

Beiträge zum Europäischen Wirtschaftsrecht

---

Band 68

**Die Gutschrift  
auf dem Finanzinstrumentenkonto –  
nach dem Entwurf der Securities Law Directive**

Von

**Rowina Ullner**



**Duncker & Humblot · Berlin**

ROWINA ULLNER

Die Gutschrift auf dem Finanzinstrumentenkonto –  
nach dem Entwurf der Securities Law Directive

# Beiträge zum Europäischen Wirtschaftsrecht

Begründet von Professor Dr. Wolfgang Blomeyer † und  
Professor Dr. Karl Albrecht Schachtschneider

Band 68

Die Gutschrift  
auf dem Finanzinstrumentenkonto –  
nach dem Entwurf der Securities Law Directive

Von

Rowina Ullner



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechtswissenschaft  
der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main hat diese Arbeit  
im Jahre 2015 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

D30

Alle Rechte vorbehalten  
© 2017 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: Konrad Triltsch GmbH, Ochsenfurt  
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 0947-2452  
ISBN 978-3-428-15071-7 (Print)  
ISBN 978-3-428-55071-5 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-85071-6 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2015/2016 von dem Fachbereich Rechtswissenschaft der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main als Dissertationsschrift angenommen. Literatur wurde bis August 2016 berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Peter von Wilmowsky, LL.M., der meine Arbeit mit Interesse und wertvollen Anregungen betreut hat. Seine stete Gesprächsbereitschaft, die Begeisterung für dieses Thema und seine konstruktive Kritik haben wesentlich zum Gelingen beigetragen. Frau Prof. Dr. Katja Langenbucher bin ich für die Übernahme und die zügige Erstellung des Zweitgutachtens zu großem Dank verpflichtet.

Die Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin in einer internationalen Großkanzlei im Bereich Kapitalmarktrecht sowie an der Professur für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht und Bankrecht von Frau Prof. Dr. Katja Langenbucher im House of Finance der Goethe-Universität Frankfurt am Main. Ihnen sowie allen Kollegen am Lehrstuhl danke ich für die lehrreiche und herzliche Zeit, die mir in bester Erinnerung bleiben wird.

Vor allem aber danke ich von Herzen meinen Eltern, meiner Schwester Adriana und meinem Freund Sebastian Jacobi für die bedingungslose Unterstützung und das mühevolle Korrekturlesen. Ihre Ermutigungen haben mir in schwierigen Phasen die nötige Kraft gegeben.

Waldems, im Dezember 2016

*Rowina Ullner*



# Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einleitung</b> .....	23
I. Problemstellung und Maßnahmen .....	23
1. Die Umgestaltung der urkundlichen Verwahrung und Übertragung .....	23
2. Auswirkungen im grenzüberschreitenden Bereich .....	26
3. Harmonisierungsmodelle und Relevanz .....	28
II. Gegenstand und Gang der Arbeit .....	30
III. Festlegung einer einheitlichen Begriffsverwendung .....	31
<b>B. Grundkonzeption des Richtlinienentwurfs</b> .....	35
I. Harmonisierungsziel .....	35
1. European Uniform Securities Code .....	35
2. EU Securities Account Certainty Project .....	36
3. Mindestharmonisierung .....	38
4. Feststellung .....	41
II. Funktionaler Ansatz .....	41
1. Systemneutralität .....	41
2. Dogmatische Neutralität .....	42
a) Neutrale Funktionsbegriffe .....	42
b) Beispiele .....	43
3. Kritische Aspekte .....	45
4. Folge: Neutralität der geplanten Richtlinie .....	45
III. Die Wahl des Instruments der Richtlinie .....	46
1. Mögliche Rechtsinstrumente .....	46
2. Vor- und Nachteile von Verordnung und Richtlinie .....	46
3. Entscheidung zugunsten der Richtlinie .....	47
4. Feststellung .....	48
IV. Thematische Einordnung der geplanten Richtlinie in den europäischen Rechtsrahmen .....	49
V. Aufbau und Inhalt .....	50
VI. Regelungsgegenstand und Anwendungsbereich .....	51
1. <i>Securities</i> .....	52
a) Finanzinstrumente nach MiFID .....	52
b) Weiter Anwendungsbereich durch Finanzinstrumentenbegriff .....	53
c) Kritische Betrachtung der Regelungstechnik .....	53
d) Übersetzungsproblematik: Wertpapier .....	54

e) Zwischenfeststellung .....	55
2. Kriterium der kontenmäßigen Erfassung .....	55
3. Vergleich zu den globalen Harmonisierungsmodellen .....	56
4. Angleichungen des mitgliedstaatlichen Rechts .....	58
5. Feststellung .....	60
VII. Zusammenfassung der gewonnenen Erkenntnisse .....	60
<b>C. Die Gutschrift auf dem Finanzinstrumentenkonto .....</b>	<b>62</b>
I. Bedeutung und Prinzipien der Gutschrift .....	62
II. Entstehungstatbestand der Gutschrift .....	63
1. Definition der Gutschrift .....	63
2. Finanzinstrumentenkonto ( <i>securities account</i> ) .....	63
a) Bedeutung des Kontos in den Rechtssystemen der Mitgliedstaaten .....	64
b) Definition des Richtlinienentwurfes .....	65
aa) Anforderungen an den <i>securities account</i> .....	65
bb) Arten von Finanzinstrumentenkonten .....	66
cc) Zwischenfeststellung .....	67
c) Vergleich zu den globalen Harmonisierungsmodellen .....	67
d) Zwischenfeststellung .....	67
3. Finanzinstrumentenguthaben .....	68
4. Gestuftes Verfahren .....	68
a) Anspruch auf Gutschrift .....	68
b) Anspruch aus Gutschrift .....	69
c) Unterscheidung der beiden Ansprüche .....	69
5. Feststellung .....	69
III. Die Gutschrift auf unterschiedlichen Ebenen der Buchungskette: Ebene des Kontoinhabers .....	70
1. Mindestharmonisierung der Rechtsposition des Kontoinhabers .....	70
2. Die Person des Kontoinhabers .....	71
a) <i>Account holder</i> .....	71
b) <i>Ultimate account holder</i> .....	72
c) Zwischenfeststellung .....	73
3. Rechte des Kontoinhabers durch die Gutschrift .....	73
a) <i>Bundle of rights (and obligations)</i> .....	73
b) <i>Account-held securities</i> , Art. 3 SLD-D .....	74
c) Rechte an den Finanzinstrumenten: Eigentumsrecht .....	75
aa) Mitgliedstaatliche Regelungen .....	75
(1) Eigentumsmodelle .....	76
(2) <i>Trust</i> -Modell .....	77
(3) Transparenz-Modell .....	80

bb) Exkurs: Verhältnis der Eigentumsrechte zu den Inhaberrechten . . . .	83
(1) Historischer Ausgangspunkt: Urkunde . . . . .	83
(2) Zunehmende Entmaterialisierung . . . . .	85
(3) Zwischenfeststellung . . . . .	86
(4) Relevanz von <i>direct</i> und <i>indirect holding system</i> . . . . .	86
(5) Zusammenfassung der mitgliedstaatlichen Rechtssysteme . . . . .	87
cc) Regelungen des Richtlinienentwurfes . . . . .	87
dd) Bedeutung und Folgen dieser Nichtregelung . . . . .	88
ee) Zwischenfeststellung . . . . .	89
d) Rechte aus den Finanzinstrumenten . . . . .	90
aa) <i>Rights attached to the securities</i> . . . . .	90
bb) Regelungen der Aktionärsrechterichtlinie . . . . .	92
cc) Rechtszuweisung: (letzter) Kontoinhaber . . . . .	93
(1) Unterscheidung <i>national law</i> und <i>applicable law</i> . . . . .	93
(2) Gehalt der Zuweisung . . . . .	94
(3) Zwischenfeststellung . . . . .	94
dd) Abstrakte Berechtigung . . . . .	94
(1) Art. 3 Abs. 1 lit. a SLD-D als Ausnahme von Art. 1 Abs. 2 SLD-D	95
(2) Art. 1 Abs. 2 SLD-D als eine Einschränkung des Art. 3 Abs. 1	
lit. a SLD-D . . . . .	95
(3) Art. 1 Abs. 2 SLD-D und Art. 3 Abs. 1 lit. a SLD-D gelten	
selbstständig nebeneinander . . . . .	97
(4) Argumentative Auseinandersetzung . . . . .	98
ee) Ausgestaltung der Rechtsausübung . . . . .	100
(1) Rechtsausübungskontrolle, Art. 17 SLD-D . . . . .	100
(2) Harmonisierungsgehalt des Art. 17 SLD-D . . . . .	102
(3) Übertragung der Ausübungsrechte, Art. 20 SLD-D . . . . .	103
(4) Feststellung zur Regelung der Rechtsausübung . . . . .	103
ff) Grenzüberschreitende Rechteanerkennung, Art. 15 SLD-D . . . . .	104
gg) Zwischenergebnis . . . . .	106
e) Dispositionsrecht . . . . .	107
aa) Dispositionsmethoden . . . . .	107
bb) Inhaberschaft und Anforderungen . . . . .	108
cc) Zwischenfeststellung . . . . .	108
f) Konvertierungs- und Kontowechselrecht . . . . .	109
aa) Allgemeines . . . . .	109
bb) Einschränkungen des Rechts aus Art. 3 Abs. 1 lit. c SLD-D . . . . .	110
(1) Geltung der Vorbehalte . . . . .	110
(2) Anerkennung des Rechts . . . . .	110
(3) Regelung des Konvertierungsrechts durch die Mitgliedstaaten . .	111

(4) Folge: Intransparenz .....	111
(5) Zwischenfeststellung .....	112
cc) Inhaberschaft und Ausübungsmöglichkeit der beiden Rechte .....	112
dd) Zwischenfeststellung .....	113
g) Rechtsausübungsregel, Art. 3 Abs. 2 SLD-D .....	113
aa) Inhalt und Regelungszweck .....	113
bb) Rechtliche Qualifikation der Instruktion .....	114
cc) Wirkung der Instruktion hinsichtlich Dispositions-, Konvertierungs- und Kontowechselrecht .....	114
(1) Inhaberschaft und Ausübungsmöglichkeit .....	115
(2) Rechtsgewährung zugunsten des Kontoinhabers .....	115
(3) Zwischenfeststellung .....	116
dd) Feststellung zur Instruktion .....	116
h) Feststellung: Mindestrechte .....	116
4. Die Gewährung weiterer Rechte durch die Mitgliedstaaten .....	117
a) Sinn und Zweck dieser Regelung .....	117
b) Beispiele für weitere Rechte des Kontoinhabers .....	117
c) Verhältnis zu den Regelungen des Richtlinienentwurfs .....	118
d) Aspekte der Rechtssicherheit .....	119
e) Zwischenfeststellung .....	119
5. Begrenzung der Rechte .....	119
6. Feststellung zur Gutschrift auf der Ebene des Kontoinhabers .....	120
IV. Harmonisierte Methoden für Erlangung und Disposition .....	121
1. Unterscheidung in <i>book-entry</i> und <i>non-book-entry</i> .....	121
2. Die einzelnen Methoden .....	121
a) Gutschriften auf dem Finanzinstrumentenkonto ( <i>crediting of an account</i> ) .....	122
b) Belastungsbuchungen auf dem Finanzinstrumentenkonto ( <i>debiting of an     account</i> ) .....	122
c) Eintragung eines Vermerks in ein Finanzinstrumentenkonto ( <i>earmarking</i> ) .....	123
d) Löschung des Vermerks ( <i>earmarking</i> ) .....	124
e) Kontrollvereinbarung ( <i>control agreement</i> ) .....	125
f) Vereinbarung mit dem Kontoführer ( <i>agreement with and in favour of the     account provider</i> ) .....	126
g) Andere Methoden .....	126
h) Zwischenfeststellung .....	127
3. Bedeutung der unterschiedlichen Methoden .....	127
4. Vergleich zum Genfer Wertpapierübereinkommen .....	128
a) Gutschrift und Belastungsbuchung, Art. 11 GSC .....	128
b) Andere Methoden, Art. 12 GSC .....	129
c) Methoden nach Nichtkonventionsrecht, Art. 13 GSC .....	130
d) Zwischenfeststellung .....	130

5. Parallelität von <i>book-entry</i> und <i>non-book-entry</i> .....	130
6. Feststellung zu den Methoden .....	131
V. Die Gutschrift auf unterschiedlichen Ebenen der Buchungskette: Ebene des Kontoführers .....	132
1. Die Person des Kontoführers .....	132
a) Kontoinhaber ( <i>account holder</i> ) .....	132
b) Kontoführer ( <i>account provider</i> ) .....	132
aa) Definitionen des Kontoführers .....	133
(1) MiFID Definition .....	133
(2) Globale Definition .....	134
(3) Vergleich der beiden Definitionen .....	135
(4) Regulierung der Kontoführer nach Art. 21 SLD-D .....	135
(5) Entsprechender Kontoführer .....	136
(6) Zwischenfeststellung .....	136
bb) Kontobetreiber ( <i>account operator</i> ) .....	136
cc) <i>Nominee (account)</i> .....	137
dd) Zwischenfeststellung .....	138
c) Zentralverwahrer ( <i>central securities depositor</i> ) .....	138
d) Zwischenfeststellung: Multibegriff .....	138
2. Pflichten des Kontoführers .....	139
a) Pflicht zur Gewährung der Ausübungskontrolle, Art. 17 SLD-D .....	139
b) Pflicht zur Instruktionsbefolgung, Art. 11 SLD-D .....	140
aa) Gegenstand der Instruktion .....	140
bb) Horizontale und vertikale Instruktionen .....	141
cc) Ausnahmen nach Art. 11 Abs. 2 SLD-D .....	142
dd) Folgen der Missachtung von Instruktionen .....	144
ee) Zwischenergebnis .....	145
c) Informationspflicht, Art. 16 SLD-D .....	145
aa) Informationen des Emittenten .....	145
(1) Anwendungsbereich .....	145
(2) Art der Information .....	146
(3) Ohne schuldhaftes Zögern ( <i>without undue delay</i> ) .....	146
(4) Standardisierung und Kosten .....	147
bb) Informationen eines Kontoinhabers .....	148
cc) Aktionärsrechterichtlinie .....	148
dd) Zwischenfeststellung .....	149
d) Deckungsbestandspflicht, Art. 4 Abs. 2 SLD-D .....	149
aa) Allgemeines .....	149
bb) Methoden zur Pflichterfüllung .....	150
cc) Dauerhafte Deckungssicherung .....	152

dd) Wiederherstellung des Deckungsbestandes, Art. 4 Abs. 4 SLD-D	152
ee) <i>Ex post</i> Betrachtung anstelle einer <i>no-credit-without-debit-rule</i>	153
ff) Zwischenergebnis	153
e) Keine diskriminierenden Gebühren, Art. 18 SLD-D	154
f) Zusätzliche Pflichten	155
g) Zwischenfeststellung	155
3. Rechte des Kontoführers	155
a) Rechte aus Art. 3 Abs. 1 SLD-D	155
b) Gutschriftsrecht („Finanzinstrumentenkreierungsrecht“)	156
c) Weitere Rechte	156
d) Zwischenfeststellung	157
4. Auswirkungen der Regelungen	157
a) Integrität des kontengehaltenen Systems	157
b) Garantieähnliche Verpflichtung des Kontoführers	158
c) Haftung des Kontoführers	159
d) Zulassungspflicht des Kontoführers	160
e) Zwischenfeststellung	160
5. Feststellung zur Gutschrift auf der Ebene des Kontoführers	161
VI. Regelungsinhalt der <i>account-held securities</i>	161
1. Gegenstand der Gutschrift: <i>account-held securities</i>	161
2. Bestimmung des Inhalts der <i>account-held securities</i>	161
a) Reale Finanzinstrumente	162
b) Abstrakte Vermögensposition	163
c) Adaptive Regelung mit festem Kern	164
d) Feststellung zum Inhalt der <i>account-held securities</i>	165
3. Vergleich zu <i>intermediated securities</i>	165
4. Folgen der adaptiven Regelung	167
a) Variable X = reale Finanzinstrumente	167
aa) Erlangung der vollständigen Rechtsposition	167
bb) Multiplikationseffekt: Gefahr der Rechtsvermehrung	167
(1) Einheitliche Bedeutung der Gutschrift	168
(2) Legitimation durch die Kette wirksamer Gutschriften	168
cc) Zwischenfeststellung	169
b) Variable X = abstrakter Vermögenswert	169
aa) Verbindung mit dem Konto	170
bb) Eintausch der Finanzinstrumente: Chip Theorie	170
cc) Transferierung in eine neue Form	171
dd) Zwischenfeststellung	172
c) Feststellung zur adaptiven Regelung	172
5. Ergebnis zum Regelungsinhalt	173

<b>D. Die Wirkung der Gutschrift</b> .....	174
I. Wirkung der Gutschrift im mitgliedstaatlichen Recht .....	174
1. Eigentumsmodelle .....	174
a) Entmaterialisiertes System: Frankreich .....	174
b) Urkundensystem: Deutschland .....	176
c) Zwischenfeststellung .....	178
2. <i>Trust</i> -Modell .....	178
3. Transparenz-Modell .....	180
4. Ergebnis: keine einheitliche Systematik .....	182
II. Die <i>no further steps</i> -Regel .....	182
1. Erlangungsvoraussetzung: harmonisierte Methoden .....	182
2. Wirksamkeit der Erlangung .....	183
a) Unterscheidung <i>validity</i> und <i>effectiveness</i> .....	183
b) Kontoführer .....	184
c) Emittent .....	184
d) Dritter .....	185
e) Zwischenergebnis .....	186
3. <i>Further steps</i> .....	186
a) Widerspruch zu Regelungen des Richtlinienentwurfs .....	186
b) Genfer Wertpapierübereinkommen: formelle und materielle Anforderungen .....	187
c) Einschränkungen der <i>further steps</i> .....	188
d) Zwischenfeststellung .....	188
4. Keine korrespondierende Belastungsbuchung .....	189
a) Unabhängigkeit von Gutschrift und Belastung .....	189
b) Derivative Erlangung .....	189
c) Regelungen der globalen Übereinkommen .....	190
d) Verbindung durch die Bedingung .....	191
e) Zwischenfeststellung .....	192
5. Feststellung .....	192
III. Konstitutive Wirkung der Gutschrift .....	192
1. Allgemeines .....	192
2. Regelungen des Richtlinienentwurfs .....	193
a) Art. 4 Abs. 1 SLD-D .....	194
b) Art. 5 SLD-D .....	194
c) Art. 3 Abs. 1 SLD-D .....	195
d) Vergleich zum Genfer Wertpapierübereinkommen .....	195
e) Zwischenfeststellung .....	195
3. Einheitlicher Erlangungszeitpunkt .....	195
4. Feststellung .....	197
IV. Ergebnis zur Wirkung der Gutschrift .....	197

<b>E. Anforderungen an die Wirksamkeit der Gutschrift</b> .....	198
I. Grundsatz: Wirksamkeit .....	198
II. Ausnahmen vom Grundsatz der Wirksamkeit .....	199
III. Unwirksamkeit der Gutschrift .....	199
1. Unwirksamkeitsgründe .....	199
a) Fehlender Deckungsbestand, Art. 5 Abs. 3 SLD-D .....	200
b) Besonderheit der vinkulierten Namensaktien, Art. 5 Abs. 7 SLD-D .....	200
c) Abgrenzung der übrigen Methoden, Art. 5 Abs. 8 SLD-D .....	201
d) Vergleich zum Genfer Wertpapierübereinkommen .....	202
e) Zwischenfeststellung .....	203
2. Bestimmung der Unwirksamkeit .....	203
3. Entfernung der unwirksamen Gutschrift .....	203
4. Feststellung .....	203
IV. Die bedingte Gutschrift, Art. 5 Abs. 6 SLD-D .....	204
1. Anforderungen an die Bedingung .....	204
2. Bedingungsmöglichkeiten .....	205
3. Aufschiebende und auflösende Bedingung .....	206
4. Relevante Konstellationen .....	207
5. Verhältnis zu Art. 5 Abs. 7 und 3 SLD-D .....	208
6. Folgen der Bedingung .....	208
V. Ergebnis zur Wirksamkeit der Gutschrift .....	209
<b>F. Die aufhebbare Gutschrift</b> .....	210
I. Fehlerhafte Gutschriften und ihre Ursachen .....	210
1. Menschliches Versagen .....	210
2. Technische Defekte .....	211
3. Schädigendes Verhalten .....	212
4. Materielle Aspekte .....	213
5. Feststellung .....	213
II. Aufhebung einer Gutschrift, Art. 7 SLD-D .....	213
1. Allgemeines zur Aufhebung .....	213
2. Aufhebungsgründe .....	214
a) Einverständnis des Kontoinhabers zur Aufhebung .....	214
b) Irrtümliche Gutschrift ohne Autorisierung .....	215
aa) Irrtümliche Gutschrift .....	215
bb) Ohne Autorisierung durch den Kontoinhaber .....	216
c) Weitere Aufhebungsgründe, Art. 7 Abs. 1 lit. c, d und e SLD-D .....	217
d) Praktische Probleme .....	218
e) Vorbehalt des Art. 8 SLD-D .....	219
f) Zusätzliche Aufhebungsgründe .....	219
g) Zwischenfeststellung .....	220

3. Regelungen des Settlements systems	220
4. Wirkung der Gutschriftsaufhebung	221
a) Unwirksamkeit	221
b) <i>Ex tunc</i> -Wirkung	222
c) <i>Ex nunc</i> -Wirkung	223
d) Argumentation	223
5. Maßnahmen zur Aufhebung	225
6. Vergleich zu den Aufhebungsregelungen des Genfer Wertpapierübereinkommens	225
7. Feststellung	226
III. Schutz vor Aufhebung, Art. 8 SLD-D	227
1. Schutz des guten Glaubens im mitgliedstaatlichen Recht	227
a) Eigentumsmodelle	227
b) <i>Trust</i> -Modell	230
c) Transparenz-Modell	232
d) Folge: Schutz vor Aufhebung	233
2. Die Regelungen des Art. 8 SLD-D	233
a) Allgemeines	234
b) Schutz vor Aufhebung im Sinne von Art. 7 SLD-D	234
c) Anforderungen an die Kenntnis	236
d) Beweislast und relevanter Zeitpunkt	237
e) Wissenszurechnung	238
f) Regelungsgehalt: <i>safe harbour</i>	239
g) Zwischenfeststellung	239
3. Vergleich zu den Regelungen des Art. 18 GSC	240
a) Art. 18 Abs. 1 GSC: <i>adverse claims</i>	240
b) Art. 18 Abs. 2 GSC: <i>earlier defective entry</i>	241
c) Detaillierte Anforderungen an die Kenntnis, Art. 17 lit. b GSC	242
d) Weitere Besonderheiten	243
e) Folge: <i>shelter principle</i>	244
f) Zwischenfeststellung	244
4. Kompatibilität mit mitgliedstaatlichen Regelungen	245
a) Anknüpfungsmerkmal der Kenntnis	245
b) Sorgfaltsmaßstab	246
c) Vermehrung der <i>account-held securities</i>	246
d) Vorübergehende Erlangung trotz Bösgläubigkeit	247
e) Zwischenfeststellung	248
5. Feststellung	248
IV. Exkurs: Prioritätsregeln	248
1. Regelung des Art. 9 SLD-D	248
2. Zwingende rechtliche Vorgaben, Art. 5 Abs. 4 SLD-D	250

3. Regelung des Genfer Wertpapierübereinkommens .....	251
4. Folgen .....	252
V. Unterscheidung: Unwirksamkeit, Aufhebung und Bedingung .....	252
1. Möglichkeit der Heilung .....	253
2. Vergleich zum Genfer Wertpapierübereinkommen .....	254
3. Bedeutung für die Unwirksamkeit .....	254
VI. Schutzsystem der geplanten Richtlinie .....	255
1. Abgrenzung der Artt. 8 und 9 SLD-D .....	255
2. Ineinandergreifen der Artt. 7 und 8 SLD-D .....	257
3. Akzessorietät des Vermerks .....	257
4. Verdeutlichung anhand eines Beispiels .....	258
VII. Ergebnis zur aufhebbaren Gutschrift .....	259
<b>G. Die Wirkungen der Gutschrift im Insolvenzfall .....</b>	<b>260</b>
I. Mitgliedstaatliche Regelungen zum Insolvenzschutz .....	260
II. Insolvenzfeste Gutschrift .....	261
1. Grundsatz des Art. 6 Abs. 1 SLD-D .....	261
2. Anwendbare Insolvenzregeln, Art. 6 Abs. 2 SLD-D .....	262
3. Richtlinien in diesem Bereich .....	264
4. Vergleich zum Genfer Wertpapierübereinkommen .....	265
5. Feststellung .....	266
III. Insolvenz des Kontoführers, Art. 10 SLD-D .....	266
1. <i>Account provider risk</i> .....	266
2. Schutz des Kontoinhabers, Art. 10 Abs. 1 SLD-D .....	267
3. Problematik des Fehlbestands .....	267
a) Theorie der autarken Gutschrift .....	268
b) Fehlbestand .....	268
aa) Grundlagen des Fehlbestands .....	269
bb) Inflation der Finanzinstrumente .....	269
cc) Herrenlose Finanzinstrumente .....	271
c) Behebung eines Fehlbestands .....	272
aa) Regelungen des Art. 4 Abs. 4 SLD-D .....	272
bb) Vorschriften des Art. 10 Abs. 2 SLD-D .....	273
cc) <i>Pro rata</i> Regelung außerhalb der Insolvenz .....	274
dd) Zwischenfeststellung .....	275
d) Aufsichtsrechtliche Kontrolle des Deckungsbestandes .....	275
4. Vergleich zum Genfer Wertpapierübereinkommen .....	275
a) Zuteilung der Deckungsbestände, Art. 25 GSC .....	275
b) Verlustregelung, Art. 26 GSC .....	276
c) Clearing- und Settlementssysteme, Art. 27 GSC .....	277
d) Zwischenfeststellung .....	277

5. Feststellung ..... 277

IV. Ergebnis zur Gutschrift im Insolvenzfall ..... 277

**H. Die Gutschrift und der Pfändungsschutz** ..... 279

    I. Mitgliedstaatliche Regelungen: pfändbarer Wert ..... 279

    II. Die pfändungssichere Gutschrift ..... 279

        1. Pfändung durch Gläubiger des Kontoinhabers ..... 279

            a) Problematik des *upper tier attachment* ..... 279

            b) Regelungen des Art. 12 SLD-D ..... 280

                aa) Transparenz-Modell ..... 281

                bb) *Trust*-Modell ..... 281

                cc) Eigentumsmodelle ..... 282

            c) Zwischenfeststellung ..... 283

        2. Pfändungen durch Gläubiger des Kontoführers ..... 283

            a) Aspekt des *intermediary risk* ..... 283

            b) Regelungen des Art. 13 SLD-D ..... 283

            c) Regelungen der Finanzmarktrichtlinie ..... 284

            d) Zwischenfeststellung ..... 284

        3. Vergleich zum Genfer Wertpapierübereinkommen ..... 285

            a) Grundregel ..... 285

            b) Definition ..... 285

            c) Ausnahme ..... 286

            d) Zwischenfeststellung ..... 286

    III. Ergebnis zum Pfändungsschutz ..... 286

**I. Die Gutschrift als Anknüpfungspunkt der Kollisionsnorm** ..... 287

    I. Allgemeines ..... 287

    II. Die Kollisionsregelungen in den Finanzinstrumentensystemen ..... 287

        1. Urkundlich geprägtes Miteigentumsmodell: *lex rei sitae* ..... 288

        2. Transparenz- und *Trust*-Modell: PRIMA ..... 288

        3. Feststellung ..... 289

    III. Europäische Kollisionsnormen ..... 289

        1. Finalitätsrichtlinie ..... 289

        2. Europäische Insolvenzverordnung ..... 290

        3. Bankensanierungs- und Liquidationsrichtlinie ..... 291

        4. Finanzsicherheitenrichtlinie ..... 291

        5. Feststellung ..... 292

    IV. Kollisionsnorm der Securities Law Directive ..... 292

        1. Allgemeines ..... 293

2. Kollisionsnorm des Art. 14 SLD-D	293
a) Bestimmung des relevanten Finanzinstrumentenkontos, Art. 14 Abs. 1 SLD-D	294
b) Mitteilungspflicht des Kontoführers, Art. 14 Abs. 2 SLD-D	295
c) Belange nach Art. 14 Abs. 3 SLD-D	295
d) Rechtssicherheit, Art. 14 Abs. 4 SLD-D	296
3. Kritische Aspekte	296
a) Widerspruch zur Finalitätsrichtlinie	296
b) Anknüpfung an die Gutschrift oder die Belastungsbuchung	296
c) Keine Erstreckungswirkung	297
4. Feststellung	298
V. Haager Wertpapierübereinkommen	298
1. Ziele des Haager Wertpapierübereinkommens	298
2. Ansatz: <i>Account Agreement Approach</i>	298
a) Geltungsbereich, Art. 2 HSC	299
b) Ausgestaltung der Rechtswahl, Art. 4 HSC	299
c) Art. 4 Abs. 1 S. 2 HSC: <i>reality test</i>	300
d) Art. 5 HSC: <i>fall-back-Regel</i>	301
e) Abwägung der Vor- und Nachteile dieses Ansatzes	301
3. Feststellung	303
VI. Ergebnis zur Kollisionsnorm	303
<b>J. Kritische Würdigung der Gutschrift</b>	304
I. Ungenauigkeiten und weite Regelungsfreiräume	304
II. Erheblicher Konstruktionsaufwand	305
III. Bedeutende Unterschiede zum Genfer Wertpapierübereinkommen	305
IV. Fehlende Kompatibilität mit dem Haager Wertpapierübereinkommen	307
V. Verfehltter Ansatz: ‚zahnloser Papiertiger‘ oder ‚Wolf im Schafspelz‘?	307
<b>K. Schlussfolgerungen und Ausblick</b>	309
I. Ergebnis der Arbeit	309
II. Ausblick: Securities Law Legislation	310
III. Abschließende Forderung	310
<b>Anhang: Principles des SLD-Consultation Document 2010</b>	311
<b>Offizielle Verlautbarungen, Dokumente und Materialien</b>	321
<b>Literaturverzeichnis</b>	331
<b>Stichwortverzeichnis</b>	353

## Abkürzungsverzeichnis

ABl. EU Nr. C oder L	Amtsblatt der Europäischen Union Teil C (Mitteilungen und Bekanntmachungen) oder Teil L (Rechtsvorschriften) ( <i>vor Februar 2003 ABl. EG Nr. C oder L</i> )
AFG	Association Française de la Gestion Financière/French Asset Management Association
AJP/PJA	Aktuelle Juristische Praxis/Pratique Juridique Actuelle
Aktionärsrechterichtlinie	Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften ( <i>Shareholders Rights Directive, ABl. EU Nr. L 184/17 v. 14. 07. 2007</i> )
Aktionärsrechterichtlinie II	Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung, COM(2014) 213 final vom 09.04.2014
Ala. L. Rev	Alabama Law Review
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht/Federal Financial Services Supervisory Authority
Bankensanierungs- und Liquidationsrichtlinie	Richtlinie 2001/24/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04. April 2001 über die Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten ( <i>Winding-UP Directive, ABl. EG Nr. L 125/15 v. 05. 05. 2001</i> )
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.
BEG	Bucheffektengesetz
BOS	Boletín Oficial del Estado/Amtsblatt des spanischen Staates
BRRD	Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates ( <i>Bank Recovery and Resolution Directive, ABl. EU Nr. L 173/190 v. 15. 05. 2014</i> )
BSchuWG	Gesetz zur Regelung des Schuldenwesens des Bundes ( <i>Bundeschuldenwesengesetz</i> )
CBF	Clearstream Banking AG Frankfurt am Main
CFILR	Company, Financial and Insolvency Law Review
CJEL	Columbia Journal of European Law

CMLJ	Capital Markets Law Journal
CREST	Certificateless Registry for Electronic Share Transfer
CSD	Central Securities Depository/Zentralverwahrer
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 ( <i>Central Securities Depositories Regulation, ABl. EU Nr. L 257/1 v. 28. 08. 2014</i> )
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DepotG	Depotgesetz
DJCIL	Duke Journal of Comparative & International Law
Durchführungsrichtlinie MiFID	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 ( <i>ABl. EU Nr. L 241/26 v. 02. 09. 2006</i> )
EACH	European Association of Counterparty Clearing Houses/Europäische Vereinigung von Clearingstellen mit zentraler Gegenpartei
EBOR	European Business Organisation Law Review
EC	European Commission
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECL	European Company Law
EFMLG	European Financial Markets Lawyers Group
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
EJE	Exécution judiciaire en Europe/European Judicial Enforcement
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister ( <i>European Market Infrastructure Regulation, ABl. EU Nr. L 201/1 v. 27. 07. 2012</i> )
EU	Europäische Union/European Union
EuInsVO	Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 des Rates vom 29. Mai 2000 über Insolvenzverfahren ( <i>Regulation on Insolvency Proceedings, ABl. EG Nr. L 160/1 v. 30. 06. 2000</i> )
EuInsVO II	Verordnung (EU) Nr. 2015/848 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2015 über Insolvenzverfahren ( <i>Regulation on Insolvency Proceedings, ABl. EU Nr. L 141/19 v. 05. 06. 2015</i> )
EUREDIA	European Banking and Financial Law Journal
Finalitätsrichtlinie	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 ( <i>Settlement Finality Directive, ABl. EG Nr. L 166/45 v. 11. 06. 1998</i> )

Finanzmarktrichtlinie	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 ( <i>Markets in Financial Instruments Directive</i> , ABl. EU Nr. L 145/1 v. 30.04.2004)
Finanzmarktrichtlinie 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 ( <i>Markets in Financial Instruments Directive II</i> , ABl. EU Nr. L 173/349 v. 12.06.2014)
Finanzsicherheitenrichtlinie	Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 06. Juni 2002 über Finanzsicherheiten ( <i>Financial Collateral Directive</i> , ABl. EG Nr. L 168/43 v. 27.06.2002)
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
GesKR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GSC	Geneva Securities Convention/Genfer Wertpapierübereinkommen
GU	Gazzetta Ufficiale/Amtsblatt der Italienischen Republik
HCC	Hague Conference on Private International Law/Haager Konferenz für Internationales Privatrecht
HSC	Hague Securities Convention/Haager Wertpapierübereinkommen
ILLR	International Insolvency Law Review
ILF	Institute for Law and Finance
IMF/IWF	International Monetary Fund/Internationaler Währungsfonds
InDret	Revista para el Análisis del Derecho/Review on the Analysis of Law
IOSCO	International Organization of Securities Commissions/Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden
IPR	Internationales Privatrecht
IPRG	Schweizer Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht
ISDA	International Swaps and Derivatives Association/Internationale Vereinigung für Swaps und Derivate
JBL	Journal of Business Law
JCLS	Journal of Corporate Law Studies
JIBFL	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
JIBLR	Journal of International Banking Law and Regulation
JORF	Journal officiel de la République française/Amtsblatt der Französischen Republik
LCG	Legal Certainty Group/Arbeitsgruppe Rechtssicherheit
LCH	London Clearing House
LFMR	Law and Financial Markets Review
MiFID	Siehe Finanzmarktrichtlinie
MiFID II	Siehe Finanzmarktrichtlinie II
OICV	La Organización Internacional de Comisiones de Valores/Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden
PRACA	Place of the Relevant Account/Ort des maßgeblichen Kontos

PRIMA	Place of the Relevant Intermediary Approach/Ort des maßgeblichen Intermediärs
SI	UK Statutory Instruments/Verordnung von England und Wales (Schottland und Irland)
SJLBF	Stanford Journal of Law, Business & Finance
SLD-D	Draft Directive on legal certainty of securities holding and transactions ( <i>Securities Law Directive</i> )
SRD	Siehe Aktionärsrechterichtlinie
SRD II-E	Siehe Aktionärsrechterichtlinie II
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication/ Internationale Gesellschaft für die Telekommunikation im Finanzbereich
SZW/RSDA	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmaktrecht/ Revue suisse de droit des affaires et du marché financier
T2S	TARGET2-Securities
UCC	Uniform Commercial Code
UNICITRAL	United Nations Commission on International Trade Law/Commission des Nations Unies pour le droit commercial international
UNIDROIT	International Institute for the Unification of Private Law/Internationalen Instituts für die Vereinheitlichung des Privatrechts
Unif. L. Rev.	Uniform Law Review/Revue de droit uniforme
USR 2001	The Uncertificated Securities Regulations 2001, No. 3755, UK Statutory Instruments
WFA	Wirtschafts- und Finanzausschuss/Economic and Financial Committee (EFC)

## **A. Einleitung**

Thema dieser Arbeit ist die Gutschrift nach dem Entwurf der Securities Law Directive. Zum Hintergrund dieser Themenstellung ist zunächst auf die bestehende Problematik im Bereich von Aktien, Schuldverschreibungen und anderen Finanzinstrumenten, die von einem Dritten verwahrt bzw. verwaltet werden, einzugehen sowie die Maßnahmen zu deren Lösung zu erörtern, bevor Gegenstand und Gang der Arbeit erläutert werden und eine Festlegung der Begriffsverwendung erfolgt.

### **I. Problemstellung und Maßnahmen**

Durch die Einführung des Euros wurde zwar ein wesentlicher Schritt zur Vollendung des EU-Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen gemacht, dennoch fehlt es für einen Binnenmarkt der Finanzinstrumente bis heute an einer einheitlichen Regelung auf Ebene der Europäischen Union<sup>1</sup>, etwa in Form eines European Uniform Securities Code.<sup>2</sup>

Die Notwendigkeit einer vereinheitlichenden Maßnahme wird im Rahmen der Untersuchung der unterschiedlichen Rechtssysteme<sup>3</sup> der Mitgliedstaaten in Bezug auf Kapitalmarktrechte sowie die zu erörternden nationalen Entwicklungen dargestellt. Anhand der Veränderungen der deutschen Verwahrungspraxis ist im Laufe der Betrachtung die nationale Perspektive auf eine europäische Sichtweise zu erweitern, indem zunächst die Veränderungen der urkundlichen Verwahrungs- und Übertragungspraxis hin zu einem entmaterialisierten System dargestellt sowie deren Auswirkungen auf die grenzüberschreitenden Transaktionen analysiert werden, bevor letztlich auf Harmonisierungsmodelle zur Überwindung der erläuterten Probleme eingegangen wird.

#### **1. Die Umgestaltung der urkundlichen Verwahrung und Übertragung**

Wertpapiere sind elementarer Bestandteil einer modernen Wirtschaftsordnung.<sup>4</sup> Das älteste heute noch erhaltene Wertpapier ist eine Aktie, der im Jahr 1602 ge-

---

<sup>1</sup> Binnenmarktkommissar *Frits Bolkestein*, in: Europäische Kommission, Pressemitteilung IP/04/551 v. 28.04.2004; *Löber*, BKR 2003, S. 605 (605); vgl. *Than*, FS Kümpel, S. 543 (543); Red., EuZW 2008, S. 546 (547).

<sup>2</sup> *Schefold*, FS Jayme, S. 805 (805); *Schefold*, FS Kümpel, S. 463 (463).

<sup>3</sup> Vgl. v. *Wilmowsky*, in: Handbuch BankR, § 75 Rn. 32.

<sup>4</sup> *Zöllner*, Wertpapierrecht, § 1 S. 1.

gründeten Niederländischen Vereinigten Ostindischen Companie (VOC)<sup>5</sup>, welche nach vielfacher Ansicht den Beginn des Handels mit urkundlichen Werten bezeichnet.<sup>6</sup> Das Geschäft mit Wechslen in Oberitalien lässt sich demgegenüber sogar noch weiter zurückverfolgen, etwa bis in das 12. Jahrhundert.<sup>7</sup> Wertpapiere und der Handel mit selbigen haben demnach eine lange Tradition ebenso die zugrunde liegenden rechtlichen Regelungen.

In Deutschland hat sich die urkundliche Verwahrung in einem ersten Schritt derart gewandelt, dass an die Stelle der physischen Aufbewahrung der Wertpapiere durch den Inhaber selbst oder seine Depotbank verstärkt die indirekte Verwahrung über mehrstufige Verwahrketten getreten ist.<sup>8</sup> Anleger bewahren ihre Urkunden nicht (mehr) selbst auf, sondern lassen diese im Rahmen eines Depotgeschäftes bei ihrem Kreditinstitut verwahren.<sup>9</sup> Diese geben die Wertpapiere in sogenannte Sammelverwahrung bei einer zentralen Verwahrstelle nach § 5 Abs. 1 S. 1 DepotG.<sup>10</sup> Dabei werden Wertpapiere, die gleichartige Rechte vermitteln, gemeinsam verwahrt, wodurch ein Miteigentum am Sammelbestand entsteht, da nicht jedem Anleger das Eigentum an einer bestimmten Urkunde zugeordnet werden kann.<sup>11</sup> Diese (indirekte) Verwahrung weist eine pyramidenförmige Struktur auf, deren Fundament die Anleger bilden, während an der Spitze die Wertpapiersammelbank steht und durch beliebig viele Zwischenverwahrer verlängert werden kann.<sup>12</sup> In Deutschland ist die zentrale Wertpapiersammelbank die Clearstream Banking AG Frankfurt am Main, welche eine einhundertprozentige Tochter der Deutschen Börse AG ist.<sup>13</sup>

---

<sup>5</sup> Schmitz, Historische Wertpapiere, S. 46 f.; Bremer, Börsenrecht, 1. Kap. IV 1 S. 7 f.; vgl. zur Gründungsgeschichte Lehmann, Geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts, § 3 S. 29 ff.

<sup>6</sup> Grundmann-van de Krol, Koersen door het effectenrecht, 2.1 S. 3; Moser, Capitalanlage in Werthpapieren, § 2 S. 4; Haentjens, Harmonisation of Securities Law, 3.2.1 S. 30.

<sup>7</sup> Sedatis, in: HRG, Band V, S. 1282; Schlüter, Börsenhandelsrecht, A I 1 b) Rn. 5; Bremer, Börsenrecht, 1. Kap. I B S. 2; Merkt, in: Börsenreform, 1. Kap II 1 b) S. 25; Köbler, Privatrechtswortschatz, Wertpapier, 2. Teil F S. 582 f.

<sup>8</sup> Paech, WM 2005, S. 1101 (1101); Hirte/Knof, WM 2008, S. 7 (8).

<sup>9</sup> Einsele, WM 2001, S. 7 (7, 10); Ege, Kollisionsrecht, 1. Kap. A II S. 6.

<sup>10</sup> Schelm, in: Kümpel/Wittig, Bank- & KapitalmarktR, Rn. 2.50; RegBegr. Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 86.

<sup>11</sup> Einsele, WertpapierR als SchuldR, 1. Kap. B I 2 S. 23 f.

<sup>12</sup> Einsele, Bank- und KapitalmarktR, § 9 Rn. 2, 6; Einsele, WM 2001, S. 2415 (2416).

<sup>13</sup> Denn die Clearstream Banking AG Frankfurt am Main ist eine Tochtergesellschaft des Europäischen Clearinghauses Clearstream International S.A. mit Sitz in Luxemburg, welche aus einer Fusion der Deutschen Börse Clearing AG (früher Deutscher Kassenverein AG) mit dem luxemburgischen Zentralverwahrer Cedel entstand, bei welchem zunächst Cedel International und Deutsche Börse AG zu je 50 % Anteilseigner waren, bis die Deutsche Börse AG im Jahr 2002 die fehlenden 50 % dazukaufte, womit die Clearstream Banking AG zur Tochter der Deutschen Börse AG wurde, Einsele, Bank- und KapitalmarktR, § 9 Rn. 8; Noack, in: Bayer/Habersack, AktienR, 11. Kap. Rn. 11; Einsele, in: MüKo, HGB, Depotgeschäft, Rn. 50; Dittich, Effektingiroverkehr, 1. Kap. A II 2 S. 15.

Hinzu kommen die zunehmende Entmaterialisierung und der Bedeutungsverlust der Urkunde. Zur Reduzierung von Kosten für Herstellung und Verwahrung der Urkunden wurde von der Einzelverbriefung, zugunsten der Erstellung von Sammelurkunden, Abstand genommen.<sup>14</sup> Die sogenannte Globalurkunde nach § 9a DepotG verbrieft mehrere Rechte in einer Urkunde, die auch gesondert in einzelnen Wertpapieren ein und derselben Art verbrieft sein könnten. Diese Tendenz der Entmaterialisierung belegen auch die Statistiken der Clearstream Banking AG, wonach im Zeitraum von 2010 bis 2014 der Bestand an hinterlegten Wertpapieren von 5.085,2 Tsd. auf 4.171,1 Tsd. Stück zurückgegangen ist, während der Wert derselben im gleichen Zeitraum, von 6.312.645 Mio. EUR auf 7.573.773 Mio. EUR, leicht gestiegen ist.<sup>15</sup> Noch deutlicher wird der Rückgang der effektiven Urkunden, wenn man einige Jahre zurückblickt. Beispielsweise wurden im Jahr 1998 205,0 Mio. Urkunden von der Deutschen Börse Clearing AG verwahrt, 1997 waren es noch 218,8 Mio. Urkunden.<sup>16</sup> Die Entmaterialisierung wird weiterhin im Bereich der sog. Wertrechte deutlich, welche durch Eintragung in ein spezielles Register entstehen, zum Beispiel bei Anleihen der Europäischen Zentralbank, des Bundes, der Länder, der Deutschen Bundespost oder Bundesbahn.<sup>17</sup> Wertrechte werden zwar nicht urkundlich begeben, aber nach § 6 Abs. 2 S. 1 BSchuWG dennoch mit Wertpapieren im Sinne des Depotgesetzes gleichgestellt. Dadurch wird die Schuldbuchforderung in gewisser Weise verdinglicht, indem eine Übertragung, statt nach dem für Forderungen typischen Zessionsrecht, nach sachenrechtlichen Grundsätzen erfolgt.<sup>18</sup>

Aus dieser veränderten Verwahrpraxis folgen Änderungen in Bezug auf die Übertragung der Wertpapiere. Die Urkunden werden bei Verfügungen der Depotinhaber zumindest faktisch nicht mehr den sachenrechtlichen Bestimmungen entsprechend übergeben, sondern es erfolgen Gutschrifts- bzw. Belastungsbuchungen auf den Depotkonten.<sup>19</sup> Da die Übertragung buchungsmäßig ohne Entnahme der Urkunden aus der Sammelverwahrung erfolgt, werden Verfügungen zwischen Anlegern der sammelverwahrten Wertpapiere als Effektingiroverkehr bezeichnet, während in Abgrenzung dazu beim Schuldbuchgiroverkehr keine Urkunden mehr vorhanden sind.<sup>20</sup> Selbst für die Wahrnehmung der Rechte aus den Wertpapieren, wie Stimmrechte, Dividenden- und Zinsansprüche, werden die Urkunden nicht aus der

---

<sup>14</sup> *Brox/Henssler*, Handelsrecht, § 27 Rn. 517; kritisch *Peters*, WM 1976, S. 890 (890).

<sup>15</sup> *Deutsche Bundesbank*, Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungsstatistiken 2014, Tabelle 20 und 21.

<sup>16</sup> *Deutsche Börse Clearing AG*, Geschäftsbericht 1998, S. 25.

<sup>17</sup> *Wendehorst*, in: MüKo, BGB, Art. 43 EGBGB Rn. 201; *Hueck/Canaris*, Recht der Wertpapiere, § 1 S. 18; *Than*, FS Schimansky, S. 821 (831 f.).

<sup>18</sup> *Habersack*, in: MüKo, BGB, Vorbemerkungen zu §§ 793–808 Rn. 32; *Fabricius*, AcP 162, S. 456 (475).

<sup>19</sup> *Drobnig*, FS Zweigert, S. 73 (73); *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, § 6 Rn. 35; *Einsele*, Bank- und KapitalmarktR, § 9 Rn. 2.

<sup>20</sup> *Fabricius*, AcP 162, S. 456 (458); *Brink*, Effektingiroverkehr, § 2 I S. 19.