

f) Besonderheit der Geschäftsabwicklung durch DTC. Abschließend ist im Verhältnis zwischen der Clearstream Banking AG und DTC auf einen besonderen Aspekt hinzuweisen. Die DTC verwahrt nicht alle ihr anvertrauten Wertpapiere selbst. Die Drittverwahrung hat für die Geschäftstätigkeit von DTC offenbar erhebliche Bedeutung. DTC verwahrt Wertpapiere bei „transfer agents“ und anderen amerikanischen Sammelverwahrern in Drittverwahrung. Im Verhältnis zu KV hat DTC sich allerdings verpflichtet, eine Drittverwahrung im Ausland zu unterlassen. 174

Soweit Wertpapiere anderen US-amerikanischen Girosammelverwahrern in Drittverwahrung gegeben werden, stellen sich im vorliegenden Zusammenhang keine Probleme. Derartige Unternehmen unterliegen denselben Haftungs- und Aufsichtsnormen wie DTC selbst, sodass deren Einschaltung keine Lücken im Schutz der deutschen Depotkunden befürchten lässt. Es verlängert sich lediglich die Verwahrkette im Rahmen des indirekten Verwahrsystems, sodass DTC hinsichtlich der drittverwahrten Wertpapiere ihrerseits ein „security entitlement“ nach Art. 8-501 ff. UCC (1994) erwirbt. Zu klären bleibt aber die Frage, welchen Einfluss die Verwahrung von Wertpapieren durch „transfer agents“ auf die Rechtsstellung der deutschen Depotkunden hat. Der Begriff des „transfer agent“ wird in § 3 (a) (25) Securities Exchange Act 1934 (15 U.S.C. 78c (a) (25)) folgendermaßen definiert: 175

“The term ‘transfer agent’ means any person who engages on behalf of an issuer or on behalf of itself as an issuer of securities in (A) countersigning such securities upon issuance; (B) monitoring the issuance of such securities with a view to preventing unauthorized issuance; (C) registering the transfer of such securities; (D) exchanging or converting such securities; or (E) transferring record ownership of securities by bookkeeping entry without physical issuance of securities certificates. The term ‘transfer agent’ does not include any insurance company or separate account which performs such functions solely with respect to variable annuity contracts or variable life policies which it issues or any registered clearing agency which performs such functions solely with respect to options contracts which it issues.”

Jeder transfer agent bedarf nach dem Securities Exchange Act 1934 der **Registrierung**. Diese erfolgt, wenn es sich um eine Bank handelt, bei der für diese zuständigen Aufsichtsbehörde, anderenfalls bei der SEC. (vgl. 78 U.S.C.A. § 78q-1 (c)). Mit der Registrierung unterliegt der transfer agent der **Kontrolle** der SEC bzw. der für ihn zuständigen Bankenaufsichtsbehörde. Insbesondere seine Aktenführung ist Gegenstand periodischer Untersuchungen. Bei begründetem Verdacht auf Verstöße gegen die Berufspflichten des transfer agent ist zusätzlich eine jederzeitige Sonderprüfung möglich (vgl. 78 U.S.C.A. § 78q). Ferner muss jeder transfer agent der SEC jährlich einen detaillierten Geschäftsbericht einreichen (siehe 17 C.F.R. § 240.17 Ac2-2). Werden Verletzungen der gesetzlichen Bestimmungen oder der dazu von der SEC erlassenen Regelungen festgestellt, drohen verwaltungsrechtliche Sanktionen bis zum Widerruf der Zulassung sowie strafrechtliche Maßnahmen (vgl. 15 U.S.C.A. § 78q-1 (c)(3) (A)). 176

Um die prompte **Abwicklung der Geschäfte** durch die transfer agents sicherzustellen, hat die SEC eine Reihe detaillierter Regelungen erlassen (siehe 17 C.F.R. § 240.17 Ad-i ff.; eingehend dazu *Guttman*, *Modern Securities Transfers* (3. Aufl. 1987), S. 3–18 ff.). Schwerpunkt dieser Regelungen ist die sog. Turn-around Rule, nach der jeder transfer agent mindestens 90 % aller Routinevorgänge innerhalb von drei Werktagen abzuwickeln hat (siehe 17 C.F.R. § 240.17 Ad-2). Vorgeschrieben ist ferner die Art und Weise, wie die Geschäftsvorgänge vom 177

