

## HARMONISIERUNG DES DEPOTRECHTS DURCH UNIDROIT

# Depotrecht im Umbruch

Die ausgeprägte Rechtsunsicherheit im internationalen Wertpapiergeschäft tangiert Anleger und Banken gleichermaßen. Verstärkt nehmen sich daher globale Initiativen dieses Problems an – speziell das International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT)<sup>1</sup>. Die UNIDROIT-Konvention zur Harmonisierung des Rechts intermediär verwahrter Wertpapiere wird tief greifende Änderungen des deutschen Depotrechts mit sich bringen. **Stefan Saager**

→ **Keywords:** Recht, Wertpapiergeschäft

Der Handel mit Wertpapieren ist vor allen Dingen auch ein internationales Geschäft, so dass er dadurch zwangsläufig mit verschiedenen Rechtsordnungen in Berührung kommt. Die juristischen Probleme, die damit verbunden sind, wurden lange nur von einem kleinen Kreis von Experten wahrgenommen, sind inzwischen jedoch von zahlreichen internationalen Initiativen aufgegriffen worden<sup>2</sup>.

So hat UNIDROIT im Jahre 2001 unter dem Arbeitstitel „Transaction on Transnational and Connected Markets“ eine Arbeitsgruppe ins Leben gerufen, die sich mit der Ausarbeitung von Rechtsregeln in Bezug auf intermediär verwahrte Wertpapiere befasst. Entwürfe für eine völkerrechtliche Konvention sind im April 2004<sup>3</sup> und im November 2004<sup>4</sup> veröffentlicht worden. Der Entwurf von November 2004 wird Gegenstand der Regierungskonferenz im Mai 2005 sein und ist Grundlage des folgenden Beitrags.

### Intermediär verwahrte Wertpapiere

Der Begriff „intermediär verwahrte Wertpapiere“ ist bisher im deutschen Recht ungebräuchlich, wird aber nun zuneh-

mend verwendet. Man versteht darunter Wertpapiere, die von einem als zentrale Sammelstelle fungierenden Kreditinstitut (Intermediär), sammelverwahrt werden und nicht durch Übergabe der Wertpapierurkunde übertragen werden, sondern – meistens unter Einschaltung weiterer Intermediäre (Kreditinstitute) als „Vermittler“ – durch Depotkontobuchungen. In der deutschen Rechtsliteratur ist der Begriff „girosammelverwahrte Wertpapiere“ und für deren stückelose Übertragung der Begriff „Effektengiroverkehr“ geläufig. An allen entwickelten Kapitalmärkten der Welt hat sich ein solches auf Buchungen basierendes Sammelverwahrsystem herausgebildet.

Das jeweilige Verwahrverhältnis ist in aller Regel mehrstufig: Die Wertpapierurkunden – sofern überhaupt noch vorhanden – werden von einem Zentralverwahrer verwahrt. Dieser führt Depotkonten für seine Kunden, bei denen es sich ausschließlich um Kreditinstitute handelt. Diese wiederum führen für ihre Kunden Depotkonten und leiten dadurch die Rechtsstellung, die ihnen selbst durch Depotkontogutschrift von dem Zentralverwahrer vermittelt worden ist, durch eine Gutschrift auf dem Depotkonto ihres Kunden an diesen weiter. Nach dem deut-

schen Depotrecht vermitteln die (Zwischen-)Verwahrer dem Anleger eine Eigentümerposition. In anderen Rechtsordnungen kann die Rechtsstellung des Anlegers jedoch auch anders ausgestaltet sein.

### Bedarf für eine Harmonisierung des materiellen Rechts

Oft stellen die gesetzlichen Bestimmungen über girosammelverwahrte Wertpapiere und den Effektengiroverkehr eine mehr praktische als dogmatisch fundierte Fortentwicklung der Regeln, die für den auf Übergabe der Wertpapierurkunden basierenden Geschäftsverkehr entwickelt worden sind, dar. Auch im deutschen Recht wird der Effektengiroverkehr den Regeln über die Übertragung des Eigentums an Sachen (§§ 929 ff. BGB) unterstellt, obwohl tatsächlich nur Buchungen vorgenommen werden.

Rechtsordnungen, die für ihren nationalen Finanzmarkt einen hinreichenden Rahmen bieten, können inkompatibel mit anderen Rechtsordnungen sein, denn beim grenzüberschreitenden Verkehr kommen verschiedene Rechtsordnungen, die sich nicht nur inhaltlich unterscheiden, sondern oft auch unterschiedlichen Rechts Traditionen entspringen, miteinander in Berührung. Für die Funktionsfähigkeit der internationalen Finanzmärkte ist es indes von entscheidender Bedeutung, dass die rechtlichen Grundlagen eindeutig und konsistent sind und kein Zweifel daran besteht, dass eine Buchung in einer internationalen Verwahrkette, die nach einer Rechtsordnung als wirksam angesehen wird, auch nach allen anderen beteiligten Rechtsordnungen wirksam ist.

Grundlage der Arbeiten der UNIDROIT-Arbeitsgruppe waren Überlegungen zu

den Bedürfnissen der Beteiligten, namentlich der Anleger, der Intermediäre – (Zwischen-)Verwahrer – und der Sicherungsnehmer. Ziel des Vorhabens ist es nicht, ein Gesetzeswerk mit weltweiter Geltung zu schaffen, sondern in einem als funktional bezeichneten Ansatz Zielvorgaben zu formulieren, wobei dem jeweiligen nationalen Gesetzgeber freistehen soll, wie diese Ziele gesetzestechnisch erreicht werden. Damit will man Rücksicht auf die unterschiedlichen Rechtstraditionen nehmen. Gleichwohl enthält der vorliegende Konventionsentwurf recht weitgehende Vorgaben, die wohl auch im deutschen Recht zu einem nicht unerheblichen Anpassungsbedarf führen werden, wenn die Bundesrepublik Deutschland der Konvention beitreten wird.

### Inhalt des Konventionsentwurfs

**Rechtserwerb:** Zum Erwerb des Rechts bedarf es nur einer Depotkontobuchung und grundsätzlich keiner weiteren Voraussetzungen (Art. 3 Abs. 1 – 3), wobei eine Buchung gemäß Art. 5 Abs. 1 nur dann wirksam ist, wenn sie mit „Autorisierung“ des Depotinhabers vorgenommen worden ist. Im deutschen Recht hingegen wird mit der Depotkontobuchung lediglich eine Voraussetzung der Eigentumsüber-


tragung erfüllt, die Buchung allein ist rechtlich jedoch nicht ausreichend.

Der Grund, weswegen die Entwurfsverfasser ausschließlich auf die Depotkontobuchung abgestellt haben, dürfte darin liegen, dass die juristischen Voraussetzungen nach den jeweiligen nationalen Rechtsordnungen kaum anzugleichen sind, aber faktisch – nicht rechtlich – in allen Rechtsordnungen die Buchung das entscheidende Kriterium ist<sup>5</sup>. Daher lag es nahe, nun auch rechtlich die Buchung zum Dreh- und Angelpunkt des Rechtserwerbs zu machen.

Für das deutsche Recht ergibt sich damit die Frage, ob an dem bisherigen sachenrechtlichen System (Übertragung durch Einigung und Übergabe, §§ 929 ff. BGB) festgehalten werden kann. Dabei spielt nicht nur die Überlegung eine Rolle, dass derzeit die Buchung keine hinreichende Bedingung für den Erwerb der Eigentümerstellung ist, sondern auch die möglichen Folgen für die Rechtsposition von Erwerber und Veräußerer: Der Erwerb von Eigentum durch Übertragung setzt stets voraus, dass der Übertragende, der Veräußerer, sein Eigentum verliert. Das kann durch eine wirksame Veräußerung oder auch durch gutgläubigen Erwerb eines Dritten geschehen.

Soll die Buchung die einzige Bedingung für den Rechtserwerb sein, so kann es nicht darauf ankommen, ob der Veräußerer sein Eigentumsrecht verloren hat; bereits die korrespondierende Belastungsbuchung beim Veräußerer ist nach dem Konventionsentwurf keine zulässige Bedingung für den Rechtserwerb (Art. 3 Abs. 4). Ein auf Miteigentum am Sammelbestand basierendes Modell, wie das deutsche, scheint daher mit dem jetzigen Entwurf der Konvention nicht vereinbar zu sein. Eine Lösung im deutschen Recht könnte in dem Übergang zu einem schuldrechtlichen System liegen. Allerdings kann auch bei einer Forderungsabtretung der Erwerber die Forderung nur erwerben, wenn der Abtretende sie verliert.

Es müsste also eine Konstruktion gewählt werden, bei der der jeweilige (Zwischen-)Verwahrer durch die Depotgutschrift ein neues Schuldverhältnis mit seinem Kunden eingeht. Dieser erhält dann kein vom Veräußerer abgeleitetes Recht, sondern einen originären („neuen“) Anspruch, der unabhängig von der Wirksamkeit der Belastungsbuchung ist. Ganz unbekannt ist eine solche rechtliche Konstruktion für das deutsche Recht nicht: Bei der Gutschrift in Wertpapierrechnung (§ 22 DepotG, Nr. 12 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte) geht man auch davon aus, dass das Kreditinstitut bei der Gutschrifterteilung jeweils eine neue Forderung des kaufenden Kunden begründet und die Forderung des verkauften Anlegers erlischt.

Neben einer solchen schuldrechtlichen Konstruktion ist jedoch auch ein Depotrecht denkbar, das sich von bisherigen rechtlichen Kategorien löst und unter Aufrechterhaltung der direkten Rechtsbeziehung zwischen dem Anleger und dem Emittenten den zwischenbuchenden Intermediären eine Rolle zuteil werden lässt, die weder die eines Treuhänders noch die eines Besitzmittlers ist. Welcher Ansatz auch immer gewählt wird: Das auf  die sachenrechtlichen Grundsätzen

### Umsätze an deutschen Börsen

In 2004 wurden an den deutschen Börsen rund 3,3 Bio. EUR umgesetzt. Davon entfallen rund 2,6 Bio. EUR auf Aktien, Optionsscheine und Exchange Traded Funds und rund 0,7 Bio. EUR auf Renten. Nach der Statistik der Deutschen Börse, die in Einfachzählung alle Umsätze im Orderbuch von Xetra und im maklergestützten Präsenzhandel erfasst, lag der Aktienumsatz an allen deutschen Börsen in 2004 fast 9 % über Vorjahresniveau bei rund 993 Mrd. EUR. Dabei wurden in deutschen Aktien rund 929 Mrd. EUR umgesetzt, in ausländischen Aktien rund 64 Mrd. EUR. red ▣

	2004	2003	2002
<b>Gesamtumsatz der deutschen Börsen</b>	3,3 Bio. EUR	3,2 Bio. EUR	3,5 Bio. EUR
<b>Aktienumsatz</b>	993 Mrd. EUR	911 Mrd. EUR	957 Mrd. EUR
davon deutsche Aktien	929 Mrd. EUR	860 Mrd. EUR	894 Mrd. EUR
davon ausländische Aktien	64 Mrd. EUR	51 Mrd. EUR	63 Mrd. EUR

Quelle: Deutsche Börse AG

→ basierende deutsche Modell wäre jedenfalls ohne entsprechende Eingriffe unter dem jetzigen Konventionsentwurf wohl kaum zu halten.

**Inhalt des Rechts:** Ausfluss des gewählten funktionalen Ansatzes ist es, dass der Konventionsentwurf keine Aussage über die rechtliche Qualifikation des Anspruchs, der mit der Gutschriftbuchung erworben wird, als schuld- oder sachenrechtlich trifft. Es wird lediglich in Art. 2 festgelegt, welchen Inhalt der Anspruch haben muss:

Dem für eigene Rechnung handelnden Depotkontoinhaber müssen die „Früchte des Eigentums“ an dem Wertpapier zugute kommen, bei Aktien insbesondere Dividendenzahlungen und das Stimmrecht. Depotkontoinhaber müssen weiterhin über das Wertpapier entsprechend den Vorschriften der Konvention verfügen können, eine Übertragung auf einen anderen (Zwischen-)Verwahrer verlangen können und einen Anspruch auf Auslieferung effektiver Stücke haben, wenn die nationale Rechtsordnung und die Ausgabebedingungen des Emittenten dies erlauben.

Der Verwahrer ist verpflichtet, die von ihm erteilten Gutschriftbuchungen mit ausreichend Wertpapieren zu hinterlegen, also einen ausreichenden Deckungsbestand zu halten (Art. 15 Abs. 1, Art. 14 Abs. 2, Art. 14 Abs. 6 lit. a). Zu Gunsten der Depotkontoinhaber werden die Wertpapiere des Verwahrers, die zur Deckung von erteilten Kundengutschriften dienen, vor Ansprüchen der Gläubiger des Verwahrers – auch im Falle einer Insolvenz – geschützt (Art. 11, Art. 15 Abs. 2).

**Inhaber des Rechts:** Berechtigt aus der Depotbuchung ist der Depotkontoinhaber (Art. 2). Der Depotkontoinhaber ist dabei nicht notwendigerweise der Anleger im Sinne des wirtschaftlich an den Wertpapieren Berechtigten. Vielmehr verhält es sich bei mehrstufigen Verwahrketten so, dass die Depotbank des Anlegers die Wertpapiere nicht selbst verwahrt, sondern ebenfalls nur über eine Depotkontogut-

schrift bei einem höherrangigen Verwahrer an den Wertpapieren beteiligt ist. Mit anderen Worten: Die Bestimmungen der Konvention sind nicht nur auf das Verhältnis zwischen Anleger und seinem unmittelbaren Verwahrer, beispielsweise seiner Hausbank, anzuwenden, sondern auch auf das Verhältnis der Zwischenverwahrer untereinander und deren Verhältnis zum Zentralverwahrer<sup>6</sup>. Für eine solche mehrstufige Verwahrkette bestimmt Art. 2 Abs. 2 lit. b jedoch, dass die Rechte aus der Depotgutschrift nur gegen den Verwahrer geltend gemacht werden können, der die Depotgutschrift erteilt hat, wenn anderes nicht ausdrücklich bestimmt ist<sup>7</sup>. Damit ist der Depotkontoinhaber selbst daran gehindert, Ansprüche direkt gegen höherrangige Verwahrer geltend zu machen. Vor allen Dingen wird damit auch

„Das deutsche Modell wäre unter dem jetzigen Konventionsentwurf wohl kaum zu halten.“

das „upper tier attachment“ verhindert, bei dem ein Gläubiger des Anlegers nicht dessen Recht bei der Depotbank des Anlegers pfändet, sondern an höherer Stelle der Verwahrkette seine Ansprüche anmeldet. Zudem sind nach Art. 8 insbesondere gerichtliche Verfügungen und Urteile in Bezug auf intermediär verwahrte Wertpapiere, die sich gegen den Emittenten oder gegen einen höherrangigen Intermediär richten, unzulässig. Durch ein solches „upper tier attachment“ könnte die Funktionsfähigkeit des gesamten Systems gestört werden, weil nicht nur die Rechte des betreffenden Schuldners berührt wären, sondern dem höherrangigen Verwahrer möglicherweise auch Buchungen zu Gunsten anderer Anleger bzw. Depotkontoinhaber zeitweilig nicht möglich wären, bis die Rechtslage geklärt ist. Jeder Verwahrer kennt auf Grund der Eigenheiten des Systems nur seine eigenen Kun-

den, kann aber nicht wissen, wem diese wiederum Depotgutschriften erteilt haben, und kann so auch nicht wissen, ob die angemeldeten Ansprüche berechtigt sind oder nicht.

**Bestellung von Sicherheiten:** Nach dem Konventionsentwurf sind weiterhin alle nach nationalem Recht möglichen Arten der Bestellung von Sicherheiten zulässig (Art. 4 Abs. 5). Im Rang gehen solchermaßen bestellte Sicherheiten jedoch denen nach, die dem Konzept des Konventionsentwurfs folgend bestellt sind (Art. 9 Abs. 1 lit. a). Nach diesem Konzept soll der Depotkontoinhaber eine Sicherheit über die darin verbuchten Wertpapiere bestellen können, indem er bewirkt, dass der Verwahrer Anweisungen „einer anderen Person“ in Bezug auf die verbuchten Wertpapiere ausführt (Art. 4 Abs. 1 lit. b).

Konkret bedeutet das, dass damit der Sicherungsnehmer gegenüber dem Verwahrer zu Verfügungen über die entsprechenden Wertpapiere befugt ist. Zur Sicherheitenbestellung zu Gunsten der depotführenden Bank selbst genügt die Vereinbarung der Sicherheit (Art. 4 Abs. 1 lit. a).

Der Sicherungsgeber räumt damit die Verfügungsgewalt über die Wertpapiere dem Sicherungsnehmer ein, der zumindest im Verhältnis zur Depotbank frei über das Depotguthaben verfügen kann. Diese rechtlichen Anforderungen des Konventionsentwurfs dürften daher sowohl mit der Sicherungsübereignung als auch mit dem deutschen Pfandrecht zu erfüllen sein, wenn man bedenkt, dass Art. 4 Abs. 1 lediglich das Verhältnis vom Sicherungsnehmer zum Intermediär betrifft, im Verhältnis zwischen Sicherungsnehmer und Sicherungsgeber der Sicherungsnehmer jedoch durch die dem Pfandrecht zu Grunde liegende Sicherheitsabrede an der Ausübung seines gegenüber dem Intermediär bestehenden Rechts gehindert ist, solange eine Pfandreife nicht eingetreten ist. Bisher erhält nach deutschem Recht der Pfandgläubiger keine Verfügungsbefugnis über die gepfändeten Wertpapiere;

vielmehr ist der Verpfänder in seiner Verfügungsbefugnis beschränkt.

### Fazit

Obwohl zahlreiche Einzelfragen im Rahmen dieses Beitrags nicht behandelt werden konnten, wird bereits anhand der dargestellten Grundprinzipien deutlich, dass die UNIDROIT-Konvention zur Harmonisierung des Rechts intermediär-verwahrter Wertpapiere tief greifende Änderungen des deutschen Depotrechts mit sich bringen wird. Bei dem derzeit vorliegenden Entwurf scheint eine Beibehaltung des deutschen sachenrechtlichen Systems nicht möglich. Denkbar zur Umsetzung der UNIDROIT-Vorgaben wäre neben einer Treuhandlösung nach dem Vorbild der Gutschrift in Wertpapierrechnung freilich auch ein von den bisher im deutschen Recht bekannten Kategorien losgelöstes eigentumsähnliches Sonderrecht für den Effektingiroverkehr, wie es beispielsweise gerade für das schweizerische Recht diskutiert wird<sup>8</sup>. Die weitere Entwicklung bleibt daher mit Spannung abzuwarten. ▣

**Autor:** Stefan Saager ist Referent im Bundesverband deutscher Banken, Berlin.

1 UNIDROIT ist 1926 als Unterorganisation des Völkerbundes gegründet worden. 1940 ist es als eigenständige zwischenstaatliche Organisation wiederbelebt worden. Ihm gehören 59 Mitgliedstaaten, darunter auch die Bundesrepublik Deutschland, an. Siehe auch: [www.unidroit.org](http://www.unidroit.org).

2 Einen Überblick über die globalen und regionalen Initiativen bietet: Philipp PAECH, Grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen – UNIDROIT als Forum der globalen Harmonisierung, Die Bank 2003, 616 – 621.

3 Abrufbar unter [www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/draft/s-78-13prov2-e.pdf](http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/draft/s-78-13prov2-e.pdf)

4 Abrufbar unter [www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/archive/s-78-18.pdf](http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/archive/s-78-18.pdf). Zum Hintergrund dieses Projekts: Philipp PAECH, Harmonising Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries as Collateral: the Unidroit Project, Unif. L. Rev. 2002, 1140 – 1160.

5 Zur Bedeutung der Buchung ausführlich: Dorothee EINSELE, The Book-Entry in a Securities Account: Linchpin of a Harmonised Legal Framework of Securities Held with an Intermediary, Rev. dr. unif. 2004, 41 – 49.

6 Lediglich Art. 2 Abs. 1 unterscheidet zwischen dem Depotkontoinhaber, der für eigene Rechnung handelt, und anderen Depotkontoinhabern. Nur der Letzte in der Verwahrkette soll Nutznießer der Rechte aus der Depotgutschrift sein, also etwa Dividendenzahlungen beanspruchen oder das Stimmrecht ausüben können.

7 Die in Art. 8 Abs. 2 des Konventionsentwurfs vom April 2004 enthaltene Ausnahme von diesem Grundsatz im Fall der Insolvenz des Verwahrers fehlt im neuen Entwurf.

8 [www.efd.admin.ch/d/dok/medien/medienmitteilungen/2004/12/bucheffekten.htm](http://www.efd.admin.ch/d/dok/medien/medienmitteilungen/2004/12/bucheffekten.htm).

## Innovative Lösungen

GILLARDON bietet als Branchenspezialist für die Finanzwirtschaft hochentwickelte Softwaresysteme, Consulting, Seminare und Publikationen in den Bereichen:

- **Kundenberatung – eventit™**

Integriertes Beratungssystem für die Themen Altersvorsorge, Baufinanzierung, Vermögensanalyse und Financial Planning.

- **Produktkalkulation – MARZIPAN™**

Produktberatung und -kalkulation von Aktiv- und Passivgeschäften auf Basis der Markt- und Barwertmethode.

- **Gesamtbanksteuerung – THINC™**

Integrierte Softwarelösung zur wertorientierten Gesamtbanksteuerung. Abdeckung der Themen Markt- und Vertriebssteuerung, Bilanzstrukturmanagement, Risikocontrolling, Kreditrisikosteuerung, Treasury, Basel II und IAS / IFRS.

Unser ineinandergreifendes Leistungsportfolio unterstützt durchgängige Geschäftsprozesse und sichert somit den Erfolg unserer Kunden.

**Kostenlose Firmen- und Produktpräsentationen sowie eine Reihe interessanter Fachvorträge:**

GILLARDON-Messe  
am **10. Mai 2005** in Hannover

Hausmesse  
am **23. Juni 2005** in Bretten

Weitere Informationen finden Sie auf unserer Homepage unter [www.gillardon.de](http://www.gillardon.de)



## GILLARDON

GILLARDON AG financial software  
Alte Wilhelmstraße 4 · D-75015 Bretten  
Fon: +49 (0) 72 52 / 93 50 - 0  
Fax: +49 (0) 72 52 / 93 50 - 105  
E-Mail: [info@gillardon.de](mailto:info@gillardon.de)  
Internet: [www.gillardon.de](http://www.gillardon.de)

ein Unternehmen der ● msg systems ag

*Wir denken nach, um vorzudenken*