzinstrumente, passim; *Kronke*, WM 2010, 1625, 1632 f.; kurze rechtspolitische Kritik auch bei *Sebastian Mock*, in: Großkomm. AktG, § 10 Rn. 23.

¹¹ *Wust*, Verbuchung, S. 448; in diesem Sinne auch *Einsele*, WM 2001, 7, 16.

Urkunden seitdem fast vollständig verdrängt hat. An einer solchen Urkunde, so die Kritik, sei mangels Herausgabeanspruchs des Depotkunden ein mittelbarer Mitbesitz überhaupt nicht möglich. Die Anwendung der Verfügungstatbestände des Sachenrechts sei daher von vornherein ausgeschlossen¹².

Nun gibt es Einwände gegen die sachenrechtliche Konstruktion des Effektengiroverkehrs nicht erst seit gestern. Schon *Hefermehl* hat die rechtliche Deutung der Übertragung von Sammelbestandanteilen mit unüberhörbar kritischem Unterton als „Beispiel formaler Konstruktionsjurisprudenz“ bezeichnet, die zwar nach geltendem Recht unvermeidbar sei, aber nicht darüber hinwegtäuschen könne, daß die Übertragung im Effektengiroverkehr „in Wirklichkeit (...) durch Einigung und Umbuchung“ erfolge¹³. In diesem Sinne hat sich auch *Canaris* geäußert, als er von der „Lebensfremdheit und Sachwidrigkeit der Besitzkonstruktion“ und davon gesprochen hat, es bleibe *de lege lata* nichts anderes übrig, als den Übertragungsvorgang „irgendwie in die Kategorien des §§ 929 ff. BGB zu pressen“¹⁴. Zu einer gewissen Berühmtheit hat es nicht ohne Grund *Zöllners* Ausspruch gebracht, die Globalurkunde sei, da sie bloß den Zweck habe, als Unterlage von Buchungsvorgängen zu dienen, „im Grunde nur ein Denkbehelf, eine geistige Krücke, die mit der historischen und praktischen Grundlage des Wertpapierwesens, den Wert an eine dem Inhaber zugängliche und von ihm selbst wenigstens möglicherweise innegehaltene Sache zu knüpfen, nichts mehr zu tun“ habe¹⁵. Doch einer so massiven, die Tragfähigkeit der Miteigentumskonstruktion als solche in Frage stellenden Kritik wie heute war das deutsche Depotrecht noch niemals ausgesetzt¹⁶. Auch im Ausland ist man offensichtlich nicht (mehr) uneingeschränkt vom deutschen Ansatz überzeugt. Jedenfalls ist es gewiß nicht als Kompliment zu verstehen, wenn dieser Ansatz dort mitunter als „semi-modern“ etikettiert und von „fully modern jurisdictions“ abgegrenzt wird, die sich von der Vorstellung, die Anleger hätten dingliche Rechte an bestimmten Wertpapieren, gelöst haben¹⁷.

III. Europäische und internationale Rechtsharmonisierung

Daß der Reformdruck auf das deutsche Depotrecht in den letzten Jahren erheblich zugenommen hat, ist auch auf eine Reihe europäischer und internationaler Initiativen zur Harmonisierung des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung zu-

¹² *Habersack/Mayer*, WM 2000, 1678, 1680 ff.; dem folgend *Enchelmaier*, Übertragung, S. 506.

¹³ *Schlegelberger/Hefermehl*, HGB, Anh. § 406 Rn. 326.

¹⁴ *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2022.

¹⁵ *Zöllner*, in: Festschrift für Ludwig Raiser, S. 249, 255.

¹⁶ Verteidigung dieser Konstruktion aber neuerdings bei *Scherer/Behrends*, DepotG, § 24 Rn. 8; insgesamt positive Bewertung auch bei *Schwarz*, Globaler Effektenhandel, S. 441.

¹⁷ *Guynn/Marchand*, in: van Houtte (Hrsg.), *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Rn. 3.12 ff.

rückzuführen, deren gemeinsames Ziel in der Beseitigung von Rechtsunsicherheiten bei der Übertragung und Verpfändung von Depotguthaben vor allem im grenzüberschreitenden Verkehr besteht. So hat die Haager Konferenz für Internationales Privatrecht am 13. Dezember 2002 das Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte in bezug auf intermediärverwahrte Wertpapiere anzuwendende Rechtsordnung (Haager Wertpapierübereinkommen – HWpÜ) verabschiedet. Es zielt auf eine Vereinheitlichung des Kollisionsrechts ab, indem es Regelungen darüber aufstellt, welche Rechtsordnung auf (Verfügungen über) Wertpapiere, die in verbuchter Form gehalten werden, zur Anwendung kommt. Obwohl dieses Übereinkommen bislang nicht die erhoffte Akzeptanz gefunden hat, ja aus heutiger Sicht als gescheitert gelten muß, gilt es nicht zu Unrecht als „das bedeutendste Projekt zur Vereinheitlichung des internationalen Privatrechts im Bereich der mediatisiert verwahrten Wertpapiere“¹⁸. Es war vor allem *Einsele*, die das – von ihr als wichtiger Beitrag zur Rechtssicherheit begrüßte – Haager Wertpapierübereinkommen zum Anlaß genommen hat, die sachenrechtliche Konstruktion des Effektengiroverkehrs nochmals grundsätzlich in Frage zu stellen und gravierende Zweifel an der Kompatibilität dieser Konstruktion mit der Hauptanknüpfungsregel des Übereinkommens anzumelden¹⁹.

Der Ruf nach einer Reform des Depotrechts wurde noch lauter, als am 9. Oktober 2009 von einer diplomatischen Konferenz in Genf das UNIDROIT-Übereinkommen über materiellrechtliche Regelungen für intermediärverwahrte Wertpapiere – kurz: Genfer Wertpapierübereinkommen (GWpÜ)²⁰ – verabschiedet wurde. Zwar beschränkt sich dieses Übereinkommen mit Rücksicht auf die zum Teil erheblichen Unterschiede zwischen den einzelnen Rechtsordnungen im Sinne eines „minimalistischen“ Ansatzes auf eine Harmonisierung bestimmter Kernaspekte der mediatisierten Wertpapierverwahrung, um die interne Zuverlässigkeit (*internal soundness*) und internationale Kompatibilität (*compatibility*) der nationalen Depotrechte zu gewährleisten²¹. Gleichwohl ist *Mülbert* der Meinung, für „das konzeptionell auf der Sache Wertpapier aufbauende Depotrecht“ bedeute es „eine Zeitenwende, weil es zum gänzlichen Abschied von allem sachenrechtlichen Denken zwingt“. Vor allem müsse das deutsche Recht, sollte sich Deutschland zur Ratifizierung und Umsetzung des Übereinkommens entschließen, die Vorstellung aufgeben, Wertpapiere könnten durch einen einzigen Akt unmittelbar vom bisherigen Inhaber an seinen Rechtsnachfolger übertragen werden²². Mit diesem Verständnis des Übereinkommens steht *Mülbert* nicht allein²³.

¹⁸ Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. November 2006, BBl. 2006, S. 9413.

¹⁹ *Einsele*, WM 2003, 2349, 2352 ff.

²⁰ UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, UNIDROIT 2009 – CONF. 11/2 – Doc. 42 (9. Oktober 2009).

²¹ Siehe vorerst nur *Kronke*, WM 2010, 1625, 1626.

²² *Mülbert*, ZBB 2010, 445, 458.

²³ *Scherer/Löber*, DepotG, Anh. 15 unter III und IV (S. 652 ff.); *Kronke*, WM 2010, 1625, 1631;

Schließlich erwarten manche, daß auch das von der Europäischen Union im Jahr 2005 ins Werk gesetzte Projekt Rechtssicherheit (*Legal Certainty Project*) über kurz oder lang eine Aufgabe des sachenrechtlichen Modells des Effektengiroverkehrs erfordern wird. Die Bestrebungen der Europäischen Union, das Recht der Wertpapierverwahrung und der Abwicklung von Wertpapiergeschäften über die bereits verabschiedeten Richtlinien hinaus²⁴ zu harmonisieren, gehen auf zwei einflußreiche Berichte der sog. *Giovannini*-Gruppe zurück²⁵. Diese hatte das Fehlen eines einheitlichen europäischen Rahmens für Rechte an intermediärverwahrten Wertpapieren als eines der größten Hindernisse im grenzüberschreitenden Verkehr identifiziert (sog. *Giovannini*-Barriere 13). Dieser Befund veranlaßte die Europäische Kommission, eine Expertengruppe, die *Legal Certainty Group*, einzusetzen und diese damit zu beauftragen, Vorschläge zum Abbau dieses Hindernisses zu erarbeiten. Aufbauend auf den Empfehlungen der *Legal Certainty Group*²⁶ und den Ergebnissen eines ersten Konsultationsverfahrens, das zwischen April und Juni 2009 stattfand, hat die Kommission die Ausarbeitung einer „*Directive on legal certainty of securities holding and transactions (Securities Law Directive – SLD)*“ in Angriff genommen. Im Sommer 2010 waren die Arbeiten so weit fortgeschritten, daß eine baldige Verabschiedung der Richtlinie und mit ihr angesichts der weitgehenden Vergleichbarkeit mit dem Genfer Wertpapierübereinkommen das „Ende allen sachenrechtlichen Denkens im Depotrecht“ erwartet wurde²⁷. Zwar hat die Kommission das Projekt Rechtssicherheit nach einem zweiten Konsultationsverfahren, das im Januar 2011 endete, auf die lange Bank geschoben. Die Frage nach den Auswirkungen eines künftigen europäischen Rechtsakts auf das deutsche Miteigentumskonzept steht aber nach wie vor im Raum.

siehe ferner (zum vorläufigen Konventionsentwurf vom 23. Dezember 2004) *Einsele*, WM 2005, 1109, 1113 ff.; *Saager*, Die Bank 4/2005, 22, 23 ff.

²⁴ Siehe zum einen die Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen (sog. FinalitätsRL), ABl. L 166 vom 11. Juni 1998, S. 45; zum anderen die Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten (sog. FinanzsicherheitenRL), ABl. L 168 vom 27. Juni 2002, S. 43.

²⁵ *The Giovannini Group*, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, November 2001; *dies.*, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, April 2003.

²⁶ *Legal Certainty Group*, Advice, 28. August 2006; *dies.*, Second Advice of the Legal Certainty Group, Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU, August 2008.

²⁷ Siehe den Titel des Aufsatzes von *Mülbart*, ZBB 2010, 445 ff. und die Ausführungen zur *Securities Law Directive* auf S. 455 ff.; siehe ferner *ders.*, in: Festschrift für Koziol, S. 1055, 1070 ff.; *Vofß*, EWS 2010, 209, 210 f.

IV. Stand der Reformdiskussion

In der Frage, wie eine Reform des Depotrechts aussehen sollte, gehen die Meinungen unter den Kritikern allerdings weit auseinander. In der Überzeugung, daß Besitz und Eigentum im Effektingiroverkehr jede Bedeutung verloren haben, hält *Einsele* einen radikalen Wechsel zu einem im Ansatz schuldrechtlichen Konzept für die einzig richtige Lösung. Sie befürwortet ein Modell eines Effektingiroverkehrs auf der Grundlage der fiduziarischen Treuhand (Vollrechtstreuhand)²⁸. Dieses Modell lehnt sich an den sog. Treuhandgiroverkehr für Wertpapiere an, die im Ausland angeschafft und verwahrt werden, und weist gewisse Ähnlichkeiten mit dem in Art. 8 des Uniform Commercial Code (UCC) geregelten US-amerikanischen Konzept des *security entitlement* auf. Es ist im wesentlichen dadurch gekennzeichnet, daß die *Clearstream Banking AG* rechtliche Eigentümerin der bei ihr hinterlegten Wertpapiere wird und die Rechtsverhältnisse in der Pyramide jeweils als fiduziarische Treuhand ausgestaltet sind. Nicht minder radikal ist *Lehmanns* Vorschlag, das Recht der Kapitalmarkttitel vollständig vom allgemeinen Wertpapierrecht abzulösen und zu einem Recht der „Finanzinstrumente“ zu verselbständigen, die durch Eintragung in ein Register begründet – also grundsätzlich nicht in Urkunden verbrieft – werden und nach besonderen, auf ihre Einordnung als unkörperliche Vermögensgegenstände zugeschnittenen Regeln übertragen und verpfändet werden²⁹. Daneben gibt es nicht wenige Stimmen, die Sympathien für das am 1. Januar 2010 in Kraft getretene schweizerische Bucheffektengesetz (BEG) hegen und damit die Überlegung in den Raum stellen, die Rechtsposition des Anlegers als neuartiges Vermögensobjekt *sui generis* auszugestalten, ohne etwas an den bisherigen Formen der Verbriefung und Verwahrung von Kapitalmarktwerten zu ändern³⁰. Eine solche Lösung scheint auch das (frühere) Bundesministerium der Justiz in Erwägung zu ziehen. In seinem Eckpunktepapier zur Reform des Depotrechts vom 29. Mai 2008 hat es allerdings noch eine weitere Option zur Diskussion gestellt, und zwar, unabhängig von der grundsätzlichen Frage einer Abkehr vom Sachenrecht, die Schaffung eines eigenständigen Übertragungstatbestandes für den Effektingiroverkehr, in dem der Kontobuchung, wie schon jetzt in der Praxis, maßgebliche Bedeutung zukommt³¹.

²⁸ *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 561 ff.; *dies.*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Zukunft des Clearing und Settlement, S. 3, 14 ff.; *dies.*, RIW 1997, 269, 274; *dies.*, WM 2000, 7, 13. Unterstützung für dieses Modell bei *Risch*, Genfer Wertpapierkonvention, S. 332 ff.

²⁹ *Lehmann*, Finanzinstrumente, S. 228 ff.; ähnlich *Chun*, Cross-Border Transactions, S. 436 ff.

³⁰ *Beckmann*, Reformbedarf, S. 179; *Hanten*, Bucheffektengesetz, S. 202 f.; *Wust*, Verbuchung, S. 452; *Casper*, in: Leible/Lehmann/Zech (Hrsg.), Unkörperliche Güter im Zivilrecht, S. 173, 184 f., 190, 197 ff.; *Kronke*, WM 2010, 1625, 1634 f.; *Mülbert*, ZBB 2010, 445, 458; *Saager*, Die Bank 4/2005, 22, 25.

³¹ Bundesministerium der Justiz, Eckpunktepapier zur Reform des Depotrechts vom 29. Mai 2008, Punkt 3. Für die Schaffung eines dinglichen Übertragungstatbestandes (unter Beibehaltung des sachenrechtlichen Ansatzes) *Scherer/Scherer*, DepotG, Anh. 15 unter II 2 (S. 659).

Diesen Vorschlägen aus jüngerer Zeit steht die aus den 1970er Jahren stammende Empfehlung gegenüber, das bislang für Schuldtitel der öffentlichen Hand reservierte Modell der Sammelschuldbuchforderungen, die nicht in Urkunden verbrieft, sondern durch Eintragung in ein Schuldbuch begründet und dennoch wie Wertpapier-sammelbestände im Sinne des Depotgesetzes behandelt werden, auf Emissionen privater Unternehmen auszudehnen³². Für den vollständigen Übergang auf sog. Wertrechte wird angeführt, daß der Sache nach schon heute ein Handel mit unverbrieften Rechten betrieben werde und mit den – seit 2006 im Bundesschuldenwesen-gesetz (BSchuWG) enthaltenen – Bestimmungen über das Schuldbuch ein in der Praxis erprobtes Regelwerk zur Verfügung stehe. In den letzten Jahren hat dieser Vorschlag, um den es in der Zwischenzeit still geworden war, weitere Befürworter gefunden³³. Dagegen ist *Kollers* Vorschlag, den Effekten giroverkehr unter Abschaffung des staatlichen Schuldbuchprivilegs auf der Grundlage obligatorischer Globalurkunden für sämtliche Emittenten neu zu ordnen³⁴, bis heute vereinzelt geblieben. Diesen beiden Ansätzen ist gemeinsam, daß sie die sachenrechtliche Grundkonzeption des Effekten giroverkehrs im Kern beibehalten wollen.

V. Ziel und Gang der Untersuchung

Die große Bandbreite der Reformvorschläge macht deutlich, daß trotz einer inzwischen größeren Zahl an Veröffentlichungen zum Depotrecht noch erheblicher Diskussions- und Klärungsbedarf besteht³⁵. An diesem Befund setzt die vorliegende Untersuchung an. Sie geht der Frage nach, ob die mediatisierte Wertpapierverwahrung in Deutschland noch auf einer soliden Grundlage steht, ob und inwieweit die europäischen und internationalen Bestrebungen zur Harmonisierung des Depotrechts ein konzeptionelles Umdenken erfordern und welche rechtspolitischen Folge-

³² Erstmals im Detail ausgearbeitet wurde dieses Modell von *Peters*, Wertpapierfreies Effek-tensystem, S. 71 ff., 125 ff.; *ders.*, Rechtliche Entwicklungsmöglichkeiten, S. 34 ff.; *ders.*, WM 1976, 890 ff.

³³ *Zahn/Kock*, WM 1999, 1955 ff.; *Habersack/Mayer*, WM 2000, 1678, 1684; *Schwennicke*, AG 2001, 118, 124. Für einen Übergang auf Wertrechte auch *Enchelmaier*, Übertragung, S. 512 ff., dem allerdings eine gesetzliche Ausgestaltung in Anlehnung an die Vorschriften für Einzelschuldbuchforderungen (insbesondere § 8 Abs. 2 BSchuWG) vorschwebt.

³⁴ *Koller*, in: Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, S. 1495 ff.

³⁵ Im wesentlichen positive Bewertung des gegenwärtigen Rechtszustandes jedoch bei *Scherer/Scherer*, DepotG, vor § 1 Rn. 5. Sehr zurückhaltend auch die im Mai 2000 eingesetzte Regierungskommission Corporate Governance, die sich der Empfehlung, das Modell der Schuldbuchforderungen auf Effekten privater Emittenten zu erweitern, nicht anzuschließen vermochte. Doch hielt sie immerhin für denkbar, „dass der Gesetzgeber, wie bereits bisher, durch einzelne wohlerrungene Schritte eine Anpassung an die veränderten Gegebenheiten und Abläufe erreichen kann“; siehe *Baums* (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 194; zurückhaltend auch *Noack*, in: Festschrift für Wiedemann, S. 1141, 1143 f.; *Kümpel*, WM 1982, 730, 738; *Mentz/Fröhling*, NZG 2002, 201, 210; *Than*, in: Festschrift für Schimansky, S. 821, 834 ff.

rungen ggf. aus der Reformbedürftigkeit des deutschen Depotrechts gezogen werden sollten.

Die Untersuchung ist in fünf Teile gegliedert. Der *erste Teil* behandelt die Grundlagen der mediatisierten Wertpapierverwahrung. Er stellt zunächst die prägenden Merkmale mehrstufiger Verwahrsysteme dar (unter § 2) und geht anschließend auf die unterschiedlichen nationalen Konzepte der rechtlichen Ausgestaltung solcher Systeme ein. Dabei gilt ein besonderes Augenmerk der Frage, welche Rechtsposition der Anleger mit der Depotgutschrift erwirbt und nach welchen Regeln über diese Position verfügt wird (unter § 3). § 4 befaßt sich mit der praktisch-organisatorischen Seite des Effektengiroverkehrs, dem Clearing und Settlement. Er möchte dem Leser jenen Überblick über die Infrastruktur und die Methoden der Abwicklung von Effektingeschäften verschaffen, der für das Verständnis der in dieser Arbeit behandelten Rechtsfragen unerlässlich ist. Zum Abschluß des ersten Teils werden die Risiken dargestellt, denen die Beteiligten bei der Verwahrung von Wertpapieren und der Abwicklung von Effektingeschäften ausgesetzt sind, um auf dieser Grundlage genauere Aussagen über die Regelungsaufgaben auf dem Gebiet des Depotrechts treffen zu können (unter § 5).

Im *zweiten Teil* wird das deutsche Depotrecht eingehend auf seine interne Zuverlässigkeit (*internal soundness*) und internationale Kompatibilität (*compatibility*) untersucht. Nacheinander auf den Prüfstand gestellt werden die Regelungen für die Girosammelverwahrung von Wertpapieren im Inland (unter § 6), für die Samschuldbookforderungen der öffentlichen Hand, die trotz ihrer fehlenden Verbriefung wie inländische Wertpapiersammelbestände behandelt werden (unter § 7), für den grenzüberschreitenden Effektingiroverkehr auf der Grundlage gegenseitiger Kontoverbindungen i. S. von § 5 Abs. 4 DepotG (unter § 8) sowie für das Konzept der sog. Gutschrift in Wertpapierrechnung, auf das bei der Anschaffung und Verwahrung von Wertpapieren im Ausland zurückgegriffen wird (unter § 9). Obwohl der Schwerpunkt dieser Arbeit auf dem materiellen Recht liegt, darf auch ein Blick auf das internationale Privatrecht des Effektingiroverkehrs nicht fehlen. *Sedes materiae* im deutschen Recht ist § 17a DepotG, der auf die europäische Finalitätsrichtlinie³⁶ zurückgeht (unter § 10). Der zweite Teil schließt mit einer zusammenfassenden Bewertung (unter § 11).

Der *dritte Teil* ist dem schweizerischen Recht gewidmet. Es drängt sich für eine vergleichende Untersuchung geradezu auf, da es bis zum Inkrafttreten des Bucheffektengesetzes am 1. Januar 2010 weitgehende Übereinstimmungen mit dem deutschen aufwies und daher auch mit vielen jener Unklarheiten und Unstimmigkeiten zu kämpfen hatte, wie sie auch in der hiesigen Reformdiskussion moniert werden. In einem ersten Schritt wird dargestellt, wie die Wertpapierverwahrung und -abwicklung in der Schweiz organisiert ist (unter § 12). Im Anschluß daran wird ein Überblick über die Rechtslage vor Inkrafttreten des Bucheffektengesetzes gegeben.

³⁶ Siehe Fn. 24.

Denn die Vorzüge dieses Gesetzes wird nur richtig einschätzen können, wer den alten Rechtszustand mitsamt seiner Schwächen vor Augen hat (unter § 13). Den Schwerpunkt des dritten Teils bildet eine Darstellung und Analyse des Bucheffektengesetzes (unter § 14).

Der *vierte Teil* befaßt sich mit den jüngsten Initiativen zur Harmonisierung des Depotrechts auf internationaler und europäischer Ebene: dem Haager Wertpapierübereinkommen (unter § 15), dem Genfer Wertpapierübereinkommen (unter § 16) und den Harmonisierungsbemühungen der Europäischen Union, die in der letzten Zeit etwas ins Stocken geraten sind und deren Ausgang sich im Moment kaum abschätzen läßt. Bei der Darstellung und Analyse dieser Initiativen gilt ein besonderes Augenmerk der Frage, was es mit der Behauptung auf sich hat, das traditionelle Miteigentumskonzept des deutschen Rechts sei mit ihnen nicht kompatibel.

Im *fünften Teil* mit dem Titel „Depotrechtsreform“ werden rechtspolitische Folgerungen aus den Ergebnissen der vorherigen Teile gezogen. Dem liegt die Überzeugung zugrunde, daß der deutsche Gesetzgeber nicht auf zwingende Vorgaben „aus Brüssel“ warten, sondern sich schon heute Gedanken darüber machen sollte, ob und inwieweit das Recht der mediatisierten Wertpapierverwahrung auf eine neue konzeptionelle Grundlage gestellt oder zumindest punktuell ausgebessert werden sollte. Daher wird im fünften Teil erörtert, von welchen grundsätzlichen Überlegungen sich eine Reform des deutschen Depotrechts leiten lassen sollte (unter § 18) und welche Optionen dafür in Betracht kommen (unter § 19).

Erster Teil

Grundlagen der mediatisierten Wertpapierverwahrung

§ 2 Charakteristika

I. Pyramide von Depotverträgen

Wie in der Einführung bereits erwähnt, stellt sich ein mediatisiertes Verwahrsystem in seiner einfachsten Form als Pyramide von Depotverträgen mit drei Ebenen dar: An der Spitze steht ein nationaler Zentralverwahrer, bei dem eine Vielzahl von Emissionen physisch in Sammeldepots hinterlegt oder ausschließlich in Registern erfaßt ist. Die mittlere Ebene besteht aus einer begrenzten Anzahl an Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten¹, für die der Zentralverwahrer Depotkonten führt. An der Basis der Pyramide stehen die Anleger, die ihre Bestände über ihre Depotbank halten. Mit dem Bild von der Pyramide ist freilich nicht mehr als eine erste Annäherung erreicht. Die Arbeiten an der Genfer Wertpapierkonvention haben den Blick dafür geöffnet, daß man, um mediatisierte Verwahrsysteme in ihrer ganzen Bandbreite zu erfassen, zwischen intransparenten und transparenten Systemen unterscheiden muß.

1. Intransparentes System

In einem intransparenten System werden alle beim Zentralverwahrer hinterlegten bzw. registrierten Effekten unter dem Namen der angeschlossenen Depotbanken (Giroteilnehmer) verwahrt und verwaltet. Die einzelnen Anleger an der Basis der Pyramide sind dem Zentralverwahrer nicht bekannt. Ihre jeweiligen Namen und Bestände gehen nur aus den für sie von den Depotbanken geführten Konten, nicht aber aus dem Buchungssystem des Zentralverwahrers hervor. Der Anleger an der Basis der Verwahrapyramide taucht mit anderen Worten nur bei „seinem“ depotführenden Institut als Kontoinhaber auf². Das spart Arbeits-, Verwaltungs- und Informationskosten auf den verschiedenen Ebenen³. Mit einem intransparenten System in seiner reinsten Form hat man es zu tun, wenn sämtliche Effektenbestände, die eine Depotbank hält, beim Zentralverwahrer ungetrennt auf einem einzigen auf den Namen der Depotbank geführten Sammelkonto (*fungible account, omnibus account*⁴) verbucht

¹ In dieser Untersuchung wird der Einfachheit halber von „Depotbank“ gesprochen.

² Ege, Kollisionsrecht, S. 7; Thévenoz, 13 Stan. J.L. Bus. & Fin. (2007–2008), 384, 403 f. m. Fn. 51.

³ Schwarz, Globaler Effektenhandel, S. 38 f. mit Hinweis auf die Begr. zu § 3 DepotG, abgedr. bei Opitz, DepotG, S. 94; ferner Caballero/Johansson/Keijser/Vermaas, in: Keijser (Hrsg.), Transnational Securities Law, Rn. 7.43.

⁴ Siehe die Definition des Begriffs „omnibus account“ bei CESR/ECB, Standards for Clearing and

sind. In diesem Fall weist das Konto der Depotbank immer nur das Gesamtguthaben in der betreffenden Effektgattung aus. Ob es sich dabei um einen Eigenbestand der Bank (Nostroeffekten) oder um Bestände ihrer Kunden handelt (Loroeffekten), ist aus dem Konto nicht ersichtlich.

Intransparente Systeme der reinsten Art bilden heute allerdings die Ausnahme. In der Regel sind die Effektenbestände bei den Zentralverwahrern in segregierter Form verbucht. Von Segregierung (Segregation) spricht man, wenn ein Zwischenverwahrer⁵ (Depotbank) auf der übergeordneten Verwahrungsebene (Zentralverwahrer) seine Bestände getrennt nach Kundenbeständen (Lorobeständen) und Eigenbeständen (Nostrobeständen) hält und nicht in einem Sammelkonto vermischt⁶. Die Segregierung ist ein primär aufsichtsrechtliches Konzept⁷. Sie führt zu einer besseren Überschaubarkeit der Rechtsverhältnisse und soll verhindern, daß Gläubiger des Zwischenverwahrers im Insolvenzfall auf Bestände seiner Kunden zugreifen⁸. Außerdem dient sie der Beschleunigung des Insolvenzverfahrens, indem sie die unter Umständen langwierige Aufklärung erspart, welche Bestände dem Zwischenverwahrer und welche seinen Kunden gehören⁹. Allgemein verspricht man sich von ihr einen besseren Schutz der Vermögenswerte der Depotinhaber¹⁰. In ihrer Bedeutung für den Kundenschutz sollte die Segregierung aber nicht überschätzt werden¹¹. Denn dieser Schutz hängt in erster Linie von anderen Vorkehrungen ab, namentlich vom Recht des Depotkunden auf Aussonderung seiner Effekten und den Regelungen über die Verlusttragung im Fall eines Unterbestandes (*shortfall*)¹².

Settlement in the EU, Glossary, S. 89: „A single account for the commingled funds or securities of multiple parties.“

⁵ Nach der Legaldefinition in § 3 Abs. 2 Satz 1 DepotG ist ein Zwischenverwahrer ein „Verwahrer, der Wertpapiere von einem anderen Verwahrer verwahren läßt“.

⁶ Hess/Zbinden, in: Zobl/Hess/Schott (Hrsg.), BEG-Kommentar, Art. 12 BEG Rn. 1; Turing, Clearing and Settlement, Anm. 6.19, der zutreffend hervorhebt, daß mit Segregierung im hier verstandenen Sinne nicht die Trennung zwischen Eigen- und Kundenbeständen in den *eigenen* Büchern des Zwischenverwahrers gemeint ist. Siehe auch die Definition bei CESR/ECB, Standards for Clearing and Settlement in the EU, Glossary, S. 91: „A method of protecting client assets and positions by holding and designating them separately from those of the carrying firm or broker“.

⁷ Hess/Zbinden, in: Zobl/Hess/Schott (Hrsg.), BEG-Kommentar, Art. 12 BEG Rn. 2.

⁸ Haentjens, Harmonisation of Securities Law, S. 265 f.

⁹ Hess/Zbinden, in: Zobl/Hess/Schott (Hrsg.), BEG-Kommentar, Art. 12 BEG Rn. 3.

¹⁰ Siehe etwa Erwägungsgrund (42) zu Art. 38 CSDR (dazu sogleich im Text); Caballero/Johansson/Keijser/Vermaas, in: Keijser (Hrsg.), Transnational Securities Law, Rn. 7.40.

¹¹ Im übrigen ändert auch die Segregierung nichts daran, daß einem Emittenten von Inhaberaktien (ungeachtet der Mitteilungspflichten nach § 20 AktG und §§ 33 ff. WpHG) derzeit keine Möglichkeiten zu Gebote stehen, seine Aktionäre zu identifizieren und unmittelbar mit ihnen zu kommunizieren. Das wird sich für börsennotierte Gesellschaften mit Umsetzung der reformierten Aktionärsrechterichtlinie ändern, siehe Art. 3a der Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. EU Nr. L 132 vom 20. Mai 2017, S. 1. Ob die Umsetzung zur Abschaffung der Inhaberaktie führen wird, bleibt abzuwarten; Eggers/de Raet, AG 2017, 464, 469 halten das für „nicht unwahrscheinlich“.

¹² SK FinfraG-Hess/Künzi/Peditto/Costantini, Art. 69/73 Rn. 50.

In vielen Ländern ist die Segregierung schon seit längerem Standard, beispielsweise in Deutschland¹³, Österreich¹⁴, Frankreich¹⁵, den USA¹⁶, den Niederlanden¹⁷ und der Schweiz¹⁸. Dies hat, was die EU-Mitgliedstaaten betrifft, auch mit sekundärrechtlichen Vorgaben zu tun, die heute in Art. 16 Abs. 8 MiFID II¹⁹ und in Art. 2 Abs. 1 lit. d) der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593²⁰ zu finden sind. Umsetzungsvorschriften im deutschen Recht sind § 84 Abs. 4 WpHG²¹ sowie § 10 WpDVerOV²². Die für unseren Zusammenhang wichtigste Regelung ist allerdings Art. 38 CSDR. Nach Art. 38 Abs. 1 CSDR hat ein Zentralverwahrer die Pflicht, seine Aufzeichnungen und Konten so zu führen, daß die Bestände der Teilnehmer voneinander und ggf. auch von den Eigenbeständen des Zentralverwahrers getrennt sind. Nach Art. 38 Abs. 2 CSDR hat ein Zentralverwahrer es jedem Teilnehmer zu ermöglichen, seine eigenen Wertpapiere von denen seiner Kunden zu trennen. In den folgenden Absätzen wird diese Pflicht konkretisiert, indem festgelegt wird, daß ein Zentralverwahrer seinen Teilnehmern zwei Arten der Kontentrennung anzubieten hat: die sog. Omni-

¹³ Nr. 10 Abs. 4 der Bekanntmachung des BAKred über die Anforderungen an die Ordnungsmäßigkeit des Depotgeschäfts und der Erfüllung von Wertpapierlieferungsverpflichtungen vom 21. Dezember 1998: Unterscheidung zwischen Depot A (Eigendepot) und Depot B (Fremddepot). Die Einbuchung im Fremddepot B ist wegen der Fremdvermutung des § 4 Abs. 1 Satz 1 DepotG der Regelfall; zu den Einzelheiten *Kümpel/Decker*, Depotgeschäft, Rn. 8/34 ff.

¹⁴ *Iro*, in: *Apathy/Iro/Koziol* (Hrsg.), Österreichisches Bankvertragsrecht, Rn. 4/64.

¹⁵ *de Vauplane/Yon*, in: *Conac/Segna/Thévenoz* (Hrsg.), *Intermediated Securities*, S. 193, 204 ff.

¹⁶ *Schwarz*, *Globaler Effektenhandel*, S. 41.

¹⁷ *Haentjens*, *Harmonisation of Securities Law*, S. 266.

¹⁸ Siehe die Artikel 69 und 73 FinfraG, die eng an Art. 38 CSDR angelehnt sind; dazu sogleich im Text.

¹⁹ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU vom 15. Mai 2014, ABl. EU Nr. L 173, S. 349. Vorgängervorschrift war Art. 13 Abs. 7 MiFID I (Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145 vom 21. April 2004, S. 1).

²⁰ Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Entrichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen, ABl. EU Nr. L 87 vom 31. März 2017, S. 500. Vorgängervorschrift war Art. 16 Abs. 1 lit. d) der MiFID-Durchführungsrichtlinie (Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. EU Nr. L 241 vom 2. September 2006, S. 26).

²¹ In der Fassung des 2. FiMaNoG vom 23. Juni 2017, BGBl. I, S. 1693.

²² Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und -Organisationsverordnung – WpDVerOV) vom 17. Oktober 2017, BGBl. I, S. 3566. Die Verordnung ist an die Stelle der Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung vom 20. Juli 2007 (BGBl. I, S. 1432) getreten.

bus-Kunden-Kontentrennung (Art. 38 Abs. 3 CSDR) und die sog. Einzelkunden-Kontentrennung (Art. 38 Abs. 4 CSDR). Bei der Omnibus-Kunden-Kontentrennung sind die Wertpapiere der Kunden des Teilnehmers auf einem einzigen Depotkonto verbucht. Es wird also beim Zentralverwahrer ein Konto für die Eigenbestände des Teilnehmers und eines für die Bestände von dessen Kunden geführt²³. Bei der Einzelkunden-Kontentrennung sind die Bestände der einzelnen Kunden in Einzelkunden-Konten voneinander getrennt. Es werden also beim Zentralverwahrer neben dem Konto mit den Eigenbeständen des Teilnehmers Einzelkonten mit den Positionen der Kunden geführt²⁴. Die Teilnehmer sind ihrerseits verpflichtet, ihren Kunden zumindest die Wahl zwischen einer Omnibus-Kunden-Kontentrennung und einer Einzelkunden-Kontentrennung einzuräumen und sie über die mit diesen Optionen verbundenen Kosten und Risiken zu informieren (Art. 38 Abs. 5 CSDR). Art. 38 CSDR kennt somit keine generelle Pflicht des Zentralverwahrers, separate Konten für Eigen- und Fremdbestände der Teilnehmer zu führen. Das Bestehen einer solchen Pflicht hängt vielmehr vom Verlangen des jeweiligen Teilnehmers ab, der seinerseits seinen Kunden die Wahl zwischen Omnibus-Kunden-Kontentrennung und Einzelkunden-Kontentrennung lassen muß. Auch im Fall der Einzelkunden-Kontentrennung bleibt es allerdings dabei, daß dem Zentralverwahrer die Identität der einzelnen Anleger verborgen bleibt. Art. 38 CSDR verlangt nicht den Übergang zu einem transparenten Verwahrsystem.

2. Transparentes System

In einem transparenten System sind dem Zentralverwahrer auch die Namen und Effektenbestände der Investoren an der Basis der Pyramide bekannt. Es ist möglich, mit einem Blick in die Bücher des Zentralverwahrers die jeweiligen Anteilseigner zu identifizieren²⁵. Drei Formen transparenter Systeme lassen sich unterscheiden²⁶: (1) Der Zentralverwahrer führt separate Konten auf die Namen der einzelnen Anleger. (2) Die Konten der angeschlossenen Teilnehmer sind in Sub-Konten unterteilt, aus denen die Bestände der einzelnen Anleger ersichtlich sind. (3) Zwischen dem Zentralverwahrer und den angeschlossenen Teilnehmern findet ein permanenter Informationsaustausch hinsichtlich der Zuordnung der Titel statt.

Ein transparentes System findet sich beispielsweise in Schweden. Dort hat ein Investor die Wahl, ob er seine Effekten über einen Zwischenverwahrer oder über ein eigenes Konto beim Zentralverwahrer (*Euroclear Sweden*) halten möchte. Entschei-

²³ Vgl. SK FinfraG-Hess/Künzi/Peditto/Costantini, Art. 69/73 Rn. 8/9 nebst Schaubild.

²⁴ Vgl. SK FinfraG-Hess/Künzi/Peditto/Costantini, Art. 69/73 Rn. 10-13 nebst Schaubild. Aus Art. 38 Abs. 4 CSDR folgt aber nicht, daß ein Zentralverwahrer dem Kunden eines Teilnehmers eine direkte Geschäftsbeziehung in Form eines Depotvertrages anbieten muß; siehe *Die Deutsche Kreditwirtschaft*, Vermerk zur Kontentrennung nach Art. 38 CSD-Verordnung, S. 12.

²⁵ Schwarz, *Globaler Effektenhandel*, S. 43.

²⁶ Siehe die Kategorisierung im UNIDROIT-Working Paper zu „Transparent Systems“ vom Oktober 2006, UNIDROIT 2006, Study LXXVIII – Doc. 44, S. 3 f.

det er sich für die zweite Alternative, d.h. für die Eröffnung eines sog. *owner accounts*, setzt dies allerdings nicht den Abschluß eines Depotvertrages mit dem Zentralverwahrer voraus. Vielmehr muß sich der Anleger an ein Finanzinstitut wenden, das beim Zentralverwahrer als Kontoführer (*account operator*) zugelassen ist. Denn im transparenten System Schwedens (wie auch dem Finnlands) sind die Aufgaben zwischen den Intermediären so verteilt, daß der Zentralverwahrer die für das Betreiben des Kontensystems erforderliche Infrastruktur zur Verfügung stellt, während die *account operators*, die über elektronische Schnittstellen auf das System zugreifen können, sich im Auftrag des Zentralverwahrers um die Einrichtung und Führung der Anlegerkonten kümmern²⁷. Dementsprechend ist die Anzahl der von *Euroclear Sweden* geführten Depotkonten vergleichsweise hoch²⁸. In anderen Spielarten sind transparente Systeme in Spanien, Griechenland, der Tschechischen Republik, Brasilien und China anzutreffen²⁹. Da sie in den in dieser Arbeit untersuchten Rechtsordnungen keine Rolle spielen, können sie jedoch im folgenden vernachlässigt werden.

II. Depotgutschrift als Ausweis der Rechtsinhaberschaft

Unabhängig von der Ausdehnung und Komplexität der Pyramide ist allen mediatisierten Verwahrsystemen gemeinsam, daß sich die Rechtsinhaberschaft des Anlegers jedenfalls faktisch ausschließlich aus seinem Depotkonto ergibt. Um zu ermitteln, wem die Kapitalmarkttitel zugeordnet sind, ist es daher (in einer intransparenten Verwahrapyramide) notwendig, die Kette von Depotgutschriften von der Spitze bis zur Basis, d.h. vom Zentralverwahrer bis zum Anleger zurückzuerfolgen³⁰. Dieser Umstand hat das englischsprachige Schrifttum zu der Folgerung geführt, „that it is the *account* rather than the *certificates* that is the source of the investor’s entitlement“³¹. Für das deutsche Recht haben *Noack* und *Zetzsche* diese Folgerung dahin zugespitzt, die „Aktie“ sei nicht mehr und nicht weniger als ein Buchungsposten in einer beim

²⁷ UNIDROIT-Working Paper zu „Transparent Systems“, UNIDROIT 2006, Study LXXVIII – Doc. 44, S. 12f.; für eine Kurzbeschreibung der Nordischen Verwahrsysteme siehe auch *Afrell/Wal-lin-Norman*, Unif. L. Rev. 2005, 277 ff.

²⁸ Im Jahr 2015 lag sie bei 3.200.000, siehe *ECSDA*, CSD Factbook 2015, S. 14 und 54.

²⁹ Siehe die Beispiele im UNIDROIT-Working Paper zu „Transparent Systems“, UNIDROIT 2006, Study LXXVIII – Doc. 44, S. 5 ff. Speziell zum spanischen System *Garcimartin*, in: *Conac/Segna/Thévenoz* (Hrsg.), *Intermediated Securities*, S. 269, 270 ff.

³⁰ *Dechamps*, Wertrechte, S. 17; *Gwynn/Marchand*, in: van Houtte (Hrsg.), *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Rn. 3.02; *Pleyer/Schleiffer*, DB 1972, 77, 80.

³¹ *Bernasconi*, Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Hague Conference on Private International Law, *Collateral Securities*, Prel. Doc. No 1 of November 2000, S. 14; ebenso *Goode*, in: *Oditah* (Hrsg.), *The Future for the Global Securities Market*, S. 112; *Gullifer*, *Legal Problems*, Rn. 6-07; *Haentjens*, *Indirectly Held Securities*, S. 17.

Zentralverwahrer beginnenden Kette. Die Gesamtheit aller Depotbuchungen ergebe das in „Aktien“ zerlegte Grundkapital der Aktiengesellschaft (§ 1 Abs. 2 AktG)³².

III. „Stückelose“ Verfügungen über Depotwerte

1. Effektengiroverkehr

Die mediatisierte Wertpapierverwahrung ist eine Schöpfung der Praxis. Ungeachtet aller Unterschiede in der historischen Entwicklung und rechtlichen Konstruktion diente ihr Aufbau in allen Ländern, die diese Einrichtung kennen, dem Zweck, das massenhafte Effektengeschäft nach dem Vorbild des bargeldlosen Zahlungsverkehrs zu rationalisieren³³. Müßten bei jeder Transaktion Wertpapiere körperlich vom Veräußerer an den Erwerber übergeben werden, wäre die millionenfache Abwicklung börslicher und außerbörslicher Geschäfte auch wegen des dann bestehenden Diebstahls-, Fälschungs- und Verlustrisikos nicht unter vertretbarem Aufwand zu bewerkstelligen. Der berühmt-berüchtigte sog. *paperwork crunch*, der sich in den USA der späten 1960er Jahre zugetragen hat, ist das wohl eindringlichste Beispiel dafür, daß der Versuch, gewaltige Handelsvolumina mit traditionellen Übertragungsformen zu bewältigen, das Finanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs führen kann³⁴. Die Deponierung von Kapitalmarktstiteln bei einer zentralen Sammelstelle macht es möglich, über die Titel im Wege des „stückelosen“ Effektengiroverkehrs, d. h. ausschließlich mittels Buchungen auf Depotkonten zu verfügen. Unterhalten die Parteien ihre Konten bei ein und demselben Verwahrer, so erschöpft sich der Übertragungsvorgang in einer Umbuchung vom Konto des Veräußerers auf das Konto des Erwerbers (hausinterne Abwicklung). Lassen die Parteien ihre Bestände durch zwei verschiedene Depotbanken verwahren, so bedarf es einer ganzen Reihe von Buchungen auch auf der Ebene des Zentralverwahrers (teilnehmerübergreifende Abwicklung)³⁵: (1) einer Belastungsbuchung auf dem Konto des Veräußerers, (2) der „Lieferung“ der Titel von der Depotbank des Veräußerers an die Depotbank des Erwerbers durch den Zentralverwahrer in Form korrespondierender Einträge in den Teilnehmerkonten, (3) einer Gutschrift auf dem Konto des Erwerbers³⁶. Sind weitere

³² Noack/Zetzsche, AG 2002, 651, 654. Siehe auch Noack, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel – Grundsatzfragen des Aktienrechts, S. 510, 539 („Buchungsposten auf Konten, die von Finanzintermediären administriert werden“).

³³ Siehe für das deutsche Recht Büchner, Treuhandrechtliche Organisation, S. 15 ff.

³⁴ Näher dazu unten § 3 III 3 m. Fn. 154.

³⁵ Die Übertragung von Wertpapierguthaben von einer Bank auf eine andere unter Vermittlung des Zentralverwahrers wird mitunter auch als „Effektengiroverkehr im engeren Sinne“ bezeichnet, siehe Dechamps, Wertrechte, S. 96.

³⁶ Für die zivilrechtliche Analyse des Übertragungsvorgangs ist allerdings zu beachten, daß die einzelnen Buchungen nicht immer sequentiell ablaufen; siehe dazu unten § 4 IV 4.

Intermediäre in die Abwicklung eingeschaltet, verlängert sich die Buchungskette entsprechend³⁷.

2. Depotguthaben als Sicherheiten

Auch bei der Bestellung von rechtsgeschäftlichen Sicherheiten an Depotguthaben³⁸ findet eine körperliche Bewegung von Urkunden nicht statt. Das gilt für die Bestellung einer Sicherheit in Form der Vollrechtsübertragung³⁹ genauso wie für die Verpfändung, und es gilt auch unabhängig davon, ob das Sicherungsrecht zugunsten des depotführenden Intermediärs oder zugunsten eines Dritten begründet wird. Die Person des Sicherungsnehmers spielt allerdings eine Rolle, soweit es um die Methoden der „stücklosen“ Sicherheitenbestellung geht. So genügt zur Verpfändung von Depotwerten an den kontoführenden Verwahrer im Prinzip eine Vereinbarung zwischen den Parteien, wie sie beispielsweise in Nr. 14 AGB-Banken enthalten ist. Eines wie auch immer gearteten Vollzugsakts bedarf es nicht, da sich die Werte bereits unter der Kontrolle des Verwahrers befinden⁴⁰. Denn eine Weisung des Depotkunden, die Werte auf ein anderes Konto zu übertragen, braucht der Verwahrer ja nicht auszuführen, falls die Übertragung der Verpfändungsvereinbarung zuwiderliefe.

Anders liegt es bei der Verpfändung von Depotwerten an einen Dritten. Hier muß dem Dritten in einer Weise die Kontrolle über die Depotwerte verschafft werden, daß der Verpfänder nicht mehr ohne Zustimmung des Dritten über diese Werte verfügen kann. International sind dafür drei verschiedene Methoden gebräuchlich. Die erste ist die Umbuchung der Depotwerte auf ein Depotkonto des Pfandnehmers. Sie hat

³⁷ Siehe statt vieler *Bernasconi*, Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Hague Conference on Private International Law, Collateral Securities, Prel. Doc. No 1 of November 2000, S. 17 f.

³⁸ Über die enorme praktische Bedeutung von Depotguthaben als Sicherheiten sind hier nur wenige Worte zu verlieren. Das in Nr. 14 AGB-Banken geregelte Pfandrecht der Bank an den Depotwerten des Kunden ist nur ein Anwendungsfall. Der in der Praxis größte Anteil entfällt auf Sicherheiten, die innerhalb von Clearing- und Settlementssystemen gestellt und gehalten werden. Siehe dazu *Kronke/Haubold*, in: *Kronke/Melis/Kuhn* (Hrsg.), *Handbuch Internationales Wirtschaftsrecht*, Teil L Rn. 336 (S. 1711); *Benjamin*, *Interests in Securities*, Rn. 4.09 (S. 81); ferner noch unten § 6 VII 1.

³⁹ Nach der Legaldefinition in Art. 2 Abs. 1 b) *FinanzsicherheitenRL* ist eine „Finanzsicherheit in Form der Vollrechtsübertragung“ die „vollständige Übereignung bzw. Zession eines Finanzaktiums zum Zwecke der Besicherung oder anderweitigen Deckung von Verbindlichkeiten; hierzu gehören auch Wertpapierpensionsgeschäfte.“

⁴⁰ In Deutschland erfährt dieser Grundsatz eine Ausnahme, wenn ein Zwischenverwahrer Depotbestände seiner Kunden auf der Grundlage einer entsprechenden Ermächtigung gemäß §§ 12, 12a DepotG an einen Drittverwahrer verpfändet. Bei einer Verpfändung nach § 12 Abs. 2 DepotG sind die verpfändeten Wertpapiere vom Drittverwahrer dem sog. Pfanddepot C, bei einer Verpfändung nach § 12 Abs. 3 DepotG dem sog. Sonderpfanddepot D zuzuführen. Bei einer Verpfändung nach § 12a DepotG sind die Wertpapiere einem Sonderpfanddepot zuzuführen. Siehe Ziffer 6 Abs. 2 der Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen über die Anforderungen an die Ordnungsmäßigkeit des Depotgeschäfts und der Erfüllung von Wertpapierlieferungsverpflichtungen vom 21. Dezember 1998.

für den Pfandnehmer den Vorteil, daß er die ausschließliche Gewalt über das Pfand erlangt und im Verwertungsfall nicht auf die Mitwirkung des Verpfänders und dessen Verwahrers angewiesen ist. Unterhalten die Parteien ihre Konten nicht bei demselben Verwahrer, ist eine Umbuchung allerdings umständlich. Sie ist auch unpraktikabel, wenn der Verpfänder auch weiterhin Erträge aus seinen Wertpapieren ziehen und die damit verbundenen Rechte ausüben können soll.

In den meisten Fällen geht eine Verpfändung daher so vonstatten, daß die Wertpapiere im Depot des Verpfänders verbleiben und mittels eines Sperrvermerks als verpfändet gekennzeichnet werden. Das Depot wird dadurch zum Pfanddepot⁴¹. Die Teilverpfändung eines Depots wird häufig in der Weise vorgenommen, daß die Werte auf ein Unterkonto des Verpfänders übertragen und anschließend gesperrt werden⁴². Dieses Verfahren wird zum Beispiel von der *Clearstream Banking AG* im Rahmen ihres Systems „Xemac“ praktiziert, das den angeschlossenen Banken die Möglichkeit eröffnet, ihre Wertpapierbestände in einem Sicherheitenpool zu bündeln⁴³. International ist die Methode der Sicherheitenbestellung mittels Sperrvermerks unter der griffigen Bezeichnung „*earmarking*“ bekannt. Das Genfer Wertpapierübereinkommen verwendet den Ausdruck „*designating entry*“⁴⁴.

Die dritte Verpfändungsmethode ist die sog. Kontrollvereinbarung. Dabei handelt es sich um eine Vereinbarung, in der sich der depotführende Intermediär verpflichtet, Weisungen des Depotinhabers in bezug auf den verpfändeten Bestand nicht ohne Zustimmung des Pfandnehmers zu befolgen, oder durch die der Pfandnehmer selbst das Recht erwirbt, dem Intermediär Weisungen in bezug auf das Pfandgut zu erteilen. Eine Kontrollvereinbarung kann als bilateraler Vertrag zwischen dem Verpfänder und seinem Intermediär oder als dreiseitiger Vertrag unter Einschluß des Pfandnehmers ausgestaltet sein⁴⁵. Im Unterschied zu den beiden erstgenannten Methoden ist sie mit keinerlei Form von Publizität verbunden. Die Sicherheit ist Dritten gegenüber wirksam, sobald die Vereinbarung abgeschlossen ist. Eines nach außen hervortretenden Vollzugsaktes bedarf es nicht.

Genauere Aussagen zur praktischen Verbreitung der drei Bestellungsverfahren lassen sich wegen der Divergenzen zwischen den einzelnen Rechtsordnungen und Verwahrsystemen kaum treffen⁴⁶. In den USA und der Schweiz ist die Bestellung einer Sicherheit durch Kontrollvereinbarung zulässig⁴⁷, in Deutschland nicht. In den §§ 1205 ff. BGB, die in besonderem Maße dem sachenrechtlichen Publizitätsprinzip verpflichtet sind, ist sie nicht vorgesehen. Unterschiede bestehen auch in der Frage, für welche Arten von Verfügungen die verschiedenen Methoden herangezogen wer-

⁴¹ *Henrich*, Aktienverpfändung, S. 70 f.

⁴² *Dittrich*, Effektengiroverkehr, S. 102; *Apfelbaum*, Verpfändung, S. 60.

⁴³ CBF-Kundenhandbuch, S. 7–12 ff.

⁴⁴ Siehe Art. 12 Abs. 1 und Abs. 3(b) i. V. m. Art. 1(l) GWpÜ.

⁴⁵ Siehe die Definition des Begriffs „control agreement“ in Art. 1(k) GWpÜ.

⁴⁶ So mit Blick auf die EU-Mitgliedstaaten auch die *Legal Certainty Group*, Second Advice, S. 44.

⁴⁷ Vgl. Art. 25 BEG und UCC § 8-106(d)(2) i. V. m. § 9-314 und § 9-106.

den können. Wie der Blick auf das schweizerische Recht noch zeigen wird, wäre es ein Irrtum anzunehmen, daß eine Vollrechtsübertragung stets die Umbuchung der Werte voraussetzt und die Methoden des *earmarking* und der Kontrollvereinbarung nur für die Einräumung beschränkter dinglicher (Sicherungs-)Rechte zur Verfügung stehen. Die Vielfalt der Besicherungsmethoden spiegelt sich auch in Art. 1 Abs. 2 FinanzsicherheitenRL wider. Darin heißt es:

„Bestellung‘ bzw. ‚bestellt‘ im Sinne dieser Richtlinie bedeutet, dass dem Sicherungsnehmer oder seinem Vertreter eine Finanzsicherheit geliefert oder im Wege des Effektengiros gutgeschrieben wurde oder ihnen auf sonstige Weise der Besitz oder die Kontrolle daran verschafft wurde, sofern er den Besitz oder die Kontrolle nicht bereits innehatte. Der Besitzverschaffung gemäß dieser Richtlinie steht nicht entgegen, dass der Sicherungsgeber Anspruch auf Rückgewähr bestellter Sicherheiten im Austausch gegen andere Sicherheiten oder auf Rückgewähr überschüssiger Sicherheiten hat.“

IV. Immobilisierung und Dematerialisierung

Um durch Buchungen auf Depotkonten übertragen werden zu können, müssen Kapitalmarktwerte dem „freien“ Rechtsverkehr entzogen und in ein mediatisiertes Verwahrsystem eingebracht werden. Dafür haben sich im Laufe der Zeit verschiedene Methoden herausgebildet, die üblicherweise mit den Schlagworten „Immobilisierung“ und „Dematerialisierung“ belegt werden und in denen die schrittweise „Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren“⁴⁸ zum Ausdruck kommt. Zu diesen Methoden zählen die Sammelverwahrung von Wertpapieren (unter 1), die Hinterlegung einer Globalurkunde (unter 2) und die Einbringung der Kapitalmarktwerte in unverbriefter Form (sog. Wertrechte, unter 3). Mit diesen Methoden geht der Funktionsverlust des Wertpapiers einher (unter 4).

1. Sammelverwahrung

a) Begriff

Betrachtet man die historische Entwicklung der mediatisierten Wertpapierverwahrung, so stand die Sammelverwahrung von Einzelurkunden am Anfang aller Bemühungen zur Rationalisierung des Effektenwesens. Im Gegensatz zur Sonderverwahrung (Streifbandverwahrung), die für unser Thema keine Rolle spielt und daher in dieser Untersuchung außer Betracht bleibt, ist die Sammelverwahrung dadurch gekennzeichnet, daß vertretbare Wertpapiere für mehrere Hinterleger ungetrennt in einem einheitlichen Bestand verwahrt werden. Die einzelnen Wertpapiere werden also nicht gesondert unter äußerlich erkennbarer Bezeichnung des Hinterlegers auf-

⁴⁸ Siehe den Titel des Beitrags von *Zöllner* in der Festschrift für Ludwig Raiser, S. 249.

bewahrt (vgl. § 2 DepotG), sondern mit gleichartigen Wertpapieren anderer Depotkunden – und ggf. des Verwahrers selbst – in einem Sammeldepot vermengt. Die Sammelverwahrung bei einer Wertpapiersammelbank wird auch als Girosammelverwahrung (GS-Verwahrung) bezeichnet. Damit soll zum Ausdruck gebracht werden, daß zentralverwahrte Wertpapierbestände dazu geeignet und in aller Regel auch dazu bestimmt sind, als Grundlage für den Effekten giroverkehr zu dienen⁴⁹.

b) Sammeldepotfähigkeit und -eignung

Unter welchen Voraussetzungen Wertpapiere in Girosammelverwahrung genommen werden können, hängt vom anwendbaren Recht und den Geschäftsbedingungen des Verwahrers ab. In Deutschland stellt sich die Rechtslage wie folgt dar: Vertretbar (fungibel) und damit sammelverwahrfähig sind Wertpapiere, wenn sie im Verkehr nach Stückzahl oder Nennbetrag bestimmt zu werden pflegen und somit gegeneinander austauschbar sind (§ 5 Abs. 1 DepotG i. V. m. § 91 BGB)⁵⁰. Das trifft für alle in- und ausländischen Wertpapiere zu, die gleichartige Rechte verbrieften. Schuldverschreibungen mit unterschiedlicher Laufzeit können daher nicht zusammen in einem Sammeldepot verwahrt werden. Gleiches gilt für Stamm- und Vorzugsaktien. Dagegen schließt eine unterschiedliche Stückelung der Papiere die Sammelverwahrbarkeit nicht aus. Es ist auch unschädlich, wenn die Urkunden nicht über die gleiche technische Ausstattung verfügen⁵¹. Orderpapiere sind fungibel, wenn sie mit einem Blankoindossament versehen sind und somit in sinngemäßer Anwendung von Art. 14 Abs. 2 Nr. 3 WG ohne weiteren Skripturakt wie Inhaberpapiere, d. h. nach den Regeln über bewegliche Sachen (§§ 929 ff. BGB), übertragen werden können. Das ist für die auch in Deutschland weit verbreiteten Namensaktien⁵² seit langem anerkannt⁵³ und für auf den Namen lautende Anteilscheine von Kapitalverwaltungsgesellschaften sogar gesetzlich klargestellt (§ 97 Abs 1 KAGB).

⁴⁹ Decker/Kümpel, Depotgeschäft, Rn. 8/47.

⁵⁰ Ebenso aus internationaler Sicht Wood, Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, Rn. 18-033.

⁵¹ MünchKomm-HGB/Einsele, Depotgeschäft, Rn. 43.

⁵² Bis in die 1990er Jahre hinein gab es Namensaktien nur bei einigen Versicherungsgesellschaften und Familienunternehmen. Ab 1998 hat dann auch ein großer Teil der deutschen Publikumsaktiengesellschaften (z. B. DaimlerChrysler, Siemens, Mannesmann, Deutsche Bank, Dresdner Bank, Deutsche Telekom) von der Inhaber- auf die Namensaktie umgestellt. Die neu aufgekommene Beliebtheit der Namensaktie gab den Anstoß zu den Änderungen der §§ 67, 68 AktG durch das Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (NaStraG) vom 18. Januar 2001 (BGBl. I, S. 123). Im Zuge der Aktienrechtsnovelle 2016 (Gesetz zur Änderung des Aktiengesetzes vom 22. Dezember 2015, BGBl. I, S. 2565) hat der Gesetzgeber die Namensaktie als Regelfall etabliert, § 10 Abs. 1 Satz 1 AktG n.F. Eingehend zu den gesellschafts- und depotrechtlichen Aspekten der Namensaktie Rosen/Seifert (Hrsg.), Die Namensaktie, 2000. Zu den Gründen für die Wiederentdeckung der Namensaktie siehe ferner Noack, DB 1999, 1306 ff. Zu den Neuerungen durch die Aktienrechtsnovelle 2016 Harbarth/von Plettenberg, AG 2016, 145 ff.; Söhner, ZIP 2016, 151 ff.

⁵³ Heute allg. Ansicht, siehe Ziffer IX Abs. 1 Satz 4 AGB-CBF sowie MünchKomm-HGB/Einsele, Depotgeschäft, Rn. 44; Heißel/Kienle, WM 1993, 1909, 1910.

Die *Sammelverwahrbarkeit* der Papiere ist eine notwendige, aber nicht hinreichende Voraussetzung der Aufnahme in ein Girosammeldepot. Hinzu kommen muß die *Sammeldepoteignung*, die sich auf die Ausgestaltung der jeweiligen Emission bezieht. Sie ist keine gesetzliche, sondern eine durch verwarthechnische Belange bedingte Zulassungsvoraussetzung⁵⁴. Es sollen nur Bestände in den Tresor übernommen werden, die eine gewisse Größe aufweisen und auch ansonsten so beschaffen sind, daß der Zweck der Girosammelverwahrung, einen rationellen Effekten giroverkehr zu ermöglichen, erreicht werden kann⁵⁵. Allgemeingültige Kriterien für die Sammeldepoteignung von Wertpapieren lassen sich angesichts der Unterschiede zwischen den einzelnen Emissionen und der stetigen Weiterentwicklung der Verwahrpraxis nicht aufstellen⁵⁶. Der Girosammelverwahrung kann beispielsweise entgegenstehen, daß die effektiven Stücke nicht den deutschen Druckrichtlinien entsprechen⁵⁷, die Emission nur noch eine kurze Laufzeit hat oder die Zahl der einzuliefernden Stücke so niedrig ist, daß sich der mit der Verwahrung verbundene Aufwand nicht lohnt⁵⁸. Schuldverschreibungen, die im Wege der Stückenummernauslosung getilgt werden, verlieren mit Beginn der Auslosung ihre Sammeldepoteignung. In Gruppen oder Serien auslosbare Schuldverschreibungen können hingegen bis zur Tilgung, d. h. während der gesamten Laufzeit der Anleihe, im Tresor verbleiben, sofern aus den einzelnen Gruppen bzw. Serien getrennte Sammelbestände unter Zuteilung besonderer Wertpapierkennnummern gebildet worden sind⁵⁹.

Die Frage, ob auch vinkulierte Namensaktien (mit Blankoindossament) in die Girosammelverwahrung einbezogen werden können, wird im Schrifttum mitunter unter dem Aspekt der Vertretbarkeit erörtert⁶⁰, betrifft aber in Wahrheit die Sammeldepoteignung. Diese wird heute überwiegend unter der Voraussetzung bejaht, daß eine zügige Umschreibung des Aktienregisters gewährleistet ist und die Praxis der

⁵⁴ *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 5 Rn. 22. Ob die seit langem übliche Unterscheidung zwischen Sammeldepotfähigkeit und -eignung terminologisch geglückt ist, sei dahingestellt.

⁵⁵ *Brink*, Rechtsbeziehungen, S. 45; *Dittrich*, Effekten giroverkehr, S. 69.

⁵⁶ *Opitz*, DepotG, § 5 Anm. 16 (S. 142); *Schwarze*, in: Die deutschen Wertpapiersammelbanken, S. 59, 63.

⁵⁷ Gemeinsame Grundsätze der deutschen Wertpapierbörsen für den Druck von Wertpapieren vom 13. Oktober 1991 i. d. F. vom 17. April 2000. Diese Richtlinien gelten grundsätzlich für sämtliche zum Handel an einer deutschen Wertpapierbörse zuzulassenden Wertpapiere, soweit sie in Einzelkunden ausgedruckt werden. Sie knüpfen an § 8 Abs. 1 Satz 1 BörsZulV an, demzufolge die Druckausstattung der Wertpapiere einen ausreichenden Schutz vor Fälschung bieten und eine sichere und leichte Abwicklung des Wertpapierverkehrs ermöglichen muß. Für Emittenten aus anderen EU-Mitgliedstaaten oder den Vertragsstaaten des EWR-Abkommens enthält § 8 Abs. 1 Satz 2 BörsZulV allerdings eine Erleichterung insofern, als die von ihnen ermittelten Wertpapiere nur den Vorschriften des Heimatstaats genügen müssen.

⁵⁸ *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 5 Rn. 22.

⁵⁹ *MünchKomm-HGB/Einsele*, Depotgeschäft, Rn. 49; *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 5 Rn. 32/33; *Delorme*, Die Wertpapiersammelbanken, S. 23 f.; ferner Nr. 1 Abs. 1 Satz 2 der Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen über die Anforderungen an die Ordnungsmäßigkeit des Depotgeschäfts und der Erfüllung von Wertpapierlieferungsverpflichtungen vom 21. Dezember 1998.

⁶⁰ *Opitz*, DepotG, § 5 Anm. 16 (S. 143 unten); *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, S. 23.

Zustimmungserteilung durch die Gesellschaft einen reibungslosen Ablauf des Effektingiroverkehrs erwarten läßt⁶¹. Welche Wertpapiere zur Girosammelverwahrung zugelassen werden, entscheidet die *Clearstream Banking AG* in eigener Verantwortung⁶². Der zusammen mit einer Reihe von Begleitdokumenten (u. a. Emissionsbedingungen, Satzung der Gesellschaft, üblicherweise auch Verkaufsprospekt) einzureichende Zulassungsantrag wird in der Regel vom emissionsbegleitenden Kreditinstitut gestellt, das auch für die Einlieferung der Urkunden sorgt. Sind die Zulassungsvoraussetzungen erfüllt, werden die Titel zum Valutatag in das Depotkonto des Kreditinstituts eingebucht und die Zulassung über die Mitteilungsmedien der *Clearstream Banking AG* bekanntgemacht⁶³.

2. Globalurkunden

a) Begriff

Von allen Methoden, Kapitalmarktwerte in ein mediatisiertes Verwahrsystem einzubringen, ist die Sammelverwahrung effektiver Stücke die am wenigsten rationelle. Denn sie befreit ja nicht von der Notwendigkeit, für jede Emission tausend- oder millionenfach fälschungssichere Urkunden auszudrucken und in einem Tresor zu hinterlegen. Der damit verbundene Zeit- und Kostenaufwand ist umso weniger gerechtfertigt, als die Papiere ohnehin nur als unbewegte Unterlage von Buchungsvorgängen dienen sollen und die Erfahrung lehrt, daß allenfalls ein kleiner Teil der Anleger ein Interesse daran hat, effektive Stücke herausverlangen zu können, um diese anderswo – etwa in einem Streifbanddepot oder Bankschließfach – aufzubewahren. Soweit Emissionen überhaupt noch verbrieft werden, ist die Sammelverwahrung von Einzelwertpapieren daher fast vollständig durch die Hinterlegung von Globalurkunden abgelöst worden. Eine Globalurkunde (*global note*) ist eine Urkunde, die sämtliche im Rahmen einer Emission begebenen Rechte oder zumindest einen Teil davon zusammenfaßt. An der Verkörperung gleichartiger Mitgliedschafts- oder Forderungsrechte wird zwar festgehalten, doch existiert im Extremfall nur ein einziges, am Computer ausgedrucktes DIN A4-Blatt, das mit den nötigsten Angaben zur Emission und den Unterschriften der Vorstandsmitglieder des Emittenten versehen ist. Die Druckkosten und der Bedarf an Tresorraum können so um ein Vielfaches reduziert werden.

⁶¹ Nr. 1 Abs. 1 Satz 4 der Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen über die Anforderungen an die Ordnungsmäßigkeit des Depotgeschäfts und der Erfüllung von Wertpapierlieferungsverpflichtungen vom 21. Dezember 1998; Scherer/Rögner, DepotG, § 5 Rn. 10; Decker/Kümpel, Depotgeschäft, Rn. 8/85a und 8/85b; Heißel/Kienle, WM 1993, 1909, 1910.

⁶² Vgl. Delorme, Die Wertpapiersammelbanken, S. 22.

⁶³ Ziffer IX Abs. 4 Satz 1 AGB-CBF. Eingehend zum Zulassungsverfahren das CBF-Kundenhandbuch, S. 5-1 ff.

In Deutschland ist neben dem Begriff „Globalurkunde“ auch der Begriff „Sammelurkunde“ gebräuchlich⁶⁴. Gemäß § 9a Abs. 1 Satz 1 DepotG⁶⁵ ist eine „Sammelurkunde“ ein „Wertpapier, das mehrere Rechte verbrieft, die jedes für sich in vertretbaren Wertpapieren einer und derselben Art verbrieft sein könnten“. In der Schweiz wird der Begriff „Sammelurkunde“ gelegentlich enger verstanden. Eine „Sammelurkunde“ repräsentiere immer nur einen Teil, eine „Globalurkunde“ sämtliche Einzelrechte einer Emission⁶⁶. Im gleichen Sinne wird im anglo-amerikanischen Rechtskreis mitunter zwischen *jumbo certificates* und *global certificates* unterschieden⁶⁷. Diese Unterscheidung kann sich zwar auf die eigentliche Bedeutung des Wortes „global“ berufen⁶⁸. Da sie in die einschlägigen Gesetze und Allgemeinen Geschäftsbedingungen keinen Eingang gefunden hat⁶⁹ und auch nicht dem Sprachgebrauch der Praxis entspricht⁷⁰, dürfte sie jedoch eher Verwirrung als Klarheit stiften. Aus diesem Grund wird auch in dieser Arbeit nicht zwischen „Sammelurkunden“ und „Globalurkunden“ unterschieden (und im Einklang mit der Praxis zumeist von „Globalurkunden“ gesprochen), zumal diese Unterscheidung ohnehin nicht ausreicht, um sämtliche Erscheinungsformen der Globalurkunde (Sammelurkunde) zu erfassen.

b) Arten

Die Praxis unterscheidet nämlich je nach Zweck und Verwendungsdauer drei Arten von Globalurkunden: die interimistische Globalurkunde, die technische Globalurkunde und die Globalurkunde auf Dauer⁷¹.

⁶⁴ MünchKomm-HGB/*Einsele*, Depotgeschäft, Rn. 52; *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 9a Rn. 3.

⁶⁵ Eingefügt durch das „Gesetz zur Änderung des Gesetzes über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren“ vom 24. Mai 1972, BGBl. I 1972, S. 801 ff.

⁶⁶ *Meier-Hayoz/von der Crone*, Wertpapierrecht, § 25 Rn. 26; *Rickenbacher*, Globalurkunden, S. 130f. Ebenso die Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. November 2006, BBl. 2006, S. 9392, Begr. zu Art. 973b OR (neu). In den Text des Bucheffektengesetzes hat diese Differenzierung allerdings keinen Eingang gefunden. Der neue Art. 973b OR verwendet ausschließlich den Begriff der Globalurkunde und stellt in Abs. 2 Satz 1 klar, daß diese „ein Wertpapier gleicher Art wie die durch sie verkörperten Einzelrechte“ ist.

⁶⁷ *Guttman*, Modern Securities Transfers, § 1:9.

⁶⁸ Neben „weltweit“ auch „allumfassend“, „alles einbeziehend“.

⁶⁹ Siehe neben § 9a DepotG und Art. 973b OR auch Ziff. 20b AGB-SIS, wo ausschließlich von der Globalurkunde die Rede ist.

⁷⁰ Siehe die Definition des Begriffs „global note“ bei *CESR/ECB*, Standards for Clearing and Settlement in the EU, Glossary, S. 86: „A single physical certificate that certifies part of or the entire issue of a security“.

⁷¹ Siehe MünchKomm-HGB/*Einsele*, Depotgeschäft, Rn. 54; *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 9a Rn. 14–17; *Siebel*, Rechtsfragen internationaler Anleihen, S. 759ff. (auch mit Hinweisen zur ausländischen Verbriefungspraxis); *Than*, in: Festschrift für Heinsius, S. 809, 817ff.; aus dem ausländischen Schrifttum *Christoph Brunner*, Wertrechte, S. 40ff.; *Yates/Montagu*, Global Custody, Anm. 2.9; *Christie/Dosanjh*, in: Oditah (Hrsg.), The Future for the Global Securities Market, S. 131, 132ff.; *Goode*, in: Oditah (Hrsg.), a. a. O., S. 108, 111.

aa) Interimistische Globalurkunde

Die nur zum vorübergehenden Gebrauch bestimmte interimistische Globalurkunde (*temporary global note*) dient dem Zweck, die Börsennotierung einer Neuemission bereits unmittelbar nach Ablauf der Zeichnungs- oder Bezugsfrist zu ermöglichen, d. h. zu einem Zeitpunkt, zu dem die Einzelurkunden noch nicht hergestellt und bei der Wertpapiersammelbank eingeliefert sind. Sie verbrieft in der Regel die gesamte Emission und wird zu gegebener Zeit – unter Umständen erst nach mehreren Monaten – durch die effektiven Stücke ersetzt. In Deutschland wurde von dieser Form der Verbriefung erstmals Mitte der 1960er Jahre Gebrauch gemacht. Sie hat hierzulande den seit 1927 praktizierten Jungscheingiroverkehr abgelöst und bis in die 1990er Jahre hinein eine bedeutende Rolle bei der Begebung von Anleihen und bei Kapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften gespielt⁷². Mit dem Siegeszug der Dauerglobalurkunde ist ihre praktische Bedeutung freilich nahezu auf Null gesunken. Ihre gesetzliche Anerkennung hat die interimistische Globalurkunde 1972 in § 9 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 DepotG gefunden. Danach ist der Aussteller ermächtigt, eine von der Wertpapiersammelbank in Verwahrung genommene Sammelurkunde jederzeit und ohne Zustimmung der übrigen Beteiligten ganz oder teilweise durch einzelne Wertpapiere zu ersetzen.

bb) Technische Globalurkunde

Die technische Globalurkunde (*semi permanent global note*) dient dem Zweck, den Druck von Einzelurkunden insoweit zu ersparen, als nicht mit Auslieferungsverlangen von Anlegern zu rechnen ist. Sie ist aus der Praxis der Wertpapiersammelbanken hervorgegangen, die in den Sammeldepots stillgelegten Wertpapiere mittels Verschweißen in sog. Eisbeständen zusammenzufassen. Auch sie gelangt nur bei Emissionen zum Einsatz, bei denen das Recht der Anleger auf Aushändigung von Wertpapieren nicht nach dem zugrundeliegenden Rechtsverhältnis – der Satzung oder den Emissionsbedingungen – ausgeschlossen ist. Ist von vornherein eine gewisse Nachfrage nach effektiven Stücken zu erwarten, liegt es nahe, nur den „unbeweglichen Bodensatz“⁷³ einer Emission in einer Globalurkunde zu verkörpern und über den restlichen Teil Einzelurkunden („Wechselgeld“) auszustellen, um Auslieferungsverlangen sofort befriedigen zu können. Möglich ist aber auch, daß die Globalurkunde zunächst die gesamte Emission umfaßt und erst auf Begehren der jeweiligen Rechtsinhaber in Einzelurkunden aufgespalten wird⁷⁴. *Sedes materiae* ist im deutschen Recht § 9 Abs. 3 Satz 1 DepotG. Er erlegt dem Aussteller die Pflicht auf, die Sammelurkunde auf Verlangen durch einzelne Wertpapiere zu ersetzen, und räumt

⁷² Than, in: Festschrift für Heinsius, S. 809, 818 ff. mit Beispielen aus der Emissionspraxis.

⁷³ Heinsius/Horn/Than, DepotG, § 9a Rn. 16.

⁷⁴ Christoph Brunner, Wertrechte, S. 40f. mit dem Hinweis, daß diese Variante eine Reduktion des Nennbetrags der Globalurkunde bedingt.

der Wertpapiersammelbank das Recht ein, während des zur Herstellung der Wertpapiere erforderlichen Zeitraums deren Auslieferung zu verweigern.

cc) Dauerglobalurkunde

Die Globalurkunde auf Dauer (*permanent global note*) hat den Zweck, die Mitgliedschafts- bzw. Gläubigerrechte für die gesamte Dauer der Emission zu verbrieften. Bei ihr ist das Recht des Anlegers auf Aushändigung von Einzelstücken nach dem zugrundeliegenden Rechtsverhältnis ausgeschlossen. Infolgedessen bekommt der Anleger seinen Wertpapierbestand ausschließlich in Form einer Depotgutschrift zu Gesicht. Er bleibt darauf verwiesen, seine Titel durch sein Finanzinstitut verwahren zu lassen und über sie im Wege des Effektengiroverkehrs zu verfügen. Daher kommt diese Verbriefungsform für ihn einem „Zwangsgiro“ gleich⁷⁵. Die Dauerglobalurkunde ist der Versuch, die Möglichkeiten der Rationalisierung des Effektenwesens bis an ihre Grenzen auszureizen, ohne auf die verkehrsfördernden und -schützenden Funktionen des Wertpapiers zu verzichten. Die „Konzentration in der Verbrieftung“ führt dazu, daß die Verwahrung weitgehend hinter die Verwaltung zurücktritt⁷⁶. Die Dauerglobalurkunde wird denn auch allgemein als „Vorstufe auf dem Weg zu unverbrieften Bucheffekten“ betrachtet⁷⁷. Im deutschen Recht hat sie ihre gesetzliche Grundlage in § 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG. Diese Bestimmung stellt klar, daß auch von der Wertpapiersammelbank die Auslieferung von einzelnen Wertpapieren nicht verlangt werden kann, wenn der Aussteller nach dem zugrunde liegenden Rechtsverhältnis nicht verpflichtet ist, an die Inhaber der in der Sammelurkunde verbrieften Rechte einzelne Wertpapiere auszugeben. In der Praxis kommen Dauerglobalurkunden auch als „Bis zu“-Globalurkunden vor, und zwar bei der bedingten Kapitalerhöhung⁷⁸. Dort hat die Ausgabe der Bezugsaktien konstitutive Wirkung in dem Sinne, daß mit ihr das Grundkapital erhöht ist (§ 200 AktG). Die Aktienaussgabe wird dadurch sichtbar, daß die bei der *Clearstream Banking AG* hinterlegte „Bis zu“-Globalurkunde sukzessive valutiert wird und die Aktien in das Depotkonto des Anlegers eingebucht werden. Die genaue Anzahl der aktuell verbrieften Aktien ergibt sich aus den Büchern der *Clearstream Banking AG*.

3. Wertrechte

a) Begriff

Die radikalste und rationellste Methode, die Übertragung von Kapitalmarktwerten innerhalb eines geschlossenen Systems von Finanzintermediären zu ermöglichen,

⁷⁵ Heinsius/Horn/Than, DepotG, § 9a Rn. 58; Than, in: Festschrift Heinsius, S. 809, 824 f.

⁷⁶ Christoph Brunner, Wertrechte, S. 38.

⁷⁷ Kümpel/Decker, Depotgeschäft, Rn. 8/98.

⁷⁸ Siehe zum folgenden Rieckers, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG, § 199 Rn. 5; Singhof, in: Festschrift für Hoffmann-Becking, S. 1163, 1164; Staake, AG 2017, 188, 190.

besteht darin, auf die Verbriefung der Anteils- oder Gläubigerrechte ganz zu verzichten und sich auf die Eintragung der Emission in ein vom oder für den Emittenten geführtes Register zu beschränken, um die einzelnen Rechte anschließend auf Depotkonten zu verbuchen. Den Schritt zu einem Zustand vollständiger Papierlosigkeit, den das WpHG in § 2 Abs. 1 Satz 1 vor Augen hat, wenn es von „Wertpapieren“ spricht, über die „keine Urkunden [...] ausgestellt sind“, nennt man Dematerialisierung (auch: Entmaterialisierung)⁷⁹. Es existieren „körperlose“, ausschließlich durch Bucheinträge repräsentierte Rechte, die im anglo-amerikanischen Rechtskreis als *uncertificated securities*⁸⁰ oder *dematerialised securities*⁸¹, im deutschen Sprachraum als „Wertrechte“ oder „Bucheffekten“⁸² bezeichnet werden. Dabei soll der Begriff „Wertrecht“ die enge Verwandtschaft mit dem Wertpapier, der Begriff „Bucheffekte“ in Anlehnung an den aus dem bargeldlosen Zahlungsverkehr bekannten Begriff des Buchgeldes die herausragende Bedeutung der Gutschrift als Ausweis der Berechtigung zum Ausdruck bringen⁸³.

Der Begriff des Wertrechts ist allerdings vielschichtiger, als es auf den ersten Blick den Anschein hat. So spricht *Opitz* von Wertrechten nur dort, wo anstelle der einzelnen Anleger ein Sammelverwahrer wie beispielsweise eine Wertpapiersammelbank als Berechtigter in das Register des Emittenten eingetragen ist und die Rechte treuhänderisch für die Kontoinhaber ausübt. Dementsprechend versteht er unter Wertrechten nur solche „unverbrieft gebliebene[n] Anteils- oder Gläubigerrechte, die einem Sammelverwahrer im Sinne des Depotrechts zur Sammelverwahrung (Sammelverwaltung) anvertraut sind“⁸⁴. Ein Teil des Schrifttums engt *Opitz'* Definition noch weiter ein, indem er den Wertrechtsbegriff auf unverbrieft, sammelverwaltete Rechte beschränkt, die kraft gesetzlicher Anordnung sammelverwahrten Wertpapieren gleichgestellt sind⁸⁵. Ein anderer Teil tritt für einen weiteren Wertrechtsbegriff ein, der alle unverbrieften Rechte umfaßt, welche die gleiche Funktion wie Wertpapiere erfüllen. So definiert *Stüdemann* die – von ihm als Bucheffekten bezeichneten – Wertrechte als Rechte, die „alle allgemeinen und besonderen Merkmale der Effek-

⁷⁹ Siehe die Definition bei *CPSS/IOSCO*, Principles for financial markets infrastructures, Glossary, S. 176: „The elimination of physical certificates or documents of title that represent ownership of securities so that securities exist only as accounting records“; siehe ferner *Bernasconi*, Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Hague Conference on Private International Law, Collateral Securities, Prel. Doc. No 1 of November 2000, S. 9; *Benjamin*, Interests in Securities, Rn. 1.88–1.92; *Yates/Montagu*, Global Custody, Anm. 2.10; *Goode*, in: *Oditah* (Hrsg.), The Future for the Global Securities Market, S. 110; *Haentjens*, Indirectly Held Securities, S. 18; *Ooi*, Conflict of Laws, Rn. 6.21–6.24.

⁸⁰ Siehe UCC § 8-102(a)(18): „a security that is not represented by a certificate“.

⁸¹ Siehe statt vieler *Yates/Montagu*, Global Custody, Anm. 8.9; *Gullifer*, Legal Problems, Rn. 6-10; *Reitz*, Unif. L. Rev. 2005, 357, 359.

⁸² *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 1818 und 2045; *Stüdemann*, Bucheffekten, S. 13 und 58 ff.

⁸³ Siehe die Begriffsanalyse bei *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2044/2045.

⁸⁴ *Opitz*, Depotgesetz, § 42 Anm. 12 (S. 446).

⁸⁵ *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 42 Rn. 29; *Enchelmaier*, Übertragung, S. 502 f.

ten“ aufweisen, „modifiziert um die Eigenschaften, die die unverkörpernten von den verkörpernten Effekten unterscheiden“⁸⁶.

Dem gleichen Verständnis folgt das schweizerische Kapitalmarktrecht. Wie sich aus Art. 2 lit. b FinfraG i. V. m. Art. 973c OR ergibt, gelten „nicht verurkundete Rechte“ dort als Wertrechte, wenn sie die gleiche Funktion wie vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere haben. Freilich ist die Terminologie auch in der Schweiz nicht einheitlich. So stellt *Brunner* dem engen, kapitalmarktrechtlichen Wertrechtsbegriff einen weiten Wertrechtsbegriff gegenüber, um auch körperlose Positionen außerhalb der Kategorie der Kapitalmarkttitel erfassen zu können. Als „Wertrechte im weiten Sinn“ qualifiziert er alle unverkörpernten Rechte, „welche bei Finanzintermediären, die der öffentlich-rechtlichen Aufsicht unterstehen, verbucht und durch Umbuchung übertragen werden“⁸⁷. Daß *Brunner* auch Miteigentumsrechte an Globalurkunden zu den – wenn auch atypischen – Wertrechten zählt⁸⁸, macht die Lage nicht übersichtlicher.

Da dieser Teil der Arbeit den Zweck verfolgt, die Grundlagen der mediatisierten Wertpapierverwahrung darzustellen, tut er gut daran, den Begriff des Wertrechts möglichst neutral zu fassen und nationale Besonderheiten in der rechtlichen Ausgestaltung so weit wie möglich außer Betracht zu lassen. So läßt sich die deutsche Diskussion über diesen Begriff nur vor dem Hintergrund von § 6 Abs. 2 BSchuWG verstehen, der bestimmt, daß die in das Bundesschuldbuch auf den Namen einer Wertpapiersammelbank eingetragenen Sammelschuldbuchforderungen als Wertpapiersammelbestände i. S. des Depotgesetzes gelten. Diese Gleichstellungsfiktion hat in der Schweiz, wo die Dematerialisierung des Effektenverkehrs etwas weiter fortgeschritten ist als hierzulande, keine Parallele. Es ist daher nicht verwunderlich, daß die Diskussion über den Wertrechtsbegriff und die rechtliche Behandlung unverurkundeter Rechte dort einen anderen Verlauf als in Deutschland genommen hat.

In Anbetracht dessen sollen im folgenden unter „Wertrechten“ in Anlehnung an *Brunner* alle unverbrieften Anteils- und Gläubigerrechte verstanden werden, die ihrer Art nach auf Depotkonten verbucht werden können⁸⁹. Daß diese weite Definition nichts über die Natur der Rechtsposition des Inhabers und die Regeln aussagt, nach denen über diese Position verfügt werden kann, ist kein Mangel, sondern ein Vorzug, weil sich mit ihr „körperlose“ Werte in den unterschiedlichsten Verwahrsystemen erfassen lassen⁹⁰. Der Begriff „Bucheffekten“ wird zunächst vermieden und an späterer Stelle geklärt. Doch sei schon an dieser Stelle darauf hingewiesen, daß dieser Begriff im schweizerischen Recht seit Inkrafttreten des Bucheffektengesetzes mit einer

⁸⁶ *Stüdemann*, Bucheffekten, S. 58.

⁸⁷ *Christoph Brunner*, Wertrechte, S. 189.

⁸⁸ *Christoph Brunner*, Wertrechte, S. 195 f.

⁸⁹ So auch *Krefse*, WM 2015, 463 f., der die Möglichkeiten der Sammelverwaltung von Wertrechten durch Kreditinstitute untersucht.

⁹⁰ Kritisch dagegen *Costantini*, Anknüpfungsgegenstände des internationalen Effektenrechts, S. 31.

speziellen Bedeutung belegt und vor allem scharf vom Begriff des Wertrechts zu unterscheiden ist. Nach schweizerischem Verständnis ist eine „Bucheffekte“ ein eigenständiges Vermögenobjekt *sui generis*, das durch Gutschrift auf einem Effektenkonto erworben wird und mit sammelverwahrten Wertpapieren, Globalurkunden oder Wertrechten (!) unterlegt sein kann.

Mit Blick auf *Brunner*, der auch Rechte an Globalurkunden zu den Wertrechten zählt, sei noch einmal klargestellt, daß in dieser Arbeit nur dort von „Wertrechten“ und „Dematerialisierung“ die Rede ist, wo auf die Verbriefung einer Emission vollständig verzichtet wird. Werden noch Wertpapiere – und sei es nur eine einzige Globalurkunde – ausgestellt und bei einem Zentralverwahrer hinterlegt, um fortan als unbewegte Unterlage von Depotbuchungen zu dienen, wird dagegen von „Immobilisierung“ gesprochen⁹¹. Im Schrifttum wird der Begriff „Dematerialisierung“ mitunter in einem weiteren Sinne gebraucht, und zwar als Oberbegriff für die schrittweise „Entstückelung“ des Effektenwesens⁹². Dagegen ist nichts einzuwenden, solange damit lediglich gesagt werden soll, daß es sich bei der Sammelverwahrung von Wertpapieren, der Hinterlegung einer Globalurkunde und der Einbringung von Wertrechten um drei grundsätzlich austauschbare Techniken handelt, die physische Zirkulation effektiver Stücke durch Buchungsabläufe zu ersetzen⁹³. Auch für die praktische Abwicklung des Effektenverkehrs ist es ohne Belang, ob die Depotgutschriften mit Urkunden oder bloßen Registereinträgen unterlegt sind. Gleichwohl empfiehlt es sich schon aus rechtlich-konstruktiven Gründen, zwischen „Immobilisierung“ und „Dematerialisierung“ (i. e. S.) eine klare Trennlinie zu ziehen⁹⁴. Denn jedenfalls vom theoretischen Ausgangspunkt her können die Grundsätze des Wertpapierrechts nur dann für die Bestimmung der Rechtsposition des Investors und die Erklärung der

⁹¹ Siehe die Legaldefinition in Art. 2 Abs. 1 Nr. 3 CSDR: „die zentrale Verwahrung von Wertpapierurkunden bei einem Zentralverwahrer in einer Weise, die es ermöglicht, anschließende Verbuchungen im Effektenverkehr vorzunehmen“; ferner *CPSS/IOSCO, Principles for financial markets infrastructures*, Glossary, S. 176: „The act of concentrating the location of securities in a depository and transferring ownership by book entry“. Nur in der Formulierung abweichend die Definition der *Group of Thirty, Global Clearing and Settlement*, S. 134: „Placement of certificated securities and financial instruments in a central securities depository to facilitate book-entry-transfers“. Siehe auch *Benjamin, Interests in Securities*, Rn. 1.80; *Yates/Montagu, Global Custody*, Anm. 8.9. Abweichend *Ooi, Conflict of Laws*, Rn. 6.26, die dieses funktionale Verständnis für wenig hilfreich hält und das eigentliche (rechtliche) Charakteristikum der Immobilisierung darin erkennt, daß ein Verwahrer anstelle der einzelnen Investoren dauerhaft in das Register des Emittenten eingetragen wird mit der Folge, daß sich spätere Übertragungen nur auf den Depotkonten der Investoren vollziehen. Aber dieses Verständnis ist ausschließlich auf registrierte Wertpapiere anglo-amerikanischer Prägung ausgerichtet und läßt sich daher nicht verallgemeinern.

⁹² *Horn, Europäisches Finanzmarktrecht*, S. 116 ff.; *ders.*, in: *Festschrift für Hadding*, S. 893 f.; *Einsele, Wertpapierrecht als Schuldrecht*, S. 7 ff.; *Druey, SAG* 59 (1987), 65; *Than*, in: *Festschrift für Schimansky*, S. 821, 828 ff.; *Zobl/Lambert, SZW* 1991, 117, 125 ff.

⁹³ In diesem Sinne auch die in Fn. 92 genannten Autoren. Siehe auch *Benjamin, Interests in Securities*, Rn. 1.79 (S. 23): Immobilisierung und Dematerialisierung als „two broad models for electronic settlement“.

⁹⁴ Das tut auch die CSDR, die in Art. 2 Abs. 1 Nr. 4 unter der „dematerialisierten Form“ die Tatsache versteht, „dass Finanzinstrumente nur in Form von buchmäßigen Aufzeichnungen bestehen“.

Abläufe im Effekten giroverkehr herangezogen werden, wenn tatsächlich noch eine Urkunde existiert⁹⁵. Bei Wertrechten muß die Anwendbarkeit dieser Grundsätze fin-
giert werden⁹⁶. Aber auch aus rechtspolitischer Sicht hat die Unterscheidung ihre Be-
rechtigung. Denn für Länder, die bislang an einem papiergebundenen Effekten giro-
system festgehalten haben, stellt sich die Frage, welche praktischen oder rechtlichen
Vorteile ein Übergang vom Wertpapier zum Wertrecht haben könnte.

b) Arten

Die im Wertpapierrecht übliche Unterteilung in Inhaber-, Order- und Rektapapiere
läßt sich auf Wertrechte nicht übertragen. Denn bei ihnen ergibt sich die Berechti-
gung aus einem schlichten Bucheintrag, nicht aus der Innehabung einer mit be-
stimmten Eigenschaften ausgestatteten Urkunde⁹⁷. Eine gewisse Annäherung an die
wertpapierrechtliche Kategorisierung, die ja danach vorgenommen wird, wie der aus
der Urkunde Berechtigte bestimmt wird, ergibt sich aber dann, wenn man nach der
Anonymität des Anlegers gegenüber dem Emittenten fragt. Ist der Investor selbst in
das Wertrechtsregister des Emittenten eingetragen, wäre demgemäß von Namens-
wertrechten zu sprechen. Ist anstelle des Anlegers der Zentralverwahrer (oder ein
anderer Intermediär) als *nominee* im Register eingetragen und die Berechtigung des
Anlegers nur aus seinem Depotkonto ersichtlich, hätte man es mit Inhaberwertrechten
zu tun⁹⁸. In diesem Sinne unterscheidet man in Frankreich, das sein Recht der
valeurs mobilières in den 1980er Jahren als eines der ersten Länder überhaupt auf ein
vollständig dematerialisiertes System umgestellt hat, zwischen „*titres nominatifs*“
und „*titres au porteur*“⁹⁹. In Deutschland ist die Unterteilung in Namens- und Inha-
berwertrechte der Sache nach im BSchuWG angelegt, das zwischen Einzel- und Sam-
melschuldbuchforderungen differenziert (§§ 6, 7 BSchuWG). Ungeachtet dessen be-
stand hierzulande aber bislang kein Anlaß, diese gesetzlich vorgegebene und gut
eingeführte Terminologie um das in seiner Aussagekraft begrenzte Begriffspaar Na-
menswertrechte/Inhaberwertrechte zu erweitern.

4. Funktionsverlust des Wertpapiers

Nach der klassischen, auf *Heinrich Brunner*¹⁰⁰ zurückgehenden Definition ist ein
Wertpapier eine Urkunde, die ein privates Recht in der Weise verbrieft, daß zur Aus-

⁹⁵ *Bernasconi*, Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Hague Conference on Private International Law, Collateral Securities, Prel. Doc. No 1 of November 2000, S. 10.

⁹⁶ *Meier-Hayoz/von der Crone*, Wertpapierrecht, § 25 Rn. 28.

⁹⁷ *Christoph Brunner*, Wertrechte, S. 190.

⁹⁸ *Christoph Brunner*, Wertrechte, S. 190.

⁹⁹ Eingehend zu dieser Unterscheidung *Haentjens*, Harmonisation of Securities Law, S. 96 ff.

¹⁰⁰ Die Werthpapiere, in: Endemann (Hrsg.), Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts, Zweiter Band, S. 147: „Werthpapier ist eine Urkunde über ein Privatrecht, dessen Verwertung durch die Innehabung privatrechtlich bedingt ist“.

übung des Rechts die Innehabung der Urkunde erforderlich ist¹⁰¹. Präzisiert man diese Umschreibung, so liegt das charakteristische Merkmal des Wertpapiers im Vorhandensein einer sog. doppelseitigen, d. h. sowohl zugunsten des Berechtigten als auch des Verpflichteten wirkenden Präsentationsklausel¹⁰²: Der Berechtigte kann das verbrieftete Recht nur gegen Vorlage der Urkunde geltend machen, der Verpflichtete nur gegen Vorlage der Urkunde mit befreiender Wirkung leisten. In diesen Eigenschaften zeigt sich die Legitimations- und Liberationsfunktion des Wertpapiers, die bei Inhaber- und indossierten Orderpapieren – den sog. Wertpapieren des öffentlichen Glaubens – durch die der Steigerung der Umlauffähigkeit dienende Transportfunktion („Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier“) und die damit einhergehende Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs vom Nichtberechtigten ergänzt wird¹⁰³.

Werden Wertpapiere in ein mediatisiertes Verwahrsystem eingebracht, büßen sie diese Funktionen nahezu vollständig ein¹⁰⁴. Denn die Rechtszuständigkeit des Anlegers ergibt sich nicht aus der tatsächlichen Sachherrschaft über ein Papier, sondern einzig und allein aus der Depotgutschrift. Einer physischen Übergabe der Urkunden bedarf es weder zur Übertragung noch zur Verpfändung der Wertpapiere. Sowohl bei der Sammelverwahrung von Einzelstücken als auch bei der Hinterlegung einer Globalurkunde, bei der die „Vorlage“ einzelner Anteile bereits technisch ausgeschlossen ist, bilden die in den Tresoren der Zentralverwahrer lagernden Urkunden nur noch die rechtlich-konstruktive Grundlage reiner Buchungsvorgänge, ohne körperlich als Gegenstand des Rechtsverkehrs in Erscheinung zu treten¹⁰⁵. Da von einer „Innehabung“ des Papiers im Sinne des hergebrachten Wertpapierbegriffs keine Rede sein kann, scheidet diese auch als Vertrauenstatbestand im Rahmen des Gutgläubenserwerbs aus. Auch insoweit bleibt nur der Rückgriff auf die Depotgutschrift¹⁰⁶.

Auch im Verhältnis zum Emittenten kommt den „stillgelegten“ Wertpapieren keinerlei Bedeutung als Legitimationsnachweis zu. Das Inkasso von Zinsen und Divi-

¹⁰¹ Eingehend zum Wertpapierbegriff Hueck/Canaris, *Recht der Wertpapiere*, S. 1 ff.; Zöllner, *Wertpapierrecht*, S. 1, 15 ff. Siehe auch die Legaldefinition in Art. 965 des schweizerischen OR: „Wertpapier ist jede Urkunde, mit der ein Recht derart verknüpft ist, dass es ohne die Urkunde weder geltend gemacht noch auf andere übertragen werden kann.“

¹⁰² Meier-Hayoz/von der Crone, *Wertpapierrecht*, § 2 Rn. 28/29 und Rn. 231.

¹⁰³ Zu den Einzelheiten MünchKomm-HGB/Ekkenga, *Effektengeschäft*, Rn. 27 ff.; Zöllner, *Wertpapierrecht*, S. 22 ff.

¹⁰⁴ Eingehend zum Funktionsverlust des Wertpapiers bereits Christoph Brunner, *Wertrechte*, S. 55 ff.; Dechamps, *Wertrechte*, S. 14 ff.; Hueck/Canaris, *Recht der Wertpapiere*, S. 14 ff.; Lütticke, *Elektronische Verbriefung*, S. 130 ff.; Peters, *Rechtliche Entwicklungsmöglichkeiten*, S. 26 ff.; Wust, *Verbuchung*, S. 218 ff.; Zobl/Lambert, SZW 1991, 117, 131 ff.

¹⁰⁵ Zöllner, in: *Festschrift für Ludwig Raiser*, S. 249, 255; siehe ferner Canaris, *Bankvertragsrecht*, Rn. 2042; Meier-Hayoz, ZBJV 122 (1986), 385, 399 („Im Bereich der Effekten hat das Wertpapier als Urkunde sein ‚Recht auf Leben‘ verwirkt“); Zobl/Lambert, SZW 1991, 117, 132 f.

¹⁰⁶ Zobl/Lambert, SZW 1991, 117, 133.

denden wird vom Zentralverwahrer im Auftrag seiner Kunden besorgt¹⁰⁷. Dabei geben sich die Emittenten regelmäßig mit einer schriftlichen Verwahrbestätigung zufrieden, ohne auf der Vorlage der Coupons zu bestehen¹⁰⁸. Auch soweit es um die Berechtigung eines Aktionärs zur Teilnahme an der Hauptversammlung oder zur Ausübung des Stimmrechts geht, reicht bei Inhaberaktien ein vom depotführenden Institut erstellter Nachweis des Anteilsbesitzes aus. Das hat der deutsche Gesetzgeber für börsennotierte Gesellschaften erst vor wenigen Jahren klargestellt (§ 123 Abs. 3 Satz 2 AktG¹⁰⁹). Die Umschreibung des Aktienregisters bei der Übertragung von Namensaktien setzt ebenfalls nicht die Vorlage der Urkunde voraus. Vielmehr sind gemäß § 67 Abs. 4 AktG die bei der Übertragung mitwirkenden Kreditinstitute verpflichtet, der Gesellschaft die für die Führung des Aktienregisters erforderlichen Angaben zu übermitteln. Sie tun dies, indem sie der *Clearstream Banking AG* einen Umschreibungsauftrag übermitteln, der dann von dieser an den Emittenten bzw. Registerführer weitergeleitet wird¹¹⁰. Kurzum: Als „Sache für Bestand, Ausübung oder Übertragung des Rechts“¹¹¹ spielt das zentralverwahrte Wertpapier praktisch keine Rolle mehr. Bei Wertrechten kommt eine Präsentation oder Übergabe ohnehin nicht in Betracht. Hier kann man nicht einmal mehr von „Hinterlegung“ und „Verwahrung“, sondern nur noch „Eintragung“ und „Verwaltung“ sprechen.

¹⁰⁷ Siehe Ziffer XV AGB-CBF.

¹⁰⁸ *Klanten*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 72 Rn. 72.

¹⁰⁹ Neugefaßt durch das Gesetz zur Unternehmensintegrität und zur Modernisierung des Aktienrechts (UMAG) vom 22. September 2005, BGBl. I, S. 2802.

¹¹⁰ Zu den Einzelheiten siehe CBF-Kundenhandbuch, S. 7-1 ff.; *Than/Hannöver*, in: von Rosen/Seifert (Hrsg.), *Die Namensaktie*, S. 279, 289 ff.

¹¹¹ *Zöllner*, in: *Festschrift für Ludwig Raiser*, S. 249, 250 in Fn. 1.

§ 3 Rechtliche Ausgestaltung

I. Heterogenität der Verwahrungskonzepte

Wie wir gesehen haben, ist allen mediatisierten Verwahrsystemen in *funktionaler* Hinsicht gemeinsam, daß (verbriefte oder unverbriefte) Finanzwerte auf Depotkonten erfaßt und nach dem Vorbild des bargeldlosen Zahlungsverkehrs durch Umbuchungen übertragen werden. Richtet man den Blick auf die *rechtliche* Ausgestaltung dieser Systeme in den verschiedenen nationalen Rechtsordnungen, insbesondere darauf, welche Rechtsposition der Kunde mit der Depotgutschrift erwirbt und nach welchen Regeln über diese Position verfügt wird, so zeigt sich allerdings kein einheitliches Bild. Im Gegenteil läßt eine rechtsvergleichende Umschau eine faszinierende Vielfalt an Konzepten erkennen¹¹², die im wesentlichen auf zwei eng miteinander verwobene Ursachen zurückzuführen ist: Einmal auf die – z. T. durch aufsichtsrechtliche und steuerliche Vorgaben bedingten – Unterschiede in der Emissionspraxis, namentlich die Tatsache, daß beispielsweise in England und den USA *registered securities* vorherrschend sind, während in vielen kontinentaleuropäischen Ländern immer noch in großem Umfang Inhaberpapiere ausgegeben werden¹¹³; zum anderen auf die unterschiedlichen Rechtstraditionen, d. h. die Prägung der nationalen Verwahrrechte durch die jeweiligen Eigenheiten des Zivil-, Gesellschafts-, Insolvenz- und Wertpapierrechts. Diese Prägung ist in Ländern, in denen die mediatisierte Wertpapierverwahrung noch mit Hilfe herkömmlicher Rechtsfiguren und Vorschriften bewältigt wird, naturgemäß besonders stark. Sie ist aber auch in den Ländern nicht zu übersehen, die sich von hergebrachten Vorstellungen mehr oder weniger gelöst und das Depotwesen auf eine spezialgesetzliche Grundlage gestellt haben. Daß die pfadabhängige Entwicklung der Verwahrrechte, die *Micheler* am Beispiel

¹¹² Siehe *Paeck*, Cross-border issues of securities law, S. 14: „There are as many different legal frameworks as there are jurisdictions“; siehe ferner *ders.*, in: Conac/Segna/Thévenoz (Hrsg.), *Intermediated Securities*, S. 22, 30 ff.

¹¹³ Siehe *Thévenoz*, 13 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* (2007–2008), 384, 408 f. mit dem Hinweis, daß die fast ausschließliche Ausgabe von *registered shares* durch englische und US-amerikanische Gesellschaften Verwahrungskonzepte unter Einschaltung von „Nominees“ begünstigt hat. Zu den steuerlichen Hintergründen siehe etwa *Benjamin*, *Interests in Securities*, Rn. 2.06 (S. 32). In Frankreich soll hinter der Abschaffung von Inhaberaktien und -obligationen zum 1. November 1984 das Verlangen nach „totaler fiskalischer Transparenz“ gestanden haben; siehe *Meier-Hayoz*, *ZBJV* 122 (1986), 385, 388; *Viandier*, *AG* 1984, 169, 170.

des englischen, deutschen und österreichischen Rechts aufgezeigt hat¹¹⁴, nicht nur von Divergenzen im Detail, sondern auch von Unterschieden im Grundsätzlichen beeinflusst worden ist, zeigt sich etwa an den keineswegs einheitlichen Vorstellungen darüber, was ein Wertpapier ausmacht und welche Funktionen es hat¹¹⁵. Wer die Rechtslage genauer betrachtet, wird im übrigen feststellen, daß die Heterogenität der Verwahrungskonzepte kein auf die rechtsvergleichende Perspektive beschränktes Phänomen ist. Nicht selten nämlich gelangen sogar innerhalb ein und derselben Rechtsordnung unterschiedliche Modelle nebeneinander zur Anwendung je nachdem, um welche Art von Effekten es geht und ob diese im In- oder Ausland verwahrt werden.

II. Kategorisierungsansätze

1. Immobilisierung versus Dematerialisierung

Fragt man nun, anhand welcher Kriterien sich die verschiedenen Verwahrungskonzepte kategorisieren lassen, so könnte man zunächst daran denken, die bereits dargestellte Unterscheidung zwischen *Immobilisierung* und *Dematerialisierung* aufzugreifen und Verwahrungskonzepte, die an das Vorhandensein von *Wertpapieren* anknüpfen, von Konzepten abzugrenzen, die auf *Wertrechte* zugeschnitten sind. Dieser Kategorisierungsansatz scheint sich aus zwei Gründen aufzudrängen: Zum einen, weil die Grundsätze des Wertpapierrechts prinzipiell nur dort zur Anwendung gebracht werden können, wo zumindest noch eine Globalurkunde existiert; zum anderen, weil Wertrechte im Unterschied zu Wertpapieren keinen physischen Lageort im Sinne der *lex cartae sitae* haben, so daß sich bei der Bestimmung des auf eine grenzüberschreitende Transaktion anwendbaren Rechts die Frage nach einem alternativen Anknüpfungsmoment stellt¹¹⁶. Im alten schweizerischen Recht wurde denn auch strikt zwischen einem „sachenrechtlichen“ und einem „schuldrechtlichen“ Verwahrungskonzept differenziert¹¹⁷: Die Übertragung von (Miteigentumsanteilen an) sammelverwahrten Wertpapieren und Globalurkunden richtete sich nach sachenrechtlichen Regeln, die Übertragung von Wertrechten nach Zessionsrecht. Das auf die Übertragung eines Miteigentumsanteils an einer Urkunde anwendbare Recht be-

¹¹⁴ Micheler, Property in Securities, 2007.

¹¹⁵ So wird sich eine Rechtsordnung wie die englische, in der die Eintragung im Register des Emittenten der für den Rechtswerb entscheidende Akt ist und den über *registered securities* ausgestellten Zertifikate nur die Eigenschaft von Beweisdokumenten zukommt (dazu Benjamin, Interests in Securities, Rn. 2.07), tendenziell leichter damit tun, über kurz oder lang ganz auf die Ausstellung von Dokumenten zu verzichten, als eine Rechtsordnung, in der das Effektingirosystem noch auf Wertpapieren mit Transportfunktion basiert.

¹¹⁶ Siehe vorerst nur Benjamin, Interests in Securities, Rn. 1.92 (S. 26).

¹¹⁷ Favre, Die Berechtigung von Depotkunden an auslandsverwahrten Effekten, S. 27 ff., 35 ff.; Kuhn, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Zukunft des Clearing und Settlement, S. 29, 32 f.

stimmte sich grundsätzlich nach der *lex cartae sitae* (Art. 100 Abs. 1 IPRG). Die Abtretung eines Wertrechts unterstand dem von den Parteien gewählten Recht oder, wenn ein solches fehlte, dem auf die Forderung anzuwendenden Recht (Art. 145 Abs. 1 IPRG).

Bei näherer Betrachtung erweist sich die Aussagekraft einer Kategorisierung nach der Beschaffenheit der Basiswerte allerdings als begrenzt. Denn zum einen ist es für die praktische Abwicklung des Effektengiroverkehrs prinzipiell ohne Belang, ob Depotgutschriften mit Wertpapieren oder Wertrechten unterlegt sind. Zum anderen sind die rechtlichen Unterschiede zwischen zentralverwalteten Wertpapieren und Wertrechten in vielen Rechtsordnungen längst eingeebnet worden, sei es, daß Wertrechte mittels gesetzlicher Anordnung sammelverwahrten Wertpapieren gleichgestellt wurden (wie z. B. in Deutschland und Österreich), sei es, daß für alle Arten zentralverwalteter Kapitalmarktwerte eigenständige Regeln geschaffen wurden (wie in der Schweiz und den USA). Die Feststellung, daß es neben Ländern, in denen zumindest ein Teil der Effekten noch in Urkunden verbrieft ist¹¹⁸, auch Länder mit einem vollständig dematerialisierten Effektengirosystem gibt¹¹⁹, besagt demnach nicht viel. Auf der Grundlage einer Analyse der Effektengirosysteme Frankreichs, Dänemarks, Norwegens und der USA hat *Drobnig* diesen Befund schon vor 25 Jahren festgestellt und daraus Schluß gezogen, daß die „rechtlich entscheidende Wende nicht im Übergang von den verbrieften zu den brieflosen Effekten liegt, sondern im Übergang zur Girosammelverwahrung – ohne Rücksicht auf die Form der ‚verwahrten‘ Effekten“¹²⁰.

Auch dem Genfer Wertpapierübereinkommen liegt die Überzeugung zugrunde, daß die Funktions- und Konstruktionsweise eines Effektengirosystems nicht von der Form der Basiswerte abhängt (oder abhängen sollte). Nach dem Verständnis des Übereinkommens kommen *intermediated securities*¹²¹ zur Entstehung, „when certificated or uncertificated securities are brought into the intermediated holding system and are credited to a securities account“¹²². Auch im Hinblick auf das internationale Privatrecht besteht mittlerweile Einigkeit darin, daß es nicht sachgerecht ist, Wertpapiere und Wertrechte unterschiedlich zu behandeln, zumal die Anknüpfung an den Belegenheitsort der Wertpapiere den Besonderheiten der mediatisierten Wertpapierverwahrung ohnehin nicht gerecht wird¹²³.

¹¹⁸ Dazu gehören z. B. Belgien, Deutschland, Kanada, Luxemburg, Österreich, die Schweiz und die USA.

¹¹⁹ Dazu gehören z. B. Dänemark, Finnland, Frankreich, Japan, Norwegen und Schweden. Zum Effektengirosystem Japans siehe etwa *Kanda*, in: Festschrift für Hopt, S. 3105 ff.

¹²⁰ *Drobnig*, in: Kreuzer (Hrsg.), Abschied vom Wertpapier?, S. 11, 24. Ebenso *Bernasconi*, Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Hague Conference on Private International Law, Collateral Securities, Prel. Doc. No 1 of November 2000, S. 10 (Immobilisierung als „key feature of the indirect holding system“).

¹²¹ Siehe Art. 1(b) GWpÜ: „securities credited to a securities account or rights or interests in securities resulting from the credit of securities to a securities account“.

¹²² *Kanda* u. a., Official Commentary, Rn. 1-19 (Hervorhebung vom Verf.).

¹²³ Zu den Gründen dafür siehe ausführlich unter § 5 II 5 b) bb).

2. Natur der Rechtsposition des Anlegers

Viel deutlicher fällt die Heterogenität der Verwahrungskonzepte ins Auge, wenn man den Blick auf die Natur der Rechtsposition des Anlegers und die damit zusammenhängende Frage richtet, ob und wie dessen Bestände in der Insolvenz des Zentralverwahrers oder – praktisch bedeutsamer – des eigenen Intermediärs gegen Gläubigerzugriffe gesichert sind. Die Sammelverwahrung von Wertpapieren wird so gut wie nie als Fall der unregelmäßigen Verwahrung (*depositum irregulare*) eingeordnet¹²⁴. Der Grund dafür liegt darin, daß bei dieser Verwahrungsform „das Eigentum sofort auf den Verwahrer oder einen Dritten übergeht und der Verwahrer nur verpflichtet ist, Wertpapiere derselben Art zurückzugewähren“ (§ 15 Abs. 1 DepotG). Der Hinterleger bleibt also mit einem schuldrechtlichen Herausgabeanspruch zurück und erhält in der Insolvenz des Verwahrers bloß die Insolvenzquote auf den Wert seiner Papiere. Da ein solches Szenario für den Depotkunden „desaströs“ wäre¹²⁵, wird die Sammelverwahrung typischerweise nach Regeln behandelt, die dem Hinterleger entweder irgendeine Art von Eigentum an den Wertpapieren belassen oder mithilfe einer funktional gleichwertigen Lösung für Insolvenzschutz sorgen. Auch in bezug auf Wertrechte trifft man auf eine ganze Bandbreite an Lösungen, die mal mehr, mal weniger an traditionelle wertpapierrechtliche Vorstellungen angelehnt sind, aber allesamt zum Ziel haben, dem Anleger eine insolvenz sichere Rechtsposition zu verschaffen. Und genau hier, zwischen am klassischen Wertpapiereigentum orientierten Konzepten auf der einen Seite und Konzepten mit einer funktional äquivalenten Alternativlösung auf der anderen Seite, verläuft nach Ansicht von *Haentjens* die Haupttrennlinie¹²⁶.

3. Rechtsträgerschaft an den Basiswerten

Ein vollständiges Bild von der Heterogenität der Verwahrungskonzepte ergibt sich allerdings erst dann, wenn man noch berücksichtigt, daß hinter den vielfältigen Ansätzen zur Charakterisierung der Rechtsposition des Anlegers zwei unterschiedliche Grundkonzepte stehen¹²⁷. Die für die Abgrenzung dieser Konzepte maßgebliche Frage lautet: Wer ist rechtlicher Eigentümer bzw. Inhaber der in das Verwahrsystem eingebrachten Kapitalmarktwerte, der Anleger an der Basis der Pyramide oder ein in die Buchungskette eingegliedert Intermediär? Anders gewendet: Wer ist der gegenüber dem Emittenten unmittelbar Berechtigte und folglich als Aktionär bzw. Gläubiger anzusehen? Es waren die Arbeiten am Haager und am Genfer Wertpapierüber-

¹²⁴ Für eine Ausnahme in den Niederlanden siehe *Haentjens*, Harmonisation of Securities Law, S. 136 ff. mit Blick auf Verwahrungsverhältnisse außerhalb des Anwendungsbereichs des *Wet giraal effectenverkeer* (Wge) von 1977.

¹²⁵ So die plastische Formulierung von *Goode*, in: Oditah (Hrsg.), *The Future for the Global Securities Market*, S. 112, 119.

¹²⁶ *Haentjens*, Harmonisation of Securities Law, S. 34.

¹²⁷ Siehe *Thévenoz*, 13 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* (2007–2008), 384, 402.

einkommen, die den Blick dafür geschärft haben, daß im internationalen Verkehr vor allem dann Rechtsunsicherheiten entstehen, wenn Systeme aufeinandertreffen, die auf diese Frage keine übereinstimmende Antwort geben.

a) *Direkte Rechtsträgerschaft*

In die erste Kategorie fallen jene Konzepte, bei denen der Anleger selbst rechtlicher Inhaber der Kapitalmarktwerte und somit unmittelbar gegenüber dem Emittenten berechtigt ist. Gemeinsam ist diesen Konzepten das Prinzip, daß durch die Einbringung von Effekten in ein Verwahrsystem die Berechtigung des Hinterlegers an den Effekten nicht aufgehoben wird und infolgedessen auch das mitgliedschaftliche oder schuldrechtliche Band zum Emittenten erhalten bleibt. Soweit es um verbrieft Kapitalmarktwerte geht, zeichnen sich diese Konzepte also dadurch aus, daß durch die Sammelverwahrung der Papiere beim Zentralverwahrer das Eigentum des Hinterlegers an den Papieren zwar modifiziert, aber grundsätzlich beibehalten wird. Die Intermediäre fungieren als Verwahrer und Verwalter der Wertpapiere, ohne selbst deren Inhaber zu sein. Sie haben den Anlegern bei der Ausübung aller mit den Effekten verbundenen Rechte behilflich zu sein und sämtliche Erträge (Zinsen, Dividenden usw.) an sie weiterzuleiten, aber selber keine Ansprüche darauf. Die Gewährleistung von Insolvenzschutz bereitet bei diesen Modellen kein grundsätzliches Problem, da die Basiswerte den Anlegern gehören und daher zumindest rechtlich dem Zugriff von Drittgläubigern entzogen sind¹²⁸.

Costantini faßt Modelle dieser Art unter dem Oberbegriff „*Look-through-Konzepte*“ zusammen¹²⁹. Für diese Terminologie spricht, daß man in der Tat durch die gesamte Verwahrpyramide „schauen“ muß, um die rechtlichen Inhaber der Effekten zu ermitteln. Doch abgesehen davon, daß der Begriff „*Look-through-Konzept*“ viel zu sperrig ist, könnte er auch zu dem Mißverständnis verleiten, ein solches „Hindurchschauen“ sei bei jedem Verwahrsystem ohne weiteres möglich. Das ist aber bei intransparenten Systemen, bei denen dem Zentralverwahrer nur seine eigenen Kunden bekannt sind, gerade nicht der Fall¹³⁰. Daher sollte man besser mit *Thévenoz* von „*direct ownership*“-Konzepten¹³¹ oder von „Konzepten mit direkter Rechtsträgerschaft“ sprechen¹³². *Costantini*'s Kategorisierungsansatz bedarf auch insofern der Präzisierung, als er das entscheidende Kriterium für die Abgrenzung zwischen „*Look-through-Konzepten*“ und „*Not-look-through-Konzepten*“ darin erkennt, „ob

¹²⁸ *Thévenoz*, 13 Stan. J.L. Bus. & Fin. (2007–2008), 384, 405.

¹²⁹ *Costantini*, Anknüpfungsgegenstände, S. 23, 50 ff.

¹³⁰ Das erkennt auch *Costantini*, Anknüpfungsgegenstände, S. 24, wenn er vorschlägt, innerhalb dieser Gruppe zwischen „*Look-through-Konzepten* mit fungible accounts“ und „*Look-through-Konzepten* mit non-fungible accounts“ zu differenzieren.

¹³¹ *Thévenoz*, 13 Stan. J.L. Bus. & Fin. (2007–2008), 384, 404.

¹³² In diesem Sinne auch *Beeler*, Bucheffekten, Rn. 145: Systeme mit unmittelbarer Zuordnung der ausgegebenen Effekten; siehe ferner *Born*, Kollisionsrecht, S. 28: stufenübergreifende Konstruktion.

die Effktingeschäfte durch Übertragung der Rechtsposition gegenüber dem Emittenten erfüllt werden oder nicht¹³³. Sollte der Begriff „Übertragung“ technisch, also im Sinne eines derivativen Rechtserwerbs zu verstehen sein, wäre dies zu eng. Denn eine „Übertragung“ von Depotwerten kann auch so konstruiert sein, daß die Berechtigung des Veräußerers gegenüber dem Emittenten mit der Ausbuchung der Werte aus seinem Konto erlischt und der Erwerber mit der Gutschrift in seinem Konto originär eine neue Berechtigung erwirbt.

b) Indirekte Rechtsträgerschaft

Auf der anderen Seite stehen Konzepte, bei denen die Rechtsträgerschaft an den Kapitalmarktwerten dem Zentralverwahrer oder einem sonstigen in die Verwahrkette eingegliederten Intermediär zugewiesen ist und sich die Rechtsstellung des Anlegers im Prinzip auf Ansprüche gegen den depotführenden Intermediär beschränkt. Hier ist es also einzig und allein der betreffende Intermediär, der in unmittelbarer rechtlicher Beziehung zum Emittenten steht und als Aktionär bzw. Gläubiger in dessen Register verzeichnet ist, sei es unter seinem eigenen Namen oder repräsentiert durch einen Platzhalter (*nominee*)¹³⁴. Für die Vorstellung, der Anleger habe dingliche Rechte an bestimmten über eine Buchungskette gehaltenen Wertpapieren, ist in diesen Konzepten kein Platz. Freilich wird der Anleger so gestellt, als wenn er selbst Aktionär bzw. Gläubiger wäre. Er erhält eine Art wirtschaftliches Eigentum an „seinen“ Kapitalmarktwerten. Dazu wird ihm ein Bündel von Ansprüchen gegen seinen Intermediär eingeräumt, die allesamt darauf gerichtet sind, letztlich ihn in den Genuß aller mit den Werten verbundenen Rechte kommen zu lassen. Dieses Bündel umfaßt insbesondere das Recht auf Auskehrung der Erträge sowie das Recht, über die Ausübung der Mitgliedschafts- bzw. Gläubigerrechte einschließlich des Stimmrechts zu entscheiden. Überdies kann der Intermediär verpflichtet sein, die Kapitalmarktwerte auf Verlangen des Anlegers aus dem Verwahrsystem herauszunehmen und sie beispielsweise in Form von effektiven Stücken an ihn zu übergeben, sofern dies nach Form und Inhalt der Werte möglich ist. Um den Intermediär in die Lage zu versetzen, diese Pflichten gegenüber dem Kontoinhaber zu erfüllen, erhält er seinerseits ein entsprechendes Bündel an Ansprüchen gegen den übergeordneten Intermediär (z. B. den Zentralverwahrer). Eine „Übertragung“ dieses Bündels findet im Effktingiroverkehr nur im untechnischen Sinne statt. Denn die Umbuchung von Depotwerten hat zur Folge, daß die Berechtigung des Veräußerers gegenüber seinem Intermediär erlischt und der Begünstigte originär eine Berechtigung gegen seinen Intermediär erwirbt¹³⁵.

Das Problem des Insolvenzschutzes wird in Konzepten dieser Art typischerweise so gelöst, daß der von einem Intermediär (z. B. in Form von Ansprüchen gegen einen

¹³³ *Costantini*, Anknüpfungsgegenstände, S. 51.

¹³⁴ *Thévenoz*, 13 Stan. J. L. Bus. & Fin. (2007–2008), 384, 407.

¹³⁵ *Thévenoz*, 13 Stan. J. L. Bus. & Fin. (2007–2008), 384, 408.

übergeordneten Intermediär) gehaltene Deckungsbestand der jeweiligen Gattung den Depotkunden zugeordnet und nicht zum haftenden Vermögen des Intermediärs gerechnet wird. Bezüglich dieses Deckungsbestandes wird den Depotkunden eine Art Miteigentumsrecht eingeräumt, das sie im Konkurs des Intermediärs zur Aussonderung berechtigt. Damit dieser Insolvenzschutz nicht ins Leere läuft, gehört die Vermeidung von Unterbeständen (*shortfalls*) zu den Kardinalpflichten eines Intermediärs. Er muß stets so viele Effekten verfügbar halten, daß die Guthaben der Kunden vollständig abgedeckt sind. Da die Rechtsposition des Anlegers somit auch eine auf den Deckungsbestand des Intermediärs bezogene dingliche Komponente aufweist, wäre es irreführend, wenn nicht unzutreffend, Konzepte dieser Art als „schuldrechtlich“ zu bezeichnen. *Costantini* faßt sie unter dem Oberbegriff „*Not-look-through*-Konzepte“ zusammen¹³⁶. *Thévenoz* verwendet die um einiges griffigere Bezeichnung „*multi-tiered entitlement*“-Systeme¹³⁷. In Anlehnung daran könnte man auch von „Konzepten mit indirekter Rechtsträgerschaft“ oder „Konzepten mit stufenweiser Berechtigung“ sprechen¹³⁸.

III. Ausgewählte Rechtsordnungen im Überblick

Die Unterscheidung zwischen Konzepten mit direkter und indirekter Rechtsträgerschaft sollte nicht überbewertet werden, weil es innerhalb dieser beiden Gruppen jeweils eine große Vielfalt von Systemen mit jeweils eigenen Besonderheiten gibt¹³⁹. Und es wäre auch gewagt zu behaupten, daß die Trennlinie zwischen Konzepten mit direkter und solchen mit indirekter Rechtsträgerschaft exakt parallel zur Trennlinie zwischen *civil law*- und *common-law*-Jurisdiktionen verläuft¹⁴⁰. Dies vorausgeschickt, sollen nun vier ausgewählte (Depot-)Rechtsordnungen im Überblick vorgestellt werden. Die Ausführungen zum deutschen und schweizerischen Recht können, da diese Rechtsordnungen im zweiten bzw. dritten Teil der Arbeit eingehend behandelt werden, knapp ausfallen (unter 1 und 2). Etwas mehr Aufmerksamkeit ist dem US-amerikanischen sowie dem englischen Recht zu widmen (unter 3 und 4).

¹³⁶ *Costantini*, Anknüpfungsgegenstände, S. 24, 50 ff.

¹³⁷ *Thévenoz*, 13 Stan. J.L. Bus. & Fin. (2007–2008), 384, 406.

¹³⁸ Ähnlich *Beeler*, Bucheffekten, Rn. 145: relative Systeme, welche auf der rein schuldrechtlichen Beziehung zwischen Kontoinhaber und unmittelbarer Verwahrungsstelle aufbauen; ferner *Born*, Kollisionsrecht, S. 30: stufenweise Konstruktion.

¹³⁹ Darauf wird zu Recht hingewiesen von *Thévenoz*, 13 Stan. J.L. Bus. & Fin. (2007–2008), 384, 409 f.

¹⁴⁰ *Thévenoz*, 13 Stan. J.L. Bus. & Fin. (2007–2008), 384, 410. Siehe auch (aus japanischer Sicht) *Kanda*, in: de Vauplane (Hrsg.), 20 ans de dématérialisation des titres en France, S. 223, 229: „With various experiences in a mixed legal system, this author submits that the distinction between common law and civil law traditions is not always helpful in certain areas of the law. In the field of intermediated investment securities, he believes that as a descriptive matter, the distinction does not help to show the current state of legal rules in various countries.“

1. Deutschland

Deutschland zählt zu den Ländern, in denen unterschiedliche Verwahrungskonzepte zur Anwendung kommen je nachdem, um welche Art von Effekten es sich handelt und wo diese deponiert sind¹⁴¹. Was die Girosammelverwahrung von Wertpapieren im Inland betrifft, ist das deutsche Depotrecht noch ganz klassischen wertpapierrechtlichen Vorstellungen verhaftet: Die Hinterleger bzw. späteren Erwerber werden, wie bereits in der Einführung erwähnt, als Miteigentümer und mittelbare Mitbesitzer der bei der *Clearstream Banking AG* zu Girosammelbeständen vereinigten Wertpapiere betrachtet. Gegenstand des Effektengiroverkehrs sind somit Miteigentumsanteile an Einzel- oder Globalurkunden einer bestimmten Gattung (§§ 6 Abs. 1, 9a Abs. 2 i. V. m. § 24 Abs. 1 DepotG). Die Übertragung und Verpfändung der Miteigentumsanteile – im Sprachgebrauch der Praxis: Girosammelanteile – richtet sich der hergebrachten Lehre zufolge nach den Vorschriften für bewegliche Sachen (§§ 929 ff., 1204 ff. BGB), womit grundsätzlich auch die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs vom Nichtberechtigten eröffnet ist. Der Schutz der Anleger in der Insolvenz des Verwahrers ergibt sich zwanglos aus § 47 Satz 1 InsO, der jedem Miteigentümer ein Aussonderungsrecht gewährt. Dieses sachenrechtliche Konzept gilt auch die für unverbrieften Sammelschuldbuchforderungen des Bundes und der Länder. Zwar werden in das Schuldbuch nicht die einzelnen Anleger, sondern die *Clearstream Banking AG* eingetragen. Auf den ersten Blick scheint also ein Konzept mit indirekter Rechtsträgerschaft vorzuliegen. Doch ordnet das BSchuWG in § 6 Abs. 2 Satz 1 und 2 an, daß die Sammelschuldbuchforderung als Wertpapiersammelbestand „gilt“ und daß die Gläubiger als Miteigentümer nach Bruchteilen „gelten“. Damit soll klargestellt werden, daß die Anleger materiell Inhaber der Schuldbuchforderung sind und die *Clearstream Banking AG* als bloße Ermächtigungstreuhänderin fungiert, die zu Verfügungen im eigenen Namen ermächtigt ist (§ 185 BGB)¹⁴².

Hinsichtlich der Verwahrung von Kapitalmarktwerten im Ausland sind zwei Konstellationen zu unterscheiden. Die erste ist die Verwahrung von Wertpapieren im Rahmen einer gegenseitigen Kontoverbindung zwischen der *Clearstream Banking AG* und einem ausländischen Zentralverwahrer¹⁴³. Gemäß § 5 Abs. 4 Satz 1 Nr. 2 DepotG ist die Einrichtung einer solchen Verbindung nur zulässig, wenn „dem Hinterleger hinsichtlich des Sammelbestands dieses Verwahrers eine Rechtsstellung eingeräumt wird, die derjenigen nach diesem Gesetz gleichwertig ist“. Der Gesetzgeber hat zwar erkannt, daß es angesichts der Heterogenität der Verwahrungskonzepte unpraktikabel wäre, eine vollständige Übereinstimmung der maßgeblichen Rechtsvorschriften des anderen Staates mit denen des deutschen Depotrechts zu verlangen. Gleichwohl setzt Gleichwertigkeit aus seiner Sicht voraus, „daß der Hinterleger am

¹⁴¹ Das gilt auch für Österreich, dessen Depotrecht weitgehend dem deutschen entspricht. Siehe etwa die Darstellung bei *Iro*, in: *Apathy/Iro/Koziol* (Hrsg.), *Österreichisches Bankvertragsrecht*, 4. Kapitel.

¹⁴² Ausführlich dazu unten § 7 III 2.

¹⁴³ Ausführlich zu sog. CSD-Links unten § 4 V.