

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

A. Einleitung	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. Grundkonzeption des Richtlinienentwurfs	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
C. Die Gutschrift auf dem Finanzinstrumentenkonto	62
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

D. Die Wirkung der Gutschrift	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

E. Anforderungen an die Wirksamkeit der Gutschrift	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
F. Die aufhebbare Gutschrift	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
G. Die Wirkungen der Gutschrift im Insolvenzfall	260
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
J. Kritische Würdigung der Gutschrift	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
K. Schlussfolgerungen und Ausblick	309
I. Ergebnis der Arbeit	309
II. Ausblick: Securities Law Legislation	310
III. Abschließende Forderung	310
Anhang: Principles des SLD-Consultation Document 2010	311
Offizielle Verlautbarungen, Dokumente und Materialien	321
Literaturverzeichnis	331
Stichwortverzeichnis	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/Practique 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
DJCL	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>)

Finanzmarkttrichtlinie	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)
Finanzmarkttrichtlinie 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
ILR	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 Finanzmarkttrichtlinie
MiFID II	Siehe Finanzmarkttrichtlinie 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 Finanzmarktrecht/ 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 Union¹, etwa in Form eines European Uniform Securities Code.²

Die Notwendigkeit einer vereinheitlichenden Maßnahme wird im Rahmen der Untersuchung der unterschiedlichen Rechtssysteme³ 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.⁴ Das älteste heute noch erhaltene Wertpapier ist eine Aktie, der im Jahr 1602 ge-

¹ 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).

² *Schefold*, FS Jayme, S. 805 (805); *Schefold*, FS Kümpel, S. 463 (463).

³ Vgl. v. *Wilmowsky*, in: Handbuch BankR, § 75 Rn. 32.

⁴ *Zöllner*, Wertpapierrecht, § 1 S. 1.

gründeten Niederländischen Vereinigten Ostindischen Companie (VOC)⁵, welche nach vielfacher Ansicht den Beginn des Handels mit urkundlichen Werten bezeichnet.⁶ Das Geschäft mit Wechslen in Oberitalien lässt sich demgegenüber sogar noch weiter zurückverfolgen, etwa bis in das 12. Jahrhundert.⁷ 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.⁸ Anleger bewahren ihre Urkunden nicht (mehr) selbst auf, sondern lassen diese im Rahmen eines Depotgeschäftes bei ihrem Kreditinstitut verwahren.⁹ Diese geben die Wertpapiere in sogenannte Sammelverwahrung bei einer zentralen Verwahrstelle nach § 5 Abs. 1 S. 1 DepotG.¹⁰ 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.¹¹ 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.¹² In Deutschland ist die zentrale Wertpapiersammelbank die Clearstream Banking AG Frankfurt am Main, welche eine einhundertprozentige Tochter der Deutschen Börse AG ist.¹³

⁵ 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.

⁶ 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.

⁷ 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.

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

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

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

¹¹ Einsele, WertpapierR als SchuldR, 1. Kap. B I 2 S. 23 f.

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

¹³ 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.¹⁴ 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.¹⁵ 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.¹⁶ 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.¹⁷ 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.¹⁸

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.¹⁹ 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.²⁰ Selbst für die Wahrnehmung der Rechte aus den Wertpapieren, wie Stimmrechte, Dividenden- und Zinsansprüche, werden die Urkunden nicht aus der

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

¹⁵ *Deutsche Bundesbank*, Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungsstatistiken 2014, Tabelle 20 und 21.

¹⁶ *Deutsche Börse Clearing AG*, Geschäftsbericht 1998, S. 25.

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

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

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

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