transfer agent zu dokumentieren sind, um jederzeit feststellen zu können, wem Mitgliedschaftsrechte an einer Gesellschaft zustehen (eingehend dazu Guttman Transfers S. 3–29 ff.). Jeder transfer agent ist verpflichtet, eine effektive **interne Revision** vorzunehmen, die einer jährlichen Überprüfung durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer unterliegt (siehe 17 C.F.R. § 240.17 Ad-13 (a) (3)). Die transfer agents unterliegen bei Verfügungen über die ihnen anvertrauten Wertpapiere voll den Weisungen von DTC. Die Drittverwahrung durch transfer agents ist Teil der Abwicklung des Depotgeschäfts von DTC und damit wie deren übrige Geschäftstätigkeit Gegenstand der bereits geschilderten Aufsichts- und Kontrollmaßnahmen (dazu → Rn. 176 ff.). Es lässt sich also festhalten, dass die Tätigkeit von transfer agents im Rahmen der Drittverwahrung von Wertpapieren für DTC einer detaillierten Regelung und einer strengen Kontrolle unterliegt, die Defizite im Hinblick auf den Schutz der deutschen Depotkunden praktisch ausschließen.

6. Zusammenfassung

- 178 Die Analyse der Girosammelverwahrung eines ausländischen Verwahrers am Beispiel der DTC ergibt insgesamt folgenden rechtlichen Befund: (i) Nach Rechtsgrundlage, Funktion und Aufsicht ist DTC einer deutschen Wertpapiersammelbank gleichwertig. (ii) Die Rechtsstellung der Depotkunden ist der nach dem deutschen Depotgesetz gleichwertig. Sie erwerben ein dingliches Recht an den von DTC verwahrten Aktien der jeweiligen Gattung, das einem anteiligen Miteigentum weitestgehend entspricht. Diese dingliche Berechtigung ist dem Zugriff von Drittgläubigern in Insolvenz und Einzelzwangsvollstreckung entzogen. Zurückbehaltungs- und Pfandrechte sind im praktischen Ergebnis auf Ansprüche aus der Wertpapierverwahrung beschränkt. (iii) Die DTC gegenüber berechnigte deutsche Wertpapiersammelbank kann zivilrechtlich jederzeit Herausgabe der auf ihren Namen verwahrten Papiere verlangen. Öffentlich-rechtliche Beschränkungen der Verbringung der Papiere nach Deutschland bestehen derzeit nicht und sind auch in Zukunft nicht zu erwarten. (iv) Bei den in Betracht kommenden US-Werten handelt es sich um vertretbare Wertpapiere, die zur Sammelverwahrung im Rahmen der gegenseitigen Kontoverbindung zwischen Clearstream Banking AG und DTC zugelassen worden sind.

7. Wertpapierübertragungen USA – Deutschland und Deutschland- USA

- 179 Die oben dargestellten rechtlichen Analyse soll im Folgenden an zwei grenzüberschreitenden Giroübertragungen von Wertpapieren überprüft werden, und zwar zunächst anhand eine Übertragung von einem amerikanischen auf einen deutschen Depotkunden (unten a)). und anschließend anhand einer Übertragung von einem deutschen auf einen amerikanischen Depotkunden (siehe unten b)). Bei der Analyse dieser grenzüberschreitenden Giroübertragungen ist zu unterstellen, dass sie der Erfüllung entgeltlicher Erwerbsgeschäfte dienen. Daher sind die schuldrechtlichen (kauf- und kommissionsvertraglichen) getrennt von den sachenrechtlichen Beziehungen der Beteiligten zu prüfen. Der Analyse liegt der zwischen Clearstream Banking AG und DTC geschlossene Vertrag über die Begründung der gegenseitigen Kontoverbindung zugrunde, nach dem für die Clearstream Banking AG ein auf ihren Namen lautendes Effekten- und ein ebensolches Geldkonto errichtet wurde. Über diese Konten kann die Clearstream Banking AG unter Einschaltung ihres örtlichen Vertreters („agent“) verfügen.

a) **Übertragung USA – Deutschland.** Zunächst soll die Rechtslage geprüft werden, die sich ergibt, wenn ein amerikanischer Verkäufer über seine von DTC verwahrten Effekten zugunsten eines deutschen Depotkunden verfügen will. 180

aa) **Schuldrechtliche Beziehungen: Deutsche Seite.** Den Anstoß zu einer Wertpapierübertragung von den USA nach Deutschland gibt in der Regel der deutsche Kunde „K“, indem er seiner deutschen Bank „B“ den Auftrag erteilt, Aktien einer amerikanischen Gesellschaft zu kaufen. Dabei wird unterstellt, dass diese Aktien in Deutschland zur Girosammelverwahrung zugelassen sind. Es besteht zwischen Kunde und Bank ein Kommissionsvertrag, der im Falle des Selbsteintritts der Bank durch einen Kaufvertrag überlagert wird. Zur Erfüllung dieses Kaufvertrages gibt die Bank ein Angebot auf Abschluss eines entsprechenden Deckungskaufes von Aktien der betreffenden amerikanischen Gesellschaft ab. 181

Amerikanische Seite. Der Effektenhandel an den amerikanischen Wertpapierbörsen liegt in den Händen von Effekthändlern (**Brokern**), die sich in verschiedene Untergruppen mit jeweils speziellen Tätigkeitsbereichen aufgliedern (vgl. *Lipton*, Broker-Dealer Regulation, S. 1–29 ff.; eingehend zur Struktur des amerikanischen Wertpapiermarktes und der Rolle von Broker-Dealern, Broker-Dealer Law and Regulation; Private Rights of Action (1995 mit 1996 Supplement), S. 1 ff.). Das Vertragsverhältnis zwischen Kunde und Broker ist rechtlich als „agency“ einzuordnen. Der Broker ist im Regelfall nicht selbst Verkäufer oder Käufer, sondern lediglich „agent“ der beiden Vertragsparteien (siehe *Gilman v. Merryll Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 404 N.Y.S. 2d 258 (S.Ct. N.Y. 1978); *Lipton* S. 5–2 ff.; *Poser* S. 77 f.; 12 C.J.S. „Brokers“ § 26). Der „agent“ wird – jedenfalls wenn er seine Vertreterstellung und die Identität des Geschäftsherrn offenbart – nicht selbst Vertragspartei (3 C.J.S. „Agency“ § 365). Handelt der „agent“ dagegen im eigenen Namen ohne Offenlegung der Identität des Vertretenen, so wird der „agent“ selbst dann Vertragspartner, wenn der andere Teil von der Vertreterstellung Kenntnis hat (siehe 3. C.J.S. „Agency“ § 369 mit umfangreichen Rechtsprechungsnachweisen in Fn. 91). Unter diesen Umständen kommt es dann zu keiner vertraglichen Bindung des „agent“, wenn sich die Beteiligten darüber einig sind, dass der Vertretene Vertragspartner werden soll (vgl. *Rafner v. Toplis & Harding, Inc.*, 269 N.Y.Supp. 2d 661 (S.Ct.N.Y. 1966); *Reuschlein/Gregory*, The Law of Agency and Partnership, § 6 A; 3 C.J.S. „Agency“ § 369 mit umfangreichen Rechtsprechungsnachweisen in Fn. 90). Dies ist der Regelfall bei der Tätigkeit der Wertpapierhändler (vgl. *Reuschlein/Gregory*, ebd.). Andere vertragliche Konstruktionen sind aber gleichwohl denkbar. So kann zB der Broker auch selbst als Verkäufer solcher Effekten auftreten, die in seinem Eigentum stehen (12 C.J.S. „Brokers“ § 26). Wenn ein amerikanischer Wertpapiereigentümer einem Käufer Effekten verkaufen will, die im Girodepot von DTC liegen, so wird er seinem Broker einen entsprechenden Auftrag erteilen. Der Broker bietet dann die Papiere als „agent“ des Käufers an einer amerikanischen Börse an. 182

Der grenzüberschreitende Vertrag. Parteien des grenzüberschreitenden Vertrages über den Erwerb der US-Papiere sind also auf amerikanischer Seite in der Regel der Aktieninhaber V selbst als Verkäufer, vertreten durch einen amerikanischen Broker BA, auf der deutschen Seite B als Käuferin (sei es für eigene Rechnung oder als Einkaufskommissionärin), ebenfalls vertreten durch einen amerikanischen Broker. Die **maßgebende Rechtsordnung** wird nach **deutschem Kollisionsrecht** in erster Linie durch den ausdrücklichen oder stillschweigenden Parteiwillen bestimmt (Art. 3 Rom I-VO). Fehlt eine Rechtswahl, 183

so ist das Recht desjenigen Staates heranzuziehen, zu dem der Vertrag die engsten Beziehungen aufweist (Art. 4 Abs. 1 Rom I-VO). Dabei wird nach Art. 4 Abs. 2 Rom I-VO vermutet, dass das die Rechtsordnung desjenigen Staates ist, in dem die Partei, welche die charakteristische Leistung erbringt, ansässig ist. Die für den Vertrag charakteristische Leistung ist in der Regel die Sachleistung, so dass – vorbehaltlich der Regelung in Art. 4 Abs. 3 Rom I-VO – auf den Kaufvertrag bei objektiver Anknüpfung das Recht des Verkäufers anwendbar ist (siehe *Martiny* in MüKoBGB Rom I-VO Art. 4 Rn. 22 ff.). Dies wäre hier das Recht desjenigen US-Einzelstaates, in dem der Verkäufer der Aktien ansässig ist. Für den Vertrag zwischen B und dem für sie handelnden Broker wäre demgegenüber charakteristische Leistung die Dienstleistung des amerikanischen Brokers, so dass das Recht an dessen Sitz zur Anwendung käme (vgl. *Martiny* in MüKoBGB Rom I-VO Art. 4 Rn. 50). Nach amerikanischem internationalem Schuldrecht ist ebenfