

RECHTSREFERENDAR SEBASTIAN STEUER*

Rechtliche Grundlagen des modernen Aktienhandels

Vertiefung zum Settlement

Dieser Anhang dient der Veranschaulichung und Konkretisierung des Settlement-Prozesses aus einer sachenrechtlichen Perspektive. Er gibt zugleich einen idealisierten Überblick über den Verlauf einer Börsentransaktion „vom Anfang bis zum Ende“.

A. Ausgangsfälle

Die Darstellung erfolgt anhand dreier einfacher Beispiele:

Der „Verkäufer“ V hat seine Depotbank DBV mit dem Verkauf von je 10 X-, Y- und Z-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse zum aktuellen Börsenkurs von je 100 beauftragt, der „Käufer“ K seine Depotbank DBK mit entsprechenden Käufen. Die Frankfurter Wertpapierbörse führt diese Orders jeweils gegeneinander aus. Außerdem beauftragt im späteren Verlauf des Tages der F die DBV bei gleichem Preis mit dem Kauf von 5 Z-Aktien und E die weitere Depotbank DBE mit einem entsprechenden Verkauf. Auch diese Orders werden von der Frankfurter Wertpapierbörse gegeneinander ausgeführt. Sämtliche Aktien der X-, Y- und Z-AG sind als Globalurkunde bei der CBF verwahrt. Nur für die Y- und Z-Aktien ist ein Clearing über die Eurex als CCP vorgesehen.

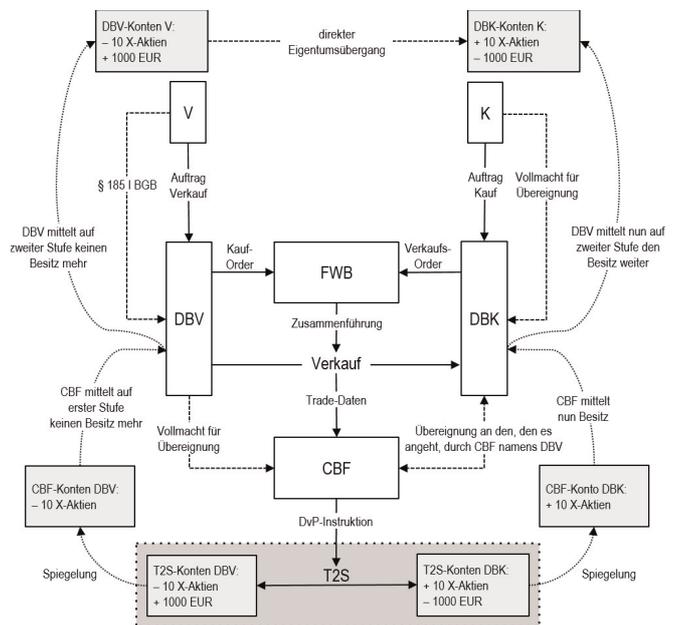
B. Settlement ohne CCP

I. Buchungen und Besitzlage

Bei nicht CCP-fähigen Wertpapieren werden die Handelsdaten von der Frankfurter Wertpapierbörse unmittelbar an die CBF weitergeleitet, und zwar täglich nach Handelschluss.¹ Bei der CBF kommt also – vollelektronisch und in standardisierter Form – ein Informationspaket mit den Handelsdaten an, das stark vereinfacht die Information enthält: „DBV verkauft 10 X-Aktien zum Preis von (je) 100 Euro an DBK“. Dass V der bisherige Eigentümer ist und K der neue Eigentümer sein soll, weiß die CBF nicht. Da bei der CBF nur die Depotbanken ein eigenes Konto haben, beschäftigt sich die CBF nur mit Umbuchungen im Verhältnis zwischen ebendiesen.

Die CBF verarbeitet die ihr übermittelten Informationen und gibt sie nun im Regelfall als „DvP“-Instruktion an das T2S-System weiter. „DvP“ steht für „Delivery versus Payment“: Die Umbuchung in T2S erfolgt grundsätzlich nur Zug um Zug gegen Bezahlung. T2S führt dann im Wesentlichen schlicht diese Anweisung aus, bucht also 10 X-Aktien vom entsprechenden Konto der DBV ab und bucht 10 X-Aktien in das entsprechende Konto der DBK ein, unter gegenläufiger Buchung von 1000 Euro auf den jeweiligen Geldkonten der DBV und DBK in T2S. Die Umbuchung der X-Aktien in T2S wird in den entsprechenden Depotkonten bei der CBF gespiegelt. Dies hat unter Zugrundelegung des Besitzpyramiden-Modells zur Konsequenz, dass die CBF hinsichtlich des entsprechenden Anteils der 10 X-Aktien den Besitz an der Globalurkunde fortan der DBK statt der DBV mittelt. Auf Zentralverwahrer-Ebene war es das dann auch schon: Ob die DBK den Besitz an K weitervermittelt, weiß und interes-

siert die CBF nicht. K erhält seinen mittelbaren Eigenbesitz zweiter Stufe erst dadurch, dass die DBK ihrerseits in seinem Depot eine entsprechende Buchung vornimmt.



II. Eigentumslage

Im DepotG gibt es in §§ 18 III, 24 II DepotG gewisse Sonderregelungen für die Eigentumsübertragung verwahrter Wertpapiere; diese Vorschriften sind allerdings ausdrücklich subsidiär gegenüber einem Erwerb durch Rechtsgeschäft bereits zu einem früheren Zeitpunkt. Die ganz hM geht davon aus, dass es auch im elektronischen Verkehr stets zu einem solchen Erwerb durch Rechtsgeschäft kommt (Vorteil: § 932 BGB ist anwendbar).²

Die hM hält es außerdem auf Grund insolvenzrechtlicher Aspekte für erstrebenswert, einen *Durchgangserwerb der Intermediäre* um jeden Preis zu vermeiden.³ Im Ergebnis soll

* Anhang zu Steuer, JuS 2018, 415. – Der Autor ist Rechtsreferendar am LG Frankfurt a. M. – Er dankt Dr. Alexandra Hachmeister und Dr. Torsten Schaper, beide Deutsche Börse AG, herzlich für zahlreiche inhaltliche Anregungen.

1 Vgl. CBF-Kundenhdb., Abschn. 3, 6.
 2 Vgl. etwa MüKoHGB/Einsele, 3. Aufl. 2014, Depotgeschäft Rn. 97 ff.; Baumbach/Hopt/Kumpan, HGB, 38. Aufl. 2018, DepotG § 24 Rn. 2; Scherer in Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, 3. Aufl. 2015, Bank- und Börsenrecht Rn. VI 594.
 3 Vgl. etwa Habersack/Ehrl, ZfPW 2015, 312 (342); dies entspreche „der allseitigen Interessenlage“; MüKoHGB/Einsele (o. Fn. 2), Depotgeschäft Rn. 101; erstm. ausf. Canaris in Staub, HGB, 3. Aufl. 1981, Bankver-

also *K* von *V* direkt Eigentum erwerben. Das lässt sich – ohne dass dies die einzig „richtige“ Lösung wäre – über folgende Konstruktion erreichen:

V ermächtigt *DBV* nach § 185 I BGB zur Übereignung im eigenen Namen. *CBF* wechselt auf Anweisung der *DBV* ihren Besitzmittlungswillen zu Gunsten der *DBK*. Außerdem übermittelt die *CBF* als Vertreterin der *DBV* eine Übereignungserklärung an die *DBK* als Empfangsvertreterin des *K*. Dieses Angebot nimmt die *DBK* als Erklärungsvertreterin des *K* an. Die konkludente Erklärung liegt insoweit in der an die *CBF* übermittelten Receive-versus-Payment-Instruktion, dh der Instruktion, das Geldkonto der *DBK* in T2S Zug um Zug gegen Lieferung auf der Wertpapierseite zu belasten.

Die *DBV* weiß dabei zwar ebenso wenig wie die *CBF*, ob die *DBK* überhaupt als Kommissionärin handelt und, wenn ja, wer der Kommitent (hier *K*) ist. Dieses Problem lässt sich allerdings dadurch überwinden, dass man die Übereignungserklärung, welche die *CBF* als Erklärungsvertreterin der *DBV* abgibt, als eine solche „an den, den es angeht“ interpretiert.⁴ Es erklärt dann also die *CBF* als Vertreterin der *DBV* eine Übereignung „an den, den es angeht“, wobei zumindest die *DBK* weiß, dass der *K* derjenige ist, den es angeht.

In der Literatur wird an dieser Stelle üblicherweise ein anderer Weg gegangen und die *CBF* als Vertreterin auf Erwerberseite eingeordnet, dh als Vertreterin der *DBK* und damit als Untervertreterin des *K*.⁵ Damit aber wird der Publizitätsgrundsatz nur weiter als nötig strapaziert: *DBV* würde dann nämlich eine Übereignung „an den, den es angeht“, erklären und die *CBF* eine solche annehmen, wobei keiner von beiden wüsste, wen die Übereignung denn nun eigentlich angeht.

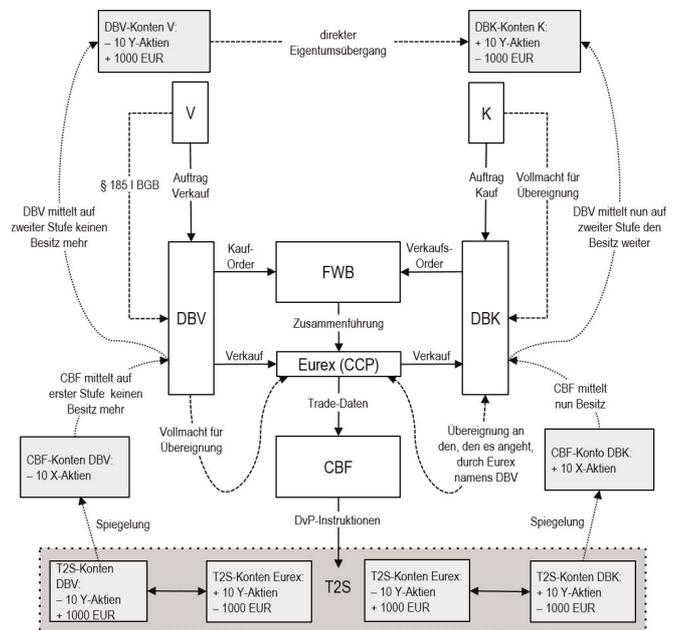
C. Settlement mit CCP ohne Aufrechnung

Die *DBV* und die *DBK* haben hier jeweils einen eigenen Vertrag mit der *Eurex* Clearing geschlossen, die entsprechenden Handelsdaten werden der *Eurex* von der Frankfurter Wertpapierbörse übermittelt. Im Hinblick auf die Forderungen aus den Transaktionen in *Y*-Aktien kommt es zu keinen Aufrechnungen. Der Lieferanspruch der *Eurex* gegenüber der *DBV* und die Lieferforderung gegenüber der *DBK* werden jeweils eigenständig abgewickelt.⁶ Die *Eurex* übermittelt der *CBF* also nicht die Instruktion „10 *Y*-Aktien von der *DBV* an die *DBK* Zug um Zug gegen 1000 Euro“. Vielmehr unterhält die *Eurex* ein eigenes Konto bei der *CBF* und übermittelt die Anweisungen „10 *Y*-Aktien von der *DBV* an die *Eurex*“ und „10 *Y*-Aktien von der *Eurex* an die *DBK*“, jeweils Zug um Zug gegen 1000 Euro. Die *CBF* übermittelt dann – wie oben – entsprechende *DvP*-Instruktionen an *T2S*.

Nach ihren Clearingbedingungen agiert die *Eurex* bei der Zwischenübertragung der Wertpapiere auf ihr Konto als Besitzmittlerin der zur Lieferung verpflichteten Partei.⁷ Die Eigentumsübertragung vollzieht sich dabei dadurch, dass die *CBF* alle erforderlichen Wertpapier- und Geldebuchungen vornimmt und die *Eurex* den Clearing-Mitgliedern einen „Ist-Lieferreport“ über die tatsächlich belieferten Transaktionen übermittelt.⁸ Auch hier lässt sich eine direkte Eigentumsübertragung von *V* an *K* konstruieren: Die *Eurex* übermittelt als Empfangs- und Erklärungsvertreterin der *DBV* an die *DBK* spätestens⁹ mit dem „Ist-Lieferreport“ eine

Übereignungserklärung an den, den es angeht. Wie oben wird hier insoweit von der *hM* abgewichen, als die *Eurex* auf Veräußerer- und nicht auf Erwerberseite handelt.¹⁰

Die Übergabe erfolgt durch Änderung des Besitzmittlungswillens der *CBF* über den „Umweg“ der Zwischenbuchung auf das Konto der *Eurex*. Die *CBF* ist hier an der Übermittlung der Erklärungen nicht beteiligt.



C. Settlement mit CCP und Aufrechnung

Im Fall der *Z*-Aktien rechnet die *Eurex* gegenüber der *DBV* die Übereignungsforderungen über 5 *Z*-Aktien und die entsprechenden Geldforderungen auf. Zum Settlement stehen hiernach nur noch an:

- 5 *Z*-Aktien von *DBE* an *Eurex* Zug um Zug gegen 500 Euro;
- 5 *Z*-Aktien von *DBV* an *Eurex* Zug um Zug gegen 500 Euro;
- 10 *Z*-Aktien von *Eurex* an *DBK* Zug um Zug gegen 1000 Euro.

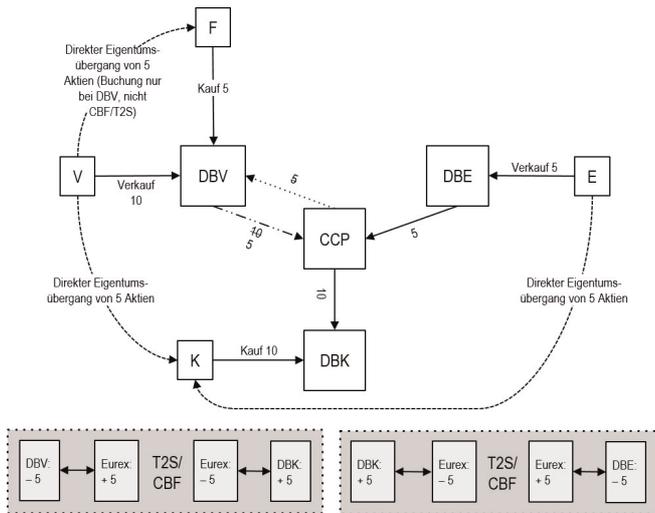
Hier übereignen die nach § 185 I BGB ermächtigten *DBE* und *DBV* jeweils 5 *Z*-Aktien an den, den es angeht, nämlich den *K*. Dieser erwirbt sein Eigentum also direkt und von zwei Veräußerern: teilweise von *F* und teilweise von *E* – obwohl Letzterer an der von *K* initiierten Transaktion in keiner Weise beteiligt war. Dieser Umstand ist die notwendi-

tragsR, Rn. 2000; zu Recht krit. etwa *Füller* in *Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn* (o. Fn. 2), § 383 Rn. 56.

- 4 So *MüKoHGB/Einsele* (o. Fn. 2), Depotgeschäft Rn. 101; *Klanten* in *Schirmansky/Bunte/Lwowski*, BankRHdB, 5. Aufl. 2017, § 72 Rn. 102; *Scherer* in *Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn* (o. Fn. 2), Bank- und Börsenrecht Rn. VI 551, 594; *Behrends* in *Scherer*, DepotG, 2012, § 24 Rn. 68.
- 5 Vgl. *MüKoHGB/Einsele* (o. Fn. 2), Depotgeschäft Rn. 104; *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, 1975, § 6 Rn. 84; *Canaris* in *Staub* (o. Fn. 3), BankvertragsR Rn. 2124.
- 6 Kap. 5 Ziff. 2.1(4) *Eurex*-Clearingbedingungen.
- 7 Kap. 1 Ziff. 1.4.2(4)(a) *Eurex*-Clearingbedingungen.
- 8 Kap. 1 Ziff. 1.4.2(4)(b) *Eurex*-Clearingbedingungen.
- 9 Zu einer anderen Möglichkeit *MüKoHGB/Einsele* (o. Fn. 2), Depotgeschäft Rn. 105.
- 10 Ausf. insoweit *Kunz*, Ausgew. Rechtsprobleme d. zentralen Kontrahenten, 2008, 426 ff.; für Botenschaft *Horn*, WM-Sonderbeil. 2002/2, 19.

ge Konsequenz der „multilateralen Aufrechnung“ und dürfte dem praktischen Regelfall entsprechen.¹¹

Der Eigentumsverlust des *V* und der Eigentumserwerb des *F* an den 5 Z-Aktien, die der Aufrechnung zum Opfer gefallen sind, vollziehen sich ohne jegliche Beteiligung von Eurex und CBF. Die DBV wird auch diese 5 Z-Aktien aus dem Depot des *V* ausbuchen, sie in das Depot des *F* einbuchen und dadurch ihren Besitzmittlungswillen für die zweite Stufe von *V* auf *F* umstellen.¹² Wenn man möchte, kann man auch insoweit einen Direkterwerb konstruieren: Die Übereignungserklärung kann die DBV auf Grund der von *V* erteilten Ermächtigung nach § 185 I BGB im eigenen Namen abgeben. Auch hinsichtlich der Annahme durch *F* kann DBV als Vertreterin auftreten (§ 181 Hs. 2 BGB).



11 Dazu erstm. *Alfes*, Central Counterparty – Zentraler Kontrahent – Zentrale Gegenpartei, 2005, 185 ff.
 12 Vgl. *Alfes* (o. Fn. 11), 188.