

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

DAVID C. DONALD

DIE ÜBERTRAGUNG VON KAPITALMARKTPAPIEREN
NACH DEM US-AMERIKANISCHEN *UNIFORM COMMERCIAL CODE* (UCC)



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 71



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

David C. Donald

**Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren
nach dem US-amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)**

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 71

10/ 2007

Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)

von Dr. David C. Donald*

A. DER UNIFORM COMMERCIAL CODE¹

Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren² (*investment securities*)³. nach US-amerikanischem Recht ist heute in Art. 8 des amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC) geregelt. Der UCC ist ein Mustergesetz, das in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts nach dem Vorbild des deutschen Handelsgesetzbuches verfasst wurde⁴. Anders als das HGB ist der UCC aber eher eine Zusammenstellung von Gerichtsentscheidungen und Rechtslehre auf einzelnen Gebieten als eine eigenständige Regelung des Handelsrechts⁵. Ferner regelt der UCC einheitliche Handelsvorgänge statt die dazugehörigen Materien systematisch nach ihrem rechtlichen Inhalt zu rationalisieren⁶. Er hat insgesamt 11 Artikel, die sich jeweils mit bestimmten Arten von Geschäften (z.B. Warenverkäufe, Mietgeschäfte, Sicherheitsübereignungen) befassen⁷. Der "Allgemeine Teil" des UCC (Artikel 1) enthält Grundsätze über die Auslegung des Gesetzes und Definitionen der häufig verwendeten Begriffe, aber liefert keine Verfassung der elementaren Rechtsinstitute des US-

* Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Institute for Law and Finance, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main.

¹ Dieser Aufsatz basiert auf der Doktorarbeit des Verfassers, "Der Einfluss der Wertpapierabwicklung auf die Ausübung von Aktionärsrechten: Eine Untersuchung der Entstehungsgeschichte und Auswirkungen des amerikanischen "Indirect Holding System" (Peter Lang: 2007).

² Der Begriff "Kapitalmarktpapier" wird hier verwendet, um die Effekten – hauptsächlich Schuldverschreibungen und Aktien – die den Emittenten zur Kapitalaufbringung und den Erwerber zur Kapitalanlage dienen, nicht aber die Papiere des Zahlungsverkehrs oder Güterumlaufs, zu bezeichnen. Zur Bedeutung des Begriffs nach deutschem Recht, vgl. *Hueck/Canaris*, Recht der Wertpapiere, 12. Aufl. 1986, S. 20.)

³ § 8-102 Abs. a Nr. 15 Uniform Commercial Code (UCC) enthält eine sehr ausführliche Bestimmung des Begriffs "*investment securities*". Der Begriff "*investment securities*" schließt Effekten wie Kapitalanteile oder Schuldverschreibungen ein, die von einem Emittenten massenhaft begeben und auf einem Kapitalmarkt oder zur Anlage gekauft werden, ein. Allerdings ist der Umfang des Begriffs etwas weiter als das herkömmliche Verständnis der Kapitalmarktpapiere. Vgl. *Guttman*, *Modern Securities Transfers*, 2006, § 1:7, S. 1-17 ff.

⁴ *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 1:8, S. 1-21 ff.; *White/Summers*, *Uniform Commercial Code*, 5. Aufl. 2000, S. 1 ff.

⁵ *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 1:8, S. 1-21 f.; *White/Summers*, a.a.O. (Fn. 4), S. 7 f.

⁶ *Zweigert und Kötz* bemerken, dass diese Vorgehensweise die fehlende Trennung im *Common Law* zwischen "dinglichen" und "obligatorischen" Aspekten einer Übertragung erklärt: "So ist etwa für den anglo-amerikanischen Juristen selbstverständlich, daß im «law of sale» nicht nur die Frage abgehandelt wird, ob und wann der Käufer die Lieferung der gekauften Waren verlangen kann, sondern auch die Frage, ob und wann der Käufer, wenn geliefert ist, Eigentum an den gelieferten Waren erworben hat." *Zweigert/Kötz, Einführung in die Rechtsvergleichung*, Tübingen, 3. Aufl. 1996, S. 144.

⁷ Vgl. *White/Summers*, a.a.O. (Fn. 4), S. 1.

amerikanischen Rechts. Anders als ein verbindliches Gesetz ist der nicht von einer Institution mit Gesetzgebungskompetenz erlassen worden. Er ist vielmehr ein unverbindliches Muster, das von den bundesweiten Fachgremien, dem American Law Institute (ALI) und der National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (NCCUSL), entworfen worden ist⁸. Einzelne Bundesstaaten haben es sodann freiwillig als Gesetz – mit oder ohne Änderungen – verabschiedet⁹. Zweck des UCC ist es, die Fortentwicklung des Handelsbrauchs zu unterstützen¹⁰. Diesem Zweck entsprechend werden in Anlehnung an die Entwicklung der Geschäftspraxis Novellen der einzelnen Artikel des UCC ständig von den ALI und NCCUSL ausgearbeitet und den Einzelstaaten zur Umsetzung angeboten¹¹.

Art. 8 UCC enthält spezifische, auf Kapitalmarktpapiere (*investment securities*) gerichtete Bestimmungen. Er ist *lex specialis* im Verhältnis zu Art. 3 UCC, der allgemeine Bestimmungen für Wertpapiere enthält, die hauptsächlich die Funktion von Zahlungsmitteln haben (*negotiable instruments*)¹². Art. 8 wurde ursprünglich in den 1940er und 50er Jahren entworfen und dann zweimal – in den Jahren 1978 und 1994 – weitgehend novelliert¹³. Die Novelle 1978 sollte vor allem die Rechtsicherheit bei der Übertragung unverbriefteter Wertpapiere gewährleisten. Die Novelle 1994 passte die Regelung des Art. 8 an die buchmäßige Übertragung zwischen Depotkonten (das sog. "*indirect holding system*") an¹⁴. Alle 50 US Bundesländer haben Art. 8 UCC umgesetzt¹⁵.

B. DIE ÜBERTRAGUNG DER WERTPAPIERE IM RAHMEN EINES DIREKTGESCHÄFTS

I. Verbriefte Wertpapiere

Der UCC kodifiziert die herkömmliche Regel des *Common Law* für die Übereignung verbriefteter Wertpapiere, die eine freiwillige Übergabe des Besitzes (*voluntary transfer of*

⁸ Die NCCUSL ist im Jahr 1892 zum ersten Mal zusammengetreten. Vgl. *Zweigert/Kötz*, a.a.O. (Fn. 6), S. 247.

⁹ Der Stand der Einführung durch die einzelnen Bundesstaaten kann auf der Website der NCCUSL festgestellt werden, abrufbar unter <http://www.nccusl.org>. Vgl. auch *Sumner/White*, a.a.O. (Fn. 4), S. 5 ff.

¹⁰ Vgl. § 1-102 Abs. 2 UCC; *White/Summers*, a.a.O. (Fn. 4), S. 16.

¹¹ Die neusten Entwürfe der jeweiligen Texte sind auf der Website der NCCUSL.

¹² Zu Art. 3 UCC vgl. *White/Summers*, a.a.O. (Fn. 4), S. 466 ff.

¹³ Uniform Commercial Code, Revised Article 8 (1994 Revision). Investment Securities, Prefatory Note (im Folgenden: "UCC, Prefatory Note").

¹⁴ Das "*indirect holding system*" stellt ein Abwicklungsmodell dar, das Wertpapiere in einer zentralen Wertpapiersammelbank "immobilisiert", um buchmäßige Übertragung zwischen Depotkonten – anstatt eigentliche Lieferungen der Wertpapiere – ausführen zu können. Vgl. Uniform Commercial Code, Revised Article 8 (1994 Revision). Investment Securities, Prefatory Note; siehe C.I, unten.

¹⁵ Angabe zum Novellierungs- und Umsetzungsprozess der UCC werden auf der Website der NCCUSL fortlaufend veröffentlicht.

possession) des Papiers erfordert¹⁶. Weil ein Aktienanteil selbst immateriell ist, dient das Zertifikat als symbolisches Surrogat für die Übergabe¹⁷. Die freiwillige Übergabe enthält zwei Elemente: die freiwillige Absicht einer Übertragung (*voluntary intent to transfer*) und die tatsächliche Übergabe (*transfer of possession*). Beide Voraussetzungen müssen für eine wirksame Übertragung des verbrieften Wertpapiers erfüllt sein¹⁸. Zwar muss die Absicht, ein Wertpapier zu übertragen, nicht schriftlich oder auf sonstige Weise dokumentiert werden¹⁹; in der Regel wird dies aber durch einen Kaufvertrag oder eine sonstige Urkunde geschehen²⁰. Darüber hinaus muss eine vollständige und unbedingte²¹ Übergabe des Papiers erfolgen²², wenn die Übereignung volles und unbedingtes Eigentum übertragen soll²³. Die Übergabe kann auch unter Einschaltung von Besitzmittlern erfolgen²⁴. Dies geschieht z.B., wenn eine Wertpapiersammel- oder Depotbank die Wertpapiere für den verkaufenden Kunden hält und sie nach dem Kauf auf dem Konto des kaufenden Kunden gutschreibt²⁵.

Auf dem amerikanischen Markt sind die meisten Kapitalmarktpapiere Namens- oder Orderpapiere²⁶. Verbriefte Namensaktien und andere verbrieft Orderpapiere (*registered securities*) werden in der Regel durch Indossament und Übergabe übertragen²⁷. Der UCC

¹⁶ Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 6:2, S. 6-4 f.; Rhodes, Transfer of Stock, 6. Aufl. 2005, S. 145. Die vorliegende Arbeit betrachtet nur den Erwerb des Papiers durch Kauf und lässt den Erwerb durch Schenkung, Erbschaft oder im Wege der Zwangsvollstreckung, die jeweils besonderen Voraussetzungen unterliegen, außer Betracht.

¹⁷ Rhodes, a.a.O. (Fn. 16), S. 140.

¹⁸ Kaufman v. Diversified Industries, Inc., 460 F.2d 1331 (2nd Cir. 1972) (Lediglich die Vorbereitungen für die Lieferung des Papiers sind nicht ausreichend für die Übereignung.); Wagner v. Hart Chemical Co., 597 A.2d 1208, 1215 (Pa. Super. 1991) (Die Einigung ohne Übergabe nicht ausreichend für die Übereignung).

¹⁹ § 8-113 UCC; Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 6:13, S. 6-41 ff.

²⁰ Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 6:13, 6-42; Rhodes, a.a.O. (Fn. 16), S. 135.

²¹ Eine Übergabe unter einer aufschiebenden Bedingung ist nur nach dem Eintritt der Bedingung wirksam. Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 6:2, S. 6-6 und Norton v. Digital Applications, Inc., 305 A. 2d 656 (Del. Ch. 1973).

²² Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 6:2, Fn. 3.

²³ Eine Sicherungsübereignung würde natürlich unter bestimmten, mit dem Sicherungszweck verbundenen Bedingungen stehen.

²⁴ Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 6:2, S. 6-6 f.; Katz v. Amos Treat & Co., 411 F. 2d 1046, 1054, Fußnote 7 (2. Cir. 1969).

²⁵ Es sollte aber beachtet werden, dass nach den im Jahr 1994 eingeführten Regeln wenn es sich beim Besitzmittler um einen Wertpapierintermediär handelt das Wertpapier nur durch Umbuchung übertragen werden kann wenn die Namens- oder Orderpapiere im Namen des Käufers eingetragen oder auf ihn indossiert sind. § 8-301 Abs. a Nr. 3 UCC. Anderenfalls schafft die Buchung eine Wertpapierberechtigung (*securities entitlement*), wie im Teil C.II ausführlicher besprochen wird.

²⁶ Die Bestimmungen der Aktiengesetze sämtlicher amerikanischen Bundestaaten sehen keine Inhaberaktien vor. Was die Schuldverschreibungen betrifft, sieht § 312 des *Trust Indenture Act of 1939* vor, dass eine Liste der Gläubiger beim Treuhänder aufbewahrt wird. 15 U.S.C. § 7711(a) (2000).

²⁷ Rhodes, a.a.O. (Fn. 16), S. 146; § 8-106 Abs. b UCC. Nach amerikanischem Recht gleicht eine Namensaktie dem deutschen "geborenen Orderpapier" (vgl. Hueck/Canaris, a.a.O. (Fn. 2), S. 23, 215), weil

definiert den Begriff "Indossament" als eine auf das Papier gesetzte Unterschrift, die allein oder zusammen mit anderen Worten den Zweck hat, das Wertpapier zu übereignen, abtreten oder einzulösen, sowie ein gesondertes Dokument, das den Käufer zu diesem Zweck ermächtigt²⁸. Der Begriff schließt daher ein Indossament auf einer Ermächtigung (sog. "*stock power*") ein, verbrieft oder unverbrieft Aktien zu übereignen. Eine gültige *stock power* muss das Wertpapier, den Verkäufer und den Käufer ausreichend bestimmen, sowie die Absicht einer Übertragung des Papiers eindeutig dokumentieren²⁹. Der Berechtigte einer *stock power* erhält die Befugnis, die Umschreibung im Aktienregister zu verlangen³⁰. Wegen der Vorteile einer *stock power* ist es in der Praxis üblich, dass das Indossament auch bei verbrieften Papieren nicht auf das Zertifikat selbst, sondern auf eine separate *stock power* gesetzt wird³¹.

Das Orderpapier kann, ebenso wie ein Inhaberpapier, auch ohne Indossament wirksam übertragen werden³². Allerdings erhält der Käufer durch eine Übertragung ohne Indossament weder ein Recht auf die Eintragung im Aktienregister³³, noch besteht die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs vom Nichtberechtigten³⁴. Um Verkehrsschutz gegenüber möglichen Einwänden gegen den Anspruch aus dem Papier zu genießen, muss der Erwerber des Orderpapiers (1) eine Gegenleistung erbringen³⁵, (2) darf er keine Kenntnis etwaiger

es erstens keine Orderklausel benötigt und zweitens auch durch ein Blankoindossament seinen Charakter als Orderpapier nicht verliert. Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 1:11, S. 1-38.

²⁸ § 8-102 Abs. a Nr. (11).

²⁹ Die Identifizierung der Parteien schließt die Steuernummer (*taxpayer identification number*) ein, und die Bestimmung des Wertpapiers erfolgt in der Regel durch die Benennung der Wertpapierkennnummer – auf dem amerikanischen Markt, der CUSIP Nr.; vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 8:5, S. 8-10. Vgl. auch *Bradford Trust Co. of Boston v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 622 F. Supp. 208, 212 (S.D.N.Y. 1985).

³⁰ *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 12:1, S. 12-2; *Rhodes*, a.a.O. (Fn. 16), S. 140.

³¹ Eine *stock power* hat wenigstens zwei Vorteile gegenüber dem Indossament auf der Urkunde: Erstens kann ein Vollmachts-Indossament getrennt von dem Zertifikat transportiert werden, was die Gefahrtragung weniger riskant macht. Zweitens ermöglicht die Verwendung einer Vollmacht die im Rahmen einer kurzfristigen Sicherheitsabtretung oder Verpfändung ausgeführte Hin- und Zurückübertragung der Aktie, ohne dass ein neues Zertifikat ausgestellt werden muss. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 8:2, S. 8-6; *Matter of Legal, Braswell Government Securities Corp.*, 648 F.2d 321, 324 (5th Cir. 1981); *Cosmopolitan Credit and Inv. Corp. v. Blyth Eastman Dillon and Co., Inc.*, 507 F. Supp. 954, 956 (S.D. Fla. 1981); *Rhodes*, a.a.O. (Fn. 16), S. 146 f.

³² § 8-301 Abs. a; *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 6:3, S. 6-10 f.; *Rhodes*, a.a.O. (Fn. 16), S. 145; *Jones v. Central States Inv. Co.*, 654 P.2d 727, 733 (Wyo. 1982); *Fellows v. Miller*, 490 N.E. 2d 992, 994 (3rd Dist. Ill. 1986).

³³ § 8-401 UCC; *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 7:1, S. 7-3.

³⁴ § 8-303 Abs. a Nr. 3 i.V.m. § 8-106 Abs. b UCC.

³⁵ Die Begriffsbestimmung der Gegenleistung ("*value*") findet sich in § 1-201 Abs. 44 UCC. Der UCC-Begriff "*value*" ist umfassender als der Schlüsselbegriff "*consideration*" des amerikanischen Vertragsrechts und schließt auch eine Leistung für eine schon in der Vergangenheit erbrachte Wertübertragung, z.B. die Einräumung eines Kredits, ein. Vgl. § 1-201 Abs. 44 lit. (b) UCC; *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 7:13, S. 7-34

Einwände (*adverse claims*) gegen den verbrieften Anspruch haben³⁶ und (3) muss er die "Kontrolle" über das Wertpapier erhalten³⁷. Ein Käufer, der diese Voraussetzungen erfüllt, ist ein vom Recht geschützter Käufer (*protected purchaser*), was das Pendant des Erwerbes im guten Glauben darstellen soll³⁸. Der Erwerber hat die "Kontrolle" über ein verbrieftes Inhaberpapier, wenn es ihm geliefert³⁹ wird, über Orderpapier, wenn es ihm mit Blankoindossament oder auf ihn lautendem Indossament ausgehändigt wird oder wenn der Emittent den Namen des Erwerbers im Aktienregister eingetragen hat⁴⁰. So erfordert der redliche Erwerb des verbrieften Rechts nach dem UCC sowohl eine freiwillige Übertragung des Besitzes am Papier gegen Entgelt ohne Kenntnis etwaiger Einwendungen als auch, bei einem Orderpapier, das Indossament.

Sofern nicht anderweitig vereinbart, gewährleistet der Verkäufer dem Käufer laut Gesetz, dass das Zertifikat echt ist und keine gefälschten Angaben enthält, er keine Kenntnis von Umständen hat, die die Gültigkeit des Wertpapiers beeinträchtigen könnten, keine Einwände gegenüber dem Papier bestehen, keine Vinkulierung der Übertragung entgegensteht, der Indossant des Papiers berechtigt ist, zu indossieren, und die Übertragung in jeder Hinsicht gesetzmäßig und wirksam ist⁴¹. Weil derartige Einwände der Eintragung ins Aktienregister

f.; *Matthysse v. Securities Processing Services, Inc.*, 444 F. Supp. 1009, 1021 (S.D.N.Y. 1974); *Prisbrey v. Nobel*, 505 F. 2d. 170, 176 f. (10th Cir. 1974).

³⁶ Die Begriffe "Einwände" ("*adverse claim*") und Kenntnis ("*notice*") werden ausführlich im UCC definiert. Nicht jeder Einwand ist ein *adverse claim*, sondern muss eine sachenrechtliche Berechtigung am Wertpapier darstellen, der das Halten, Übertragen oder Verfügen über das Wertpapier beeinträchtigen würde. § 8-102 Abs. a Nr. 1. Die Kenntnis ("*notice*") ist entweder tatsächliche Kenntnis, eine Kenntnis von Tatsachen, die den Verdacht eines *adverse claim* begründen i.V.m. der Weigerung, solchen Verdachtsmomenten nachzugehen (vorsätzliches die Augen verschließen), oder das Vernachlässigen einer Ermittlungspflicht, deren Erfüllung das Bestehen eines *adverse claim* bestätigen würde. § 8-105 UCC. Vgl. auch *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 7:14, S. 7-41 f.; *SEC v. Credit Bancorp, Ltd.*, 386 F.3d 438, 447 ff. (2d Cir. 2004).

³⁷ § 8-303 UCC; *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 6:19, S. 6-60 ff. Der Kontrollbegriff spielt eine wichtige Rolle in der Systematik des UCC, insb. der Verpfändung der im Depot gehaltenen Wertpapiere. Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 6a:13; *Darmstadter/Rocks/Weise*, *The Business Lawyer* 1997, S. 139. An dieser Stelle ist festzuhalten, dass der Käufer die Kontrolle über ein Wertpapier hat, wenn er es in seinem Besitz hat oder, bei Namenspapieren, wenn es entweder an ihn oder blanko indossiert ist oder die Gesellschaft seinen Namen ins Aktienregister eingetragen hat. § 8-106 Abs. a und b.

³⁸ § 8-303 UCC. Der Begriff "*protected purchaser*" ist eine synthetische Wiederherstellung der informationellen Elemente des gutgläubigen Erwerbs. Die NCCUSL hat den Begriff von dem Terminus "geschützter Inhaber", wie im Art. 29 der "UNCITRAL-Konvention über internationale gezogene Wechsel und internationale Eigenwechsel" verwendet wird, abgeleitet. Vgl. § 8-303 UCC, amtliche Erläuterung; *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 7:13, S. 7-34 ff.

³⁹ § 8-106 Abs. a. UCC

⁴⁰ § 8-106 Abs. b UCC. Das Indossament ist nur wirksam, wenn es durch denjenigen, dessen Recht durch eine ununterbrochene Kette von Indossamenten nachgewiesen ist, oder dessen gesetzlicher Vertreter geleistet ist. § 8-107 UCC.

⁴¹ § 8-108 Abs. a UCC; *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 7:4, S. 7-9 ff.

entgegenstehen könnten, gewährleistet der Verkäufer letzten Endes, dass die Gesellschaft den Käufer als Aktionär im Aktienregister eintragen wird; somit ist er auch verpflichtet, dem Käufer bei der Eintragung die notwendige Unterstützung zu leisten⁴². Der Begriff der "ordentlichen Lieferung" ("*good delivery*") schließt daher eine solche Unterstützung ein⁴³. Der Käufer kann den Nachweis der Geschäftsfähigkeit und der Berechtigung des Verkäufers zur Übertragung sowie alle anderen zur Eintragung erforderlichen Dokumente verlangen⁴⁴. In der heutigen Praxis umfasst "die anderen zur Eintragung erforderlichen Dokumente" eine Garantie der Unterschrift und weitere Angaben, i.d.R. bezüglich der Besteuerung der Erlöse aus dem Geschäft⁴⁵.

Käufer fordern in der Regel eine Garantie der Unterschrift, weil die Emittenten ihrerseits sowohl eine Unterschriftgarantie als auch den Nachweis der Berechtigung und u.U. eine Vollmacht des Indossanten verlangen⁴⁶. Ein Emittent, der die Übertragung einer Aktie auf der Basis eines mangelhaften Indossaments einträgt, haftet gegenüber dem rechtmäßigen Aktionär⁴⁷. Im Fall einer Garantie haftet dann der Garant für Verluste, die aus einem mangelhaften Indossament verursacht werden⁴⁸.

II. Unverbriefte Wertpapiere

Nach amerikanischem Recht müssen Wertpapiere nicht zwingend durch eine Urkunde (auch *Globalurkunde*) verbrieft sein⁴⁹; unverbriefte Wertpapiere dürfen aber nur als Namens- oder Orderpapier ausgestaltet werden⁵⁰. Die Übereignung unverbriefter Wertpapiere erfolgt durch das Erlangen der Kontrolle über das Papier⁵¹. Die "Kontrolle" über die entmaterialisierten Wertpapiere erfolgt entweder durch die Eintragung des Erwerbers im Aktienregister oder durch die Erklärung eines Dritten, der seinerseits kein

⁴² Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 7:1, S. 7-3 f.

⁴³ Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 9:5, S. 9-10.

⁴⁴ Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 7:1, S. 7-4. Die Gesellschaft hat auch das Recht, ähnliche Gewährleistungen zu fordern.

⁴⁵ Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 7:1, S. 7-4, Fn. 26; vgl. auch § 8-307 UCC.

⁴⁶ § 8-402 UCC; Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 14:1, S. 14-2 ff. und § 9:5, S. 9-10.

⁴⁷ § 8-404 UCC. Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 14:1, S. 14-1 f.

⁴⁸ Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 14:10, S. 14-9 f.; *Quealy v. Paine Webber, Jackson & Curtis, Inc.*, 464 So. 2d. 930, 939 (La. Ct. App. 1985).

⁴⁹ Vgl. § 8-102 Abs. a, Nr. 18 UCC. Zu bemerken ist aber, dass sowohl die Aktiengesetze einiger Bundesstaaten also auch die Regeln der größten amerikanischen Wertpapierbörsen erst unlängst unverbriefte Aktien gestattet haben.

⁵⁰ Vgl. Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 1:13, S. 1-52.

⁵¹ Vgl. Guttman, a.a.O. (Fn. 3), § 6:4, p. 6-12.

Wertpapierintermediär ist⁵², dass er das Wertpapier für den Erwerber hält⁵³. Wie oben betreffend die verbrieften Wertpapiere ausgeführt, muss der Erwerber des Papiers eine Gegenleistung erbringen, um Verkehrsschutz bei der Übereignung zu genießen; außerdem darf er keine Kenntnis von etwaigen Einwendungen oder Einreden (*adverse claims*) gegenüber dem Wertpapier haben und muss die "Kontrolle" über das Wertpapier erlangen⁵⁴. Die beiden ersten Bedingungen bleiben bei der Übertragung unverbriefter Wertpapiere unverändert. Ein Käufer erlangt die "Kontrolle" über ein unverbrieftes Wertpapier, wenn es ihm geliefert wird oder wenn der Emittent erklärt, dass der Käufer berechtigt ist, über das Papier zu verfügen⁵⁵. Daher erfüllt die Eintragung im Aktienregister nicht nur die Funktion der "Übergabe", sondern auch die der Erklärung des Emittenten über die Verfügungsberechtigung des Erwerbers. Die Eintragung erfüllt somit auch alle Voraussetzungen für den redlichen Erwerb unverbriefter Wertpapiere⁵⁶. Ebenso wie bei der Übertragung verbrieftter Wertpapiere, darf der Emittent oder sein *transfer agent*⁵⁷ im Fall eines Auftrags, eine Umschreibung im Aktienregister zu vornehmen, eine Garantie der Unterschrift und der Befugnis des Auftraggebers anfordern⁵⁸. Daher erfordert die Übereignung einer unverbrieften Aktie einen Auftrag an das Aktienregister, eine Garantie der Unterschrift des Auftraggebers und die Umschreibung im Aktienregister⁵⁹.

Bei der Übertragung unverbriefter Wertpapiere werden daher sowohl die Erfordernisse des Wertpapierrechts als auch die des Aktienrechts durch die Umschreibung im Aktienregister erfüllt. Eine Übereignung, die die Voraussetzungen des redlichen Erwerbs erfüllt, liefert zugleich dem Emittenten alle nötigen Angaben, um dem erwerbenden Aktionär

⁵² Wie schon oben bemerkt wurde, wird, wenn der Besitzmittler ein Wertpapierintermediär ist, ist die Übertragung *des Papiers* durch dessen Besitzumstellung nur wirksam, wenn die Namens- oder Orderpapiere auf den Namen der Käufer eingetragen oder auf sie indossiert sind (vgl. § 8-301 Abs. a Nr. 3 UCC), was im Fall der unverbrieften Papiere unzutreffend wäre. Wenn diese Bedingungen nicht erfüllt werden, erhält der Käufer lediglich eine Wertpapierberechtigung gegen den Intermediär.

⁵³ § 8-301 Abs. b UCC.

⁵⁴ § 8-303 UCC.

⁵⁵ § 8-106 Abs. c UCC. Die zweite Option dient hauptsächlich dem Fall einer Sicherheitsabtretung der unverbrieften Wertpapiere. Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 6a:12, S. 6A-25.

⁵⁶ *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 6:4, S. 6-12 f.

⁵⁷ Ein "*transfer agent*" ist ein Dienstleister, der das Aktienregister verwaltet und die damit verbundene Umschreibungstätigkeit durchführt. Die Erlaubnis, die Tätigkeit eines *transfer agent* auszuüben, wird von der SEC erteilt und die Tätigkeit selbst wird von der SEC eingehend reguliert. Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 3 und 17 CFR §240.17Ac ff.

⁵⁸ § 8-402 UCC.

⁵⁹ Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 9:6, S. 9-11 f.

die Ausübung seiner Mitgliedschaftsrechte zu ermöglichen, ihm Mitteilungen zu senden und zu gewährleisten, dass die anderen Aktionäre mit ihm in Verbindung treten können⁶⁰.

C. DIE ÜBEREIGNUNG IMMOBILISierter WERTPAPIERE IN DER DEPOTPYRAMIDE

I. Die Struktur der Depotpyramide

Im Jahr 1975 hat der amerikanische Kongress gesetzlich vorgeschrieben, dass sämtliche amerikanischen Kapitalmarktpapiere "immobilisiert" in den Depotkonten bleiben müssen⁶¹. Ansprüche auf die im Depot gehalten Wertpapiere könnten dann buchmäßig übertragen werden⁶². Nach der Logik, die dieser Regelung zugrunde liegt, ließen sich die Übertragung von Wertpapieren um so effizienter durchführen, je größer der Anteil der gehandelten Zertifikate wäre, die zentral bei einem Institut verwahrt würden⁶³. Danach wäre das vollständige Monopol einer einzigen Verwahrungsstelle über den gesamten Markt die beste Lösung. Für das Jahr 2004 wurde es geschätzt, dass sich mehr als 99 % der sammelverwahrungsfähigen Wertpapiere des amerikanischen Markts im System der Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) befanden⁶⁴. Die DTCC ist die Muttergesellschaft der im Jahr 1970 gegründeten zentralen Verwahrungsstelle der NYSE (der "Central Certificate Service"⁶⁵, später in die "Depository Trust Company" – DTC umbenannt) und der ersten Clearing- und Verrechnungsstelle der NASD (später "National Securities Clearing Corporation" – NSCC genannt)⁶⁶. Die DTCC ist eine Aktiengesellschaft, deren

⁶⁰ Eine Ausnahme besteht dann, wenn ein Dritter, der kein Wertpapierintermediär ist, sich an Stelle des Erwerbers als Legitimationsaktionär ins Aktienregister eintragen lässt. So könnte z.B. einem Rechtsanwalt oder einer Treuhandgesellschaft aufgetragen werden, sich als Legitimationsaktionär eintragen zu lassen, um die Identität des Aktionärs geheim zu halten. Diese absichtliche Geheimhaltung wäre keine zwangsläufige Auswirkung der Abwicklungsstruktur, sondern eine vom Aktionär gewollte Ausübung des Rechts auf *privacy*.

⁶¹ § 17A Abs. e, *Securities Exchange Act of 1934* lautet: "*The Commission shall use its authority under this title to end the physical movement of securities certificates in connection with the settlement among brokers and dealers of transactions.*" Die Bestimmung wurde durch das *Securities Acts Amendments of 1975*, Pub. L. 94-29, 4. Juni 1975, 89 Stat. 97, eingeführt und ist heute kodifiziert in 15 USCA § 78q-1 Abs. e (2000).

⁶² Grund diese gesetzliche Maßnahme war eine in den spät 1960er Jahren eingebrochene Marktkrise, die von mangelhafter Wertpapierabwicklung verursacht wurde. Vgl. *Donald*, a.a.O. (Fn. 1), § 22.

⁶³ *U.S. Securities and Exchange Commission*, Study of Unsafe and Unsound Practices of Brokers and Dealers, 1971, S. 187.

⁶⁴ Im Jahr 2004 erklärte der Chefsynikus und geschäftsführende Direktor der DTCC, Richard B. Nesson, dass mehr als 99 % der sammelverwahrungsfähigen Wertpapiere des amerikanischen Markts im DTCC-System erfasst war. SEC Historical Society, Fireside Chat: "Business Recovery Requirements for Clearance and Settlement in Light of September 11th" (11.11.2004), abrufbar auf www.sechistorical.org. Im Jahr 2000 berichtete die Securities Industry Association, dass rund 83% der an der NYSE gehandelten Wertpapiere im System der DTC erfasst waren. *Securities Industry Association*, Securities Dematerialization White Paper, Version 1.6, 2000, S. 17.

⁶⁵ Vgl. *SEC*, a.a.O. (Fn. 63), S. 184 ff.

⁶⁶ Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 9:14, S. 9-27 ff.; *Loader*, Clearing, Settlement and Custody, 2002, S. 13. Die von der SEC genehmigten Regel der DTCC, abrufbar unter www.sec.gov/rules/sro/dtc.shtml, liefern insgesamt ein gutes Bild von der DTCC und seiner Tätigkeit.

Aktionäre ihre Hauptteilnehmer und Kunden sind und deren Board diese vertritt⁶⁷. Laut dem Geschäftsbericht für das Jahr 2006 verwahrte DTC Wertpapiere im Gesamtwert von \$ 36 Billionen⁶⁸, bearbeitete Transaktionen mit einem durchschnittlichen täglichen Volumen von \$ 6,1 Billionen⁶⁹ und hat an einem Tag 76,7 Millionen Geschäfte abwickelt⁷⁰. Im Jahr 2006 hat die DTCC Geschäfte mit einem Wert von insgesamt rund \$ 1,53 Milliarden (d.h. 1,53 x 10¹⁵) abgewickelt⁷¹. Heute ist das Wertpapier weitgehend entmaterialisiert, so dass die zentralisierte Struktur nicht mehr der Immobilisierung, sondern nur der Konzentration der Dienstleistungen dient. Die NSCC fungiert als zentraler Kontrahent für die im System verrechneten Geschäfte⁷², d.h. die NSCC übernimmt die Rechte und Pflichten jedes Verkäufers und Käufers⁷³. Im Jahr 2006 hat die NSCC Wertpapiergeschäfte mit einem Gesamtwert von \$ 174,9 Billionen verrechnet und Lieferungen mit einem Gesamtwert von \$ 3,8 Billionen ausgeführt⁷⁴. Die NCSS verrechnet Geschäfte zwischen den größten Teilnehmern am amerikanischen Markt, und etwa 4.000 Finanzinstituten (Makler und Banken) stehen auf ihrer Teilnehmerliste⁷⁵. Die NSCC verrechnet täglich die gesamten Haben- und Sollpositionen zwischen ihren Teilnehmern; die verbleibenden "Spitzenbeträge" offener Liefer- oder Zahlungsansprüche werden in ihren DTC-Konten ausgeglichen⁷⁶. Folglich erhalten die kaufenden Institute i.d.R. keine Wertpapiere, sondern nur Ansprüche auf einen bei der DTC geführten Konto. Ebenso liefern die verkaufenden Institute keine Wertpapiere, sondern übertragen lediglich einen Teil ihres Kontobestandes dem CCP. Dabei dient „Cede & Co.“, der *nominee* der DTC, als eingetragener Aktionär für die auf den DTC-Konten gebuchten Namenspapiere⁷⁷. Ähnliche Kontobeziehungen verbinden jede Ebene der Depotpyramide mit der jeweils nächsten Ebene. So können etwa die an der DTCC teilnehmenden Finanzinstitute Konten für Regionalbanken halten, letztere können Konten beispielsweise für Retail-Makler halten, und die Makler mögen wiederum Konten für ihre

⁶⁷ *Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)*, Annual Report 2006, 2007, S. 50 f.

⁶⁸ *DTCC*, a.a.O. (Fn. 67), S. 27.

⁶⁹ *DTCC*, a.a.O. (Fn. 67), S. 9.

⁷⁰ *DTCC*, a.a.O. (Fn. 67), S. 11.

⁷¹ *DTCC*, a.a.O. (Fn. 67), S. 4.

⁷² NSCC Rules, Rule 11, Sec. 1 (b). Die Geschäfte, die im DTCC-System verarbeitet werden, schließen i.d.R. alle Geschäfte der NYSE, der Nasdaq Stock Market und der kleineren amerikanischen Börsen ein. Vgl. *DTCC*, a.a.O. (Fn. 67), S. 16.

⁷³ NSCC Rules, Rule 11, Sec. 1 (b). Vgl. auch *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 9:15, S. 9-31.

⁷⁴ *DTCC*, a.a.O. (Fn. 67), S. 21.

⁷⁵ Vgl. NSCC Membership Directory (Stand 2.7.07), abrufbar unter www.nsc.com.

⁷⁶ NSCC Rules, Rule 11. Vgl. auch *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 9:14, S. 9-28 f.

⁷⁷ DTC Rules, Rule 61.

Kunden führen. Der unmittelbare Fremdbesitzer, DTC, hält die Wertpapiere an der Spitze des Systems, und ihr *nominee*, Cede & Co., ist der einzige eingetragene Aktionär. Im Gegensatz zum Abwicklungsvorgang der Clearstream Banking Frankfurt AG (CBF), führt die DTC keine untergliederten Bestandsarten in den Depotkonten, um die einzelne Namenspapiere dem jeweiligen Endkunden zuzurechnen⁷⁸. Die Identitäten der Endkunden wird nur den jeweiligen Intermediären bekannt.

Ebenfalls im Gegensatz zu der Lage nach deutschem Recht⁷⁹ hat jeder, der sich in der Pyramide befindet, Rechte nur im Hinblick auf das Konto, das für ihn von einem auf der nächst höheren Stufe stehenden Institut gehalten wird. Sofern Wertpapierzertifikate existieren, bleiben sie immobilisiert bei der DTC, deren Stellvertreter als Aktionär ins Aktienregister eingetragen wird. Diese Struktur wiederholt sich zum Teil auch, wenn sich eine Bank oder ein Makler anstelle von Cede & Co. als Aktionär ins Aktienregister eintragen lässt. So befindet sich der Endkunde in einem Rechtsverhältnis zum Makler ähnlich dem des Teilnehmers im DTCC-System zur DTC.

Wie bereits unter B erläutert, erfordert die Übertragung verbriefter Wertpapiere nach amerikanischem Recht, um einen gutgläubigen Erwerb zu ermöglichen, die freiwillige Übergabe, ein Indossament und eventuell auch die Eintragung ins Aktienregister. Im DTCC-System aber findet eine Übertragung der Wertpapiere nach der klassischen Gesetzsystematik nicht mehr statt, weil die Indossaments-, Lieferungs- und Eintragungsvorgänge umgangen werden. So bietet die Immobilisierung eine zeitsparende Abkürzung, die aber viele

⁷⁸ Die CBF führt mehrere untergliederte Bestandsarten in jedem Kunden-Depotkonto. Eine Untergliederung wird für jeden Endkunden/Aktionär nach seiner "Kundenreferenz", einer formal strukturierten und alphanumerischen Referenz geführt, und schließt Angaben über die Stückelung seines Anteils ein. Damit kann die CBF Einzelaktien den jeweiligen wirtschaftlichen Aktionären zurechnen. Vgl. *Ruland*, Effekten, 3. Aufl. 2004, S. 199 ff.; *Blitz*, in: Von Rosen/Seifert (Hrsgs.), Die Namensaktie, 2000, S. 377, 382 ff.; *Donald*, a.a.O. (Fn. 1), § 28(c).

⁷⁹ Die Übergabe der Girosammeldepotanteile erfolgt bekanntlich (wenngleich das nicht unstrittig ist) nach deutschem Recht durch eine Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses: Die CBF als unmittelbarer Fremdbesitzer belastet das bei ihr gehaltene Konto der verkaufenden Bank und schreibt die Wertpapiere dem Konto der kaufenden Bank gut. Im Gegensatz zum amerikanischen System der indirekt gehaltenen Wertpapiere richtet sich der Besitzwille des Verwahrers nicht auf die auf der nächsten Stufe stehende Depotbank, sondern auf den Endkunden. Weil weder die Eurex Clearing AG als CCP noch die Kommissionärbanken Durchgangserwerb erlangen, geht der Miteigentumsanteil direkt von einem Endkunden auf den anderen Endkunden über. Vgl. Clearstream AGB, Nr. 8 Abs. 1; *Kümpel*, in: BuB, 2006, Rdn. 8/69, 8/334, 8/342; *Horn*, WM 2002, Sonderbeilage 2, S. 11; *von Criegern*, Effektensammelverwahrung und Effekten giroverkehr in Deutschland und Italien, 1997, S. 53 f.; *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. Berlin 1981, Rdn. 2021 ff.; *Heinsius/Horn/Than* Depogesez – Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung vom Wertpapieren vom 4. Februar 1937, 1975, § 6, Rdn. 35 f. Aber vgl. auch *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht: Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr, 1995, S. 97 ff.; *Dieselb.*, Das Treuhandmodell als Alternative zum geltenden Recht, in: Baums/Cahn (Hrsgs.), Die Zukunft des Clearing und Settlement, 2006, S. 3, 6.

gesetzliche Voraussetzungen für die Übertragung der Wertpapiere einfach außer Acht lässt. Nach herkömmlichem Recht würde die Übertragungstechnik des DTCC-Systems daher nicht ohne weiteres einen gutgläubigen Erwerb ermöglichen, weil bei der Übereignung weder das Zertifikat indossiert noch die Aktie im Namen des Käufers eingetragen wird. Um dieser Folge der veränderten Übertragungstechnik Rechnung zu tragen, hat die NCCUSL das Handelsrecht angepasst. Das Ergebnis waren, wie oben erläutert wurde, zwei Novellen des Art. 8 UCC in den Jahren 1978 und 1994⁸⁰. Die Gestaltung der Novelle des Jahres 1978 setzte voraus, dass Wertpapiere schließlich entmaterialisiert würden und "die Übertragung des Eigentums immer noch in den Büchern des Emittenten ausgewiesen würde"⁸¹. Damit gingen die Fachgremien im Rahmen der ersten Novelle immer noch vom Modell der Übereignung unverbriefter Wertpapiere und dem Bestehen einer direkten Beziehung zwischen der Gesellschaft und den Inhabern der Wertpapiere aus. Von den frühen 1990er Jahren an war jedoch das zentralisierte, "indirekte" System so fest im Finanzmarkt etabliert, dass Art. 8 noch einmal novelliert wurde, um den in den Büchern der Finanzinstitute ausgeführten Geschäften dieselben Wirkungen wie einer körperlichen Übertragung von Wertpapieren zu verleihen⁸². Der durch diese Novelle eingeführte Abschnitt 5 des Art. 8 regelt die Begründung und die Löschung von Ansprüchen, sog. "*security entitlements*", gegen ein Finanzinstitut, das ein Depotkonto hält, auf dem das "Finanzvermögen" (die Wertpapiere, u.a.) des Kontoinhabers verwahrt wird.

II. Die Übereignung des buchmäßigen "Finanzvermögens"

1. Die grundlegenden Begriffe

Die "Übereignung" immobilisierter Wertpapiere nach Art. 8 UCC wird mit Hilfe von vier „maßgeschneiderten“ Begriffen geregelt. Diese Begriffe gestalten die Rechtsverhältnisse innerhalb des Verwahrungs- und Abwicklungssystems derart, dass der Gutgläubenschutz auch unter den Bedingungen eines auf Immobilisierung beruhenden Abwicklungssystems besteht. Mit dem Begriff "Wertpapierintermediär(s)" (*securities intermediary*), wird eine Clearingstelle oder andere Person (i.d.R. eine Bank oder ein Makler) bezeichnet, die beruflich "Depotkonten" für andere hält⁸³. Der zweite Begriff, das "Depotkonto" (*securities account*), bedeutet ein bei einem Wertpapierintermediär gehaltenes Konto, auf dem "Finanzvermögen" gutgeschrieben werden kann⁸⁴. Der Begriff "Finanzvermögen" (*financial assets*) schließt die

⁸⁰ Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 1:14, S. 1-56 ff.; UCC, Prefatory Note, "C. Indirect Holding System".

⁸¹ UCC, Prefatory Note, "B. The Uncertificated Securities System Envisioned by the 1978 Amendments."

⁸² UCC, Prefatory Note, "D. Need for Different Legal Rules for the Direct and Indirect Holding Systems"; *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 1:13, § 1:14, S. 1-56 ff.

⁸³ § 8-102 Abs. a Nr. 14 UCC.

⁸⁴ § 8-501 Abs. a UCC und *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 1:15, S. 1-58 ff., § 9:7, S. 9-13 ff.

verschiedenen Arten von Vermögensgegenständen ein, die auf einem Depotkonto gutgeschrieben werden können, wie etwa Wertpapiere, Forderungen und Anteile⁸⁵. Der Begriff "Wertpapierberechtigung" (*security entitlement*) schließlich bezeichnet ein anteiliges Eigentumsinteresse an dem auf dem Depotkonto des Kunden gutgeschriebenen Finanzvermögen, unabhängig davon, ob das gutgeschriebene Finanzvermögen tatsächlich im Bestand des kontoführenden Wertpapierintermediärs verfügbar ist⁸⁶.

Alle Wertpapieransprüche beziehen sich auf Finanzvermögen⁸⁷. Die Rechtsfigur der Wertpapierberechtigung ist der Schlüssel zur Übertragung des Eigentums innerhalb des Systems der auf Depotkonten verwahrten Wertpapiere. Die Wertpapierberechtigung wird ausdrücklich als sachenrechtliches Eigentumsinteresse definiert⁸⁸. Das zur Erfüllung aller bestehenden Wertpapieransprüche notwendige Finanzvermögen des Wertpapierintermediärs ist ausdrücklich vom Eigentum des Intermediärs abgesondert⁸⁹. Allerdings verleiht die Wertpapierberechtigung dem Anleger, von wenigen Ausnahmen abgesehen, nur Rechte gegenüber dem kontoführenden Intermediär⁹⁰. Obwohl der Berechtigte ein Recht hat, das einem Herausgabeanspruch sehr nahe kommt, weil er die Auslieferung des Papiers verlangen kann⁹¹, ist doch die Übertragung einer Wertpapierberechtigung keine Abtretung eines Herausgabeanspruchs. Die Übereignung erfolgt vielmehr durch Erlöschen der alten Wertpapierberechtigung des Verkäufers und Erwecken einer neuen Wertpapierberechtigung des Käufers⁹². Die Wertpapierberechtigung ist ein für den besonderen Zweck der

⁸⁵ § 8-102 Abs. a, Nr. 9 UCC und amtliche Erläuterung zum § 102.

⁸⁶ § 8-503 Abs. b UCC und amtliche Erläuterung zum § 503; UCC, Prefatory Note, "C. Indirect Holding System." Der gesamte Bestand des Wertpapierintermediärs wird, wie bei einer Bruchteilsgemeinschaft, anteilig zwischen den Inhabern der Wertpapierberechtigungen aufgeteilt. Die Größe des jeweiligen Anteils wird vom Inhalt des jeweiligen Kundenkontos bestimmt.

⁸⁷ § 8-102 Abs. a Nr. 9 UCC; amtliche Erläuterung Nr. 1 zum § 504.

⁸⁸ § 8-503 Abs. b UCC ("*An entitlement holder's property interest with respect to a particular financial asset under subsection (a) is a pro rata property interest in all interests in that financial asset held by the securities intermediary ...*").

⁸⁹ § 8-503 Abs. a UCC.

⁹⁰ Vgl. § 8-503 Abs. c und d UCC. Der Anleger kann sein "Recht" an einem bestimmten Finanzvermögen gegenüber Dritten selbst nur geltend machen, wenn (1) ein Insolvenzverfahren über das Vermögen des Intermediärs eröffnet wird, (2) das Vermögen des Intermediärs zur Deckung der Ansprüche nicht ausreichend ist, (3) der Intermediär seine Pflicht, ausreichendes Vermögen im Bestand zu halten, verletzt hat und (4) der Insolvenzverwalter das Recht gegenüber dem Dritten nicht ausübt. § 8-503 Abs. d UCC. Damit hat der UCC einen dem Wesen nach obligatorischen Anspruch in einen dinglichen Anspruch umgewandelt. Der Gesetzgeber ist letztlich zu dogmatischer Folgerichtigkeit nicht verpflichtet.

⁹¹ Vgl. § 8-508 UCC.

⁹² Hält ein Wertpapierintermediär ein Wertpapier, das auf den Kunden indossiert oder im Namen des Kunden eingetragen ist, besteht nach § 8-501 Abs. d UCC keine Wertpapierberechtigung, sondern ein direktes Verhältnis mit dem Emittenten.

Wertpapierabwicklung geschaffener dinglicher Anspruch mit schuldrechtlichen Eigenschaften.

Durch das Zusammenwirken der vorstehend erläuterten vier Begriffe wird ein gutgläubiger Erwerb innerhalb des Verwahrungssystems ermöglicht. Wenn der Anleger seinen Makler beauftragt, ein Wertpapier zu kaufen, das angekaufte Papier treuhändisch auf den Namen des Maklers eintragen und es auf seinem *Depotkonto* bei ihm verwahren lässt, hat der Anleger nach Art. 8 UCC *Finanzvermögen* bei einem *Wertpapierintermediär*. Das Recht des Anlegers dem Wertpapierintermediär gegenüber ist eine *Wertpapierberechtigung*, der ihm ein insolvenzfestes und im Rechtsverkehr geschütztes Sachenrecht vermittelt.

2. Die Übereignung durch Verfügungsauftrag

Wie soeben bemerkt, wird nach der Systematik der UCC ein Wertpapier nicht durch Übertragung einer Wertpapierberechtigung übereignet⁹³. Die Abwicklung eines Wertpapiergeschäfts erfolgt vielmehr durch das Erlöschen bzw. Erwecken der Wertpapierberechtigungen: Die Wertpapierberechtigung des Verkäufers gegenüber dem unmittelbaren Fremdbesitzer (dem Wertpapierintermediär) erlischt und eine neue Wertpapierberechtigung des Käufers gegen den Intermediär wird begründet⁹⁴. Der Käufer erhält eine Wertpapierberechtigung zu dem Zeitpunkt, in dem der Wertpapierintermediär ein Finanzvermögen auf seinem Depotkonto gutschreibt oder gesetzlich verpflichtet wird, eine solche Buchung zu vorzunehmen⁹⁵. Damit werden die aus der Wertpapierberechtigung fließenden Pflichten gegenüber den jeweiligen Berechtigten geschaffen oder erlöschen.

Die Wertpapierberechtigung besteht selbst dann, wenn der Wertpapierintermediär das gutgeschriebene Finanzvermögen nicht im Bestand hat⁹⁶. Der Wertpapierintermediär ist allerdings verpflichtet, eine ausreichende Menge an Wertpapieren im Bestand zu halten, um alle bestehenden Wertpapieransprüche erfüllen zu können⁹⁷. Auf diese Weise wird i.d.R. das Erlöschen oder die Begründung einer Wertpapierberechtigung die Anzahl der Wertpapiere, die der Wertpapierintermediär im Bestand halten muss, ändern.

Demnach werden Aktien, die im System verwahrt werden, ausschließlich durch einen Verfügungsauftrag (*entitlement order*) gegenüber einem Wertpapierintermediär und dessen

⁹³ Vgl. amtliche Erläuterung Nr. 3 zum § 8-501 UCC.

⁹⁴ Vgl. amtliche Erläuterung Nr. 5 zum § 8-501 UCC.

⁹⁵ § 8-501 Abs. b UCC.

⁹⁶ § 8-501 Abs. c UCC. Diese Regelung scheint einen gutgläubigen Erwerb unter Umständen zu gestatten, auch wenn ein solcher Erwerb nach deutschem Recht wegen grobfahrlässiger Unkenntnis des Wertpapierintermediärs nicht gestattet wäre. Vgl. *Kümpel*, a.a.O. (Fn. 79), Rdn. 8/78; *Horn* (2002), S. 19.

⁹⁷ § 8-504 Abs. a UCC.

Ausführung übertragen⁹⁸. Je nachdem, ob Gegenstand des Auftrags ein Kauf, ein Verkauf, eine Verpfändung oder eine Leihe ist, werden Wertpapieransprüche gegenüber dem Wertpapierintermediär begründet oder zum Erlöschen gebracht. Erteilt ein Kunde seinem Makler den Auftrag, Aktien, die auf seinem Depotkonto gutgeschrieben sind, zu verkaufen, so bucht der Makler die Aktien (das "Finanzvermögen") vom Konto ab. Wenn der Makler die Aktien auf einem Konto bei seiner Depotbank als Finanzvermögen hält, könnte er als Berechtigter auch der Depotbank einen Verfügungsauftrag erteilen, um die Aktien zu übertragen. Es wäre auch möglich, dass die Depotbank die Aktien auf ihrem Konto bei der DTC hält; in diesem Fall könnte sie der DTC den Auftrag erteilen, die Aktien auf einen Käufer zu übertragen⁹⁹. Der Verkäufer, der Makler und die Depotbank würden in diesem Szenario jeweils Verfügungsaufträge nach Art. 8 UCC erteilen und Wertpapieransprüche hinsichtlich des an den betreffenden Konten bestehenden Finanzvermögens löschen lassen. Gemäß Art. 8 UCC erfolgen damit gleichartige Verfügungen auf allen drei Ebenen, auch wenn die verbrieften Aktien nur auf der höchsten Ebene verwahrt werden.

Ein Wertpapierintermediär muss einen Verfügungsauftrag ausführen, wenn der Auftrag vom Berechtigten oder dessen gesetzmäßigen Vertreter erteilt wird¹⁰⁰. Der Wertpapierintermediär hat das Recht, die Befugnis des Auftraggebers zu prüfen¹⁰¹. In diesem Zusammenhang ergeben sich die auch beim Indossament auftretenden Probleme. Verfügungsaufträge werden heute häufig telefonisch oder elektronisch erteilt, können aber auch schriftlich abgegeben werden¹⁰². Im Fall eines schriftlichen Auftrags würde der Wertpapierintermediär eine Garantie der Unterschrift (die sog. "*medallion guarantee*") verlangen¹⁰³; bei einem elektronischen Auftrag könnten der Kunde und der Wertpapierintermediär sich auf eine Digitalsignatur oder einen anderen Identifizierungsvorgang einigen¹⁰⁴.

Ein gutgläubiger Erwerb vom Nichtberechtigten vergleichbar dem für Wertpapiere und die darin verbrieften Rechte ist auch für den Erwerb des Finanzvermögens vorgesehen. Um

⁹⁸ §§ 8-102 Abs. a Nr. 8 und -507 UCC; *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 9:11, S. 9-21 f.

⁹⁹ Auf dieser Ebene würde die Wertpapierberechtigung der Depotbank für die maßgeblichen Aktien durch das Abwicklungsverfahren nach dem Abwicklungsregelwerk und nicht nach einem Verfügungsauftrag erfolgen, insbesondere wenn die Depotbank den Aktienverkauf durch ein Börsengeschäft betätigt. Vgl. NSCC Rules, Rule 11, Sec. 3. Vgl. auch § 8-111 UCC.

¹⁰⁰ Vgl. § 8-507 Abs. a i.V.m. § 8-107 Abs. a Nr. 3 UCC.

¹⁰¹ § 8-507 Abs. a UCC.

¹⁰² *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), §8:11, S. 8-17 ff.

¹⁰³ *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 9:11, S. 9-22 f.

¹⁰⁴ Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), §§ 8:13, S. 8-20 ff.

Verkehrsschutz gegen mögliche Einwendungen eines Dritten zu genießen, muss der Erwerber des Finanzvermögens eine Gegenleistung erbringen; darüber hinaus darf er keine Kenntnisse von etwaigen Einwendungen oder Einreden gegen das verbriefte Recht haben¹⁰⁵. Ein Wertpapierintermediär, der auftragsgemäß eine Verfügung vornimmt, haftet gegenüber dem Berechtigten selbst dann nicht für den Untergang von Einwendungen infolge eines gutgläubigen Erwerbs, wenn er Kenntnis von der Einwendung hat, sofern er weder gegen eine gerichtliche Anordnung über die Einwendung verstößt noch kollusiv mit dem Begünstigten zusammenwirkt¹⁰⁶. Dagegen kann die Haftung gegenüber dem Eigentümer für die Ausführung eines ungültigen (z.B. gefälschten) Verfügungsauftrags den Intermediär zu einem Deckungsgeschäft zwingen. Um sich davor zu schützen, ist die Garantie der Unterschrift für den Intermediär von besonderer Bedeutung.

3. Die Übertragung von Rechten an immobilisierten Wertpapieren innerhalb des DTCC-Systems

Der Abwicklungsvorgang der NSCC schließt verschiedene Verfahren ein, die den Eigenschaften der verschiedenen Arten von Geschäften und Wertpapieren angemessen sein sollen. Ein Auftrag, der wegen seiner Größe (z.B. ein Aktienpaket) oder der Art der Wertpapiere (z.B. ausländische Wertpapiere) besser manuell zu bearbeiten ist, kann als ein "besonderes Geschäft" ("*special trade*") unmittelbar zwischen den Teilnehmern abgewickelt werden¹⁰⁷. Ein normales Geschäft in Wertpapieren, die zum System der NSCC zugelassen sind, wird im Verfahren des "*continuous net settlement*" (CNS) abgewickelt¹⁰⁸. Im Rahmen der CNS bekommt die NSCC abgeglichene Handelsdaten von einer angeschlossenen Börse oder einem zugelassenen elektronischen Handelssystem¹⁰⁹ und übernimmt als CCP die Rechte und Pflichten der jeweiligen Vertragsparteien¹¹⁰ einschließlich des Eigentums an den Wertpapieren¹¹¹. In einem fortlaufenden Aufrechnungsverfahren (CNS) rechnet die NSCC alle Soll- und Haben-Posten aus Geschäften in den jeweiligen Wertpapieren und die dazu gehörenden Gelder auf, teilt den teilnehmenden Geschäftsparteien die maßgeblichen Summen

¹⁰⁵ § 8-502 UCC.

¹⁰⁶ § 8-115 UCC. Diese Regel schützt den Rechtsverkehr, indem sie es dem Wertpapierintermediär ermöglicht, Aufträge auch dann auszuführen, wenn ein Dritter eine - möglicherweise unbegründete - Einwendung gegen ein bestimmtes Geschäft erhebt. Ein Gericht, nicht der Intermediär, wird über die Gültigkeit der Einwendung entscheiden müssen. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 6:12, S. 6-39 f., § 7:15, S. 7-44.4 ff. Wenn ein Wertpapierintermediär eigene Geschäfte ausführt, unterliegt er dagegen den Regeln, die für den Käufer bzw. Verkäufer gelten.

¹⁰⁷ Vgl. NSCC Rules, Rules 1, 11, Sec. 9

¹⁰⁸ Vgl. NSCC Rules, Rules 5, 11; Procedures V und VII.

¹⁰⁹ NSCC Rules, Rule 7; Procedure II.

¹¹⁰ NSCC Rules, Rule 11, Sec. 1.

¹¹¹ NSCC Rules, Rule 11, Sec. 2.

mit und beauftragt die DTC, die ausstehenden Posten durch Belastung und Gutschrift der bei ihr bestehenden Depotkonten auszugleichen¹¹². Nach Art. 8 UCC würden durch solche Buchungen Wertpapierberechtigungen begründet bzw. zum Erlöschen gebracht. Hinsichtlich der Geschäfte zwischen Systemteilnehmern sind aber die Regeln des UCC ausdrücklich der Abwicklungsregel der NSCC und der DTC untergeordnet¹¹³. Die DTC macht sich diese Bestimmung zunutze, indem ihr Regelwerk die Depotkonten, die sie für ihre Teilnehmer hält, nicht als Depotkonten ("*settlement accounts*") nach dem New Yorker UCC qualifiziert¹¹⁴. Damit ist die DTC frei, die Rechtsfolge der Buchungen auf ihren Konten beliebig zu bestimmen, auch wenn diese Folgen bis zur heutigen Fassung des Regelwerks identisch mit denjenigen des UCC geblieben sind.

Auf den unteren Ebenen der Depotpyramide wird die Buchung der DTC durch eine komplementäre Buchung des Teilnehmers gespiegelt, so dass das betroffene Finanzvermögen vom Konto des Endkunden abgebucht bzw. ihm gutgeschrieben wird. Nicht beglichene Summen werden weiter im CNS-Verfahren geführt und mit den neu entstehenden Posten aufgerechnet¹¹⁵. Fällige Dividenden werden dem Geldbetrag hinzugerechnet, den ein Teilnehmer bezahlen bzw. empfangen soll¹¹⁶. An jedem Abrechnungstag bekommt bzw. liefert jeder Teilnehmer des Systems nur die Menge an Wertpapieren, der dem Saldo am Schluss des jeweiligen Tages entspricht¹¹⁷.

In den Vereinigten Staaten müssen Börsengeschäfte innerhalb von drei Tagen (T+3) abgewickelt werden¹¹⁸. Die Teilnehmer ermächtigen die DTC oder eine andere "qualifizierte Wertpapiersammelbank" ("*qualified securities depository*"), die notwendigen Verfügungen über ihre Konten vorzunehmen.¹¹⁹ Die Zahlungsseite des Geschäfts wird in vergleichbarer

¹¹² NSCC Rules, Rule 11, Procedure VII.

¹¹³ § 8-111 UCC. Diese Abwicklungsregeln sind aber nicht gänzlich private Vereinbarungen. Die DTC und die NSCC sind *self-regulatory organizations* (im Folgenden: "SRO") nach § 3 Abs. a Nr. 26 *Exchange Act*. Für die Verabschiedung bindender Regeln bedarf eine SRO nach § 19 Abs. b *Exchange Act* der Genehmigung der SEC. Das Genehmigungsverfahren hat vier Stufen: Die vorgeschlagenen Regeln werden zunächst bei der SEC eingereicht. Die SEC kontrolliert die Vorschläge und veröffentlicht sie anschließend im US-amerikanischen Bundesanzeiger ("*The Federal Register*"). Die Bekanntmachung im *Federal Register* erläutert den Zweck der Regeln und fordert zu Stellungnahmen auf. Nach § 19 Abs. b Nr. (2) können die erarbeiteten Regelungen innerhalb von 35 bis 90 Tagen nach der Bekanntmachung in Kraft treten, sofern nicht die SEC eine öffentliche Anhörung über die vorgeschlagenen Regeln durchführt.

¹¹⁴ DTC Rules, Rule 1.

¹¹⁵ NSCC Rules, Rule 11, Sec. 1 (a), Procedure VII.

¹¹⁶ NSCC Rules, Rule 11, Sec. 8.

¹¹⁷ NSCC Rules, Rule 11, Sec. 3.

¹¹⁸ 17 CFR § 240.15c6-1(a).

¹¹⁹ NSCC Rules, Rules 1, 11, Sec. 3; DTC Rules, Rule 9(B).

Weise durch Aufrechnung, Mitteilung der Kontoaufzeichnungen und tägliche Netto-Zahlungen abgewickelt. Allerdings halten die Teilnehmer ihre Abwicklungskonten für Geldleistungen nicht bei der DTC, sondern bei ihrer eigenen Bank (jeweils eine "*settling bank*"). Diese ist an die Federal Reserve Bank of New York angeschlossen, wo die DTC ihr Konto für die Entgegennahme von Zahlungen im Rahmen der Abwicklung hält¹²⁰. Weil mehrere Teilnehmer die gleiche Bank zum Zweck der Abwicklung beauftragen können, werden die Geldbeträge betreffend alle Kunden der jeweiligen Bank noch einmal aufgerechnet, bis eine Summe (die sog. "*net-net position*"), die dem Konto der Bank gutgeschrieben bzw. von ihm abgebucht werden soll, ermittelt ist¹²¹.

D. DAS AMERIKANISCHE DIREKTEINTRAGUNGSSYSTEM (DRS)

I. Das Entstehen des Direkteintragungssystems

Im Rahmen einer Übereignung des Finanzvermögens werden keine Wertpapiere übertragen. Im Fall des Namenspapiers bleibt im Aktienregister vielmehr immer derselbe Aktionär – Cede & Co. – eingetragen. Damit haben die Inhaber der Namenspapiere nur eine "indirekte" Beziehung zum Emittenten. Für die entmaterialisierten Aktien sind allerdings Immobilisierung und "indirekte" Beziehungen nicht notwendig. Im Jahr 1986, ein halbes Jahrzehnt, nachdem Frankreich alle auf dem französischen Markt im Umlauf befindlich Wertpapiere völlig entmaterialisierte¹²², folgten die Vereinigten Staaten dem von Deutschland teilweise schon im Jahr 1910¹²³ und vollständig im Jahr 1972¹²⁴ eingeschlagenen Weg und wandelten ihre eigenen Anleihen in die unverbriefte Form um.¹²⁵ Im Jahr 1994 genehmigte die SEC ein "Direkteintragungssystem" ("*direct registration system*" – DRS), das vom Zentralgremium der Dienstleister, die das Aktienregister verwalten und zugehörige Tätigkeiten ausführen (*transfer agents*), entwickelt worden war¹²⁶. Im DRS werden unverbriefte Aktien in einem elektronischen Aktienregister statt auf mehreren Konten einer Wertpapiersammelbank geführt. Weil die Aktien entmaterialisiert sind, müssen weder Einzel- noch Globalzertifikate in Verwahrung gehalten werden; es entsteht daher durch das DRS ein

¹²⁰ DTC Rules, Rules 9(B), 9(D).

¹²¹ DTC Rules, Rule 9(D).

¹²² Maffei, in: De Vauplane (Hrsg.), 20 ans de dématérialisation des titres en France: Bilan et perspectives nationales et internationales, 2005, S. 103.

¹²³ Das Reichsschuldbuchgesetz vom 31. Okt. 1910, RGBl. I S. 840), besprochen in *Canaris*, a.a.O. (Fn. 79), Rdn. 2052. Vgl. auch *Kümpel*, a.a.O. (Fn. 79), Rdn. 8/112.

¹²⁴ Gesetz vom 24. Mai. 1972, BGBl. I, 801. Vgl. *Kümpel*, a.a.O. (Fn. 79), Rdn. 8/112; *Heinsius/Horn/Than*, a.a.O. (Fn. 79), § 42 Rdn. 6.

¹²⁵ Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 1:13, S. 1-52 ff.; 31 CFR §§ 357.0 – 357.45.

¹²⁶ Securities and Exchange Commission, Concept Release, "Transfer Agents Operating Direct Registration System," Mitteilung No. 34-35038, (8. Dez. 1994) (im Folgend "DRS Mitteilung").

vollständiges Aktienregister, ohne dass die Übertragungen durch Papierarbeit verlangsamt werden¹²⁷. Das DRS nahm am 11. November 1996 seinen Betrieb auf¹²⁸. Obwohl das DRS erst als ein "buchmäßiges Eintragungssystem, das von dem Emittenten und seinem *transfer agent* betrieben wird,"¹²⁹ verstanden wurde, kam es auf Drängen insbesondere der Makler im Jahr 2000 dazu, dass es im *Profile Modification System* der DTCC ("*Profile*") einverleibt wurde.¹³⁰ Heute zählt das DRS zu den vielen Dienstleistungen der DTCC.

Zwischen September 2001 und Dezember 2006 hat sich die Zahl der Emittenten, deren Aktien durch das DRS gehalten werden können, von 298¹³¹ auf 1.406¹³² mehr als vervierfacht. Die Verwendung des DRS wird auch von der NYSE und dem Nasdaq Stock Market unterstützt. Die NYSE hat im Jahr 2005 einen Ausschluss der Verbriefung der Aktien ausdrücklich an die Teilnahme im DRS gekoppelt¹³³ und verlangt ab 1. Januar 2007 für alle Neunotierungen, dass die Wertpapiere für die Teilnahme an DRS geeignet sind¹³⁴. Ab 1. Januar 2008 müssen alle an der NYSE notierten Wertpapiere, also auch die Altnotierungen, DRS-geeignet sein¹³⁵. Der Nasdaq Stock Market hat auch vorgesehen, dass ab 1. Januar 2007 Neunotierungen und ab 1. Januar 2008 alle Notierungen DRS-fähig sind¹³⁶. Wie im folgenden Absatz (c) beschrieben wird, kann aber die heutige Struktur des DRS den Aktionären einen starken Anreiz geben, ihre Aktien einfach im Depotkonto des Maklers ruhen zu lassen. Eine Ausbreitung des DRS würde dann keine Steigerung der Transparenz der Aktionärsstruktur mit sich bringen.

III. Die Übertragung von Wertpapieren im DRS

Im DRS erhält der Anleger weder ein verbrieftes Wertpapier noch eine Wertpapierberechtigung, sondern ein unverbrieftes Wertpapier. Wie schon im Teil B

¹²⁷ Vgl. DRS Mitteilung, a.a.O. (Fn. 128), Fußnote 15-17 und dazugehöriger Text.

¹²⁸ Securities and Exchange Commission, Self-Regulatory Organizations; The Depository Trust Company; Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change Relating to the Procedure to Establish a Direct Registration System, Mitteilung Nr. 34-37931, 61 *Federal Register* 58600, 58601 (15. Nov. 1996).

¹²⁹ Vgl. DRS Mitteilung, a.a.O. (Fn. 128), Fußnote 12 und dazugehöriger Text.

¹³⁰ Self-Regulatory Organizations; The Depository Trust Company; Notice of Filing of Amendment and Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change Relating to Implementation of the Profile Modification System Feature of the Direct Registration System, Mitteilung Nr. 34-41862, 64 *Federal Register* 51162, 51156 (21. Sept. 1999).

¹³¹ Rossi, Direct Registration System (DRS) Continues to Grow, SECURITIES TRANSFER ASSOCIATION NEWSLETTER, 2001, S. 4.

¹³² DTCC, a.a.O. (Fn. 67), S. 27.

¹³³ Vgl. NYSE Listed Company Manual, § 501.01 Abs. B.

¹³⁴ Vgl. NYSE Listed Company Manual, § 501.00 Abs. A.

¹³⁵ Vgl. NYSE Listed Company Manual, § 501.00 Abs. B.

¹³⁶ Vgl. NASD Manual, Sec. 4350 Abs. L.

ausgeführt wurde, werden unverbriefte Wertpapiere nach Art. 8 UCC durch Eintragung ins Aktienregister übereignet. Das Kommunikationssystem des DRSs ermöglicht es den Aktionären, ihre unverbrieften Aktien durch den *transfer agent* zu halten, sich ins Aktienregister eintragen zu lassen, und die Aktien dann auf ihren Wunsch in das Depotkonto beim Makler zu übertragen, um sie durch ihn zu verkaufen oder anderweitig zu verwerten¹³⁷. Es ist wesentlich für das DRS, dass die Aktien vor und zurück zwischen dem Makler (zum Zweck des Handels) und dem *transfer agent* (zum Zweck der Ausübung von Mitgliedschaftsrechten) übertragen werden können. Zweck der Integration des DRS in das Abwicklungssystem der DTCC ist es, dass der Antrag auf Umschreibung im Aktienregister ohne weiteres schon als Teil des Abwicklungsvorgangs erteilt wird. Das DRS verlangt, wie unten näher erläutert, zwingend und automatisch eine Gewährleistung der Berechtigung des Antragstellers – verstärkt durch eine Bürgschaft – für jeden elektronischen Auftrag, der über das DRS erteilt wird. Das DRS schlägt eine Brücke zwischen den direkten und indirekten Modellen der Wertpapierabwicklung. Einerseits können die Wertpapiere indirekt durch den Makler gehalten werden, um schnellen Handel zu ermöglichen; andererseits können sie direkt beim *transfer agent* ins Aktienregister eingetragen werden, um die Ausübung von Mitgliedschaftsrechten zu gestatten. Diese Brücke gibt dem Anleger die Möglichkeit, entweder die Beteiligung als Mitglied der Gesellschaft oder die Schnelligkeit des Handels vorzuziehen.

Nach der gegenwärtigen Regelung des DRS erklärt der Anleger zum Zeitpunkt des Erwerbs, ob er die Aktien im eigenen Namen durch Eintragung ins Aktienregister oder zunächst indirekt durch seinen Makler mit der Eintragung im Namen der Cede & Co. halten will¹³⁸. Wenn er im Kaufauftrag insoweit keine Anordnung gibt, wird den Ankauf vom Abwicklungssystem automatisch ins DRS eingeführt¹³⁹. Dem Makler steht es frei, dem Anleger die Eintragung im Aktienregister abzuraten. Weil das DRS nur unverbriefte Wertpapiere erfasst, kann der Anleger kein Aktienzertifikat verlangen und bekommt

¹³⁷ Securities and Exchange Commission, Self-Regulatory Organizations; The Depository Trust Company; Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change Relating to the Procedure to Establish a Direct Registration System, Mitteilung Nr. 34-37931, 61 *Federal Register* 58600, 58601 (15. Nov. 1996).

¹³⁸ Vgl. Mitteilung Nr. 34-37931, a.a.O. (Fn. 139), S. 58601; *DRS Guidelines Committee*, S. 19.

¹³⁹ Vgl. Securities and Exchange Commission, Self-Regulatory Organizations; The Depository Trust Company; Order Granting Approval of a Proposed Rule Change Relating to the Movement of all DRS Issues into Profile and the Establishment of the "S" Position as the Default Position, Mitteilung Nr. 34-44696, 66 *Federal Register* 43939, 43940 (21. Aug. 2001).

stattdessen eine periodische Bestätigung seiner Eigentümerstellung (*statement of ownership*)¹⁴⁰.

Das Erwerbsgeschäft erfolgt nach der schon im vorhergehenden Teil B.II.3 erläuterten Systematik, in der die aus der Börse stammenden Transaktionsdaten an die NSCC weitergegeben werden, die das Abwicklungsverfahren zusammen mit der DTC durchführt. Im Gegensatz zum Erwerb eines Anspruchs auf im Depotkonto gehaltene Wertpapiere wird am Schluss der Abwicklung eine unverbriefte Aktie unter dem Namen des wirtschaftlichen Aktionärs beim *transfer agent* eingetragen. Erteilt der Aktionär seinem Makler den Auftrag, seine Aktie aus dem DRS zu ziehen, wird die Aktie im Aktienregister auf den Namen "Cede & Co." umgeschrieben und die vom Anleger gehaltene Berechtigung wandelt sich von Eigentum an einer unverbrieften Aktie zu einer Wertpapierberechtigung nach Art. 8 UCC um. Im Rahmen dieses Vorgangs, erhält der Makler automatisch vom *Profile*-System die Berechtigung, die Aktien aus dem DRS zu entnehmen¹⁴¹. Dabei erteilt der Makler mit dem Auftrag auf dem Bildschirm des *Profile*-Systems automatisch dem *transfer agent* folgende Gewährleistung:

1. Der Makler ist vom eingetragenen Eigentümer der Aktien oder dessen Vertreter ermächtigt und beauftragt, die Aktien zu entnehmen; alle auf dem Auftrag stehenden Angaben über den Eigentümer sind richtig und vollständig (mit der Ausnahme, dass die Richtigkeit der Steuernummer des Eigentümers nur nach bestem Wissen zugesichert wird); und
2. er muss den Emittenten, den *transfer agent*, und deren Geschäftsleiter und Angestellte schadlos halten, wenn die in der Gewährleistung erfassten Angaben unzutreffend sind¹⁴².

Jeder Nutzer des *Profile*-Systems in Verbindung mit dem DRS gibt diese Gewährleistung automatisch ab und bürgt zwangsläufig bis zu einem Beitrag von US\$ 3 Millionen je Geschäft und US\$ 6 Millionen je Bürgen dafür, dass die in der Gewährleistung erfassten Angaben zutreffend sind¹⁴³. Im Jahr 2005 hat die DTC als Alternative eine Versicherung eingeführt, die

¹⁴⁰ Vgl. *DRS Guidelines Committee* (2004), S. 7 und die Überblick des DRS, abrufbar unter www.dtc.org/dtcpublic/html/lob2/prod6/drsdetail.htm (im Folgenden: "DTCC-Überblick des DRS").

¹⁴¹ *DRS Guidelines Committee*, S. 26 f. Der Aktionär muss für den Fall, dass der Makler nicht an das System angeschlossen ist oder wenn der Auftrag den gesamten Anteil des Aktionärs betrifft, seinen Auftrag, die Aktien aus dem DRS zu entnehmen, an den *transfer agent* richten. Vgl. *DRS Guidelines Committee*, S. 24, 32.

¹⁴² Vgl. Mitteilung Nr. 34-42704, S. 24243; DTCC-Überblick des DRS.

¹⁴³ Vgl. die DTCC-Überblick des DRS.

bis zu dem wesentlich höheren Betrag von US\$ 25 Millionen je Geschäft und US\$ 100 Millionen je Versichertem gezeichnet werden kann¹⁴⁴.

Die gegenwärtige Struktur des DRS fügt einem ohnehin schon komplexen Abwicklungsvorgang zwei zusätzliche Schritte hinzu. Wenn auch die Vorteile eines vollständigen Aktienregisters die zusätzliche Komplexität des DRS aufwiegen mögen, scheint doch diese Komplexität unnötig zu sein. Dank der verbürgten/versicherten Gewährleistung, die ein Makler bei der Entnahme von Aktien aus dem DRS-Konto abgeben muss, hat der Makler eine Verfügungsberechtigung über dieses Konto, die auf die Zahl der Aktien begrenzt ist, die der Auftrag seines Kunden nennt. Weil ein solcher Zugang schon gewährleistet ist, ist das Hin- und Her-Bewegen der Aktie zwischen dem Konto des Maklers und dem des *transfer agent* möglicherweise unnötig.

Für den Makler hat diese Struktur den Vorteil, dass die Aktionäre ihre Aktien einfach im Depotkonto des Maklers ruhen lassen werden, statt sie hin und her zwischen dem Aktienregister und dem Depotkonto zu übertragen. Dank ihrer Rolle als Vermittler, erhalten die Makler viele Information über ihre Kunden und genießen eine starke Bindung der Kundenloyalität. Eine völlig dezentralisierte Struktur mit einer direkten Verbindung zwischen Emittent und Aktionär würde es dem Aktionär erleichtern, einen beliebigen Makler für jedes Geschäft auszuwählen. Deshalb würde auch eine zwingende Einführung des DRS, wie es von der NYSE und dem Nasdaq Stock Market vorgesehen wird, kaum einen Fortschritt für den Inhalt des Aktienregisters bedeuten. Wo der störende Umweg durch ihr System die Kommunikation erschwert, steht die DTCC bereit, noch einen neuen "*corporate actions*" Service anzubieten, der die Kommunikation zwischen den Emittenten und den Aktionären über die DTCC ermöglicht.

Die fehlende Fortentwicklung des Systems ist nicht aus rechtlichen oder technischen Gründen notwendig¹⁴⁵. Ein Depotkonto ist im Wesentlichen eine auf einen bestimmten Namen lautende Datenbank, deren interne Felder den Aktientyp (nach CUSIP Nr. oder ISIN) zeigen und seinen Inhalt erläutern¹⁴⁶. Ein elektronisches Aktienregister (*master securityholder file*) ist ähnlich, jedoch umgekehrt aufgebaut: Es lautet auf einen bestimmten Aktientyp (nach CUSIP Nr. oder ISIN) und seine Felder, die die Namen der verschiedenen Inhaber und deren

¹⁴⁴ Self-Regulatory Organizations; The Depository Trust Company; Notice of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule Change To Establish an Insurance Program as Part of the Profile Modification System Feature of Its Direct Registration System, SEC Mitteilung Nr. 34-52422, 70 *Federal Register* 55196 (20. Sept. 2005).

¹⁴⁵ Für eine ausführlichere Erläuterung dieses Problems, siehe *Donald*, a.a.O. (Fn. 1), Kapitel IV.

¹⁴⁶ *Simmons*, *Securities Operations*, 2002, S. 153.

Anteile zeigen, erläutern seinen Inhalt¹⁴⁷. Wenn die Aktien völlig unverbrieft sind und ein gesicherter Zugang zum Register schon besteht, können die Übertragungen direkt im Aktienregister stattfinden, vergleichbar mit dem Zugriff, den ein an ein Netzwerk angeschlossener PC auf die anderen angeschlossenen Rechner haben kann. Nur der CCP und der *transfer agent* für den Emittenten der betroffenen Aktien könnten über dieses Konto/Register verfügen und der Zugriff des CCP könnte auf bloße Buchungen ohne anderweitige Verfügungen oder Einsicht begrenzt werden. Das Hin- und Her-Bewegen der Aktien könnte wegfallen und die wertpapierrechtlichen und aktienrechtlichen Daten würden schnell und zeitgleich zum Konto/Register geliefert. Bei anderer Gestaltung könnte das gleiche Ergebnis durch "Felder" in den bestehenden Depotkonten des Verwahrers, die jeden Endkunden bezeichnen, erreicht werden. Dies wäre mit der heutigen Technik der CASCADE RS bei CBF vergleichbar¹⁴⁸. Die Verknüpfung der Gegensätze zwischen einer direkten Eintragung im Aktienregister einerseits und mit einem indirekten Halten von Wertpapieren durch den Makler andererseits beruht auf einer historischen Zufälligkeit; diese Struktur zwingt den Endanleger zur Wahl zwischen der Ausübung der Rechten aus seinem Papier und dem schnellen Verkauf der Papiere. Zweifelsohne wird der vollständige Übergang der NYSE und des Nasdaq Stock Market zum DRS im Jahr 2008 den nötigen Druck schaffen, das schwerfällige zweiteilige System effizienter zu gestalten.

¹⁴⁷ Vgl. *Guttman*, a.a.O. (Fn. 3), § 3.14, S. 3-34; 17 CFR § 240.17Ad-9(b).

¹⁴⁸ Vgl. *Ruland*, a.a.O. (Fn. 78), S. 199 ff.; *Blitz*, a.a.O. (Fn. 78), 382 ff.; *Donald*, a.a.O. (Fn. 1), § 28(c).

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy
Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus
Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single
Financial Market
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidbleicher/
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation? (publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb? (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/
Astrid Keinath/
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien (publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts (publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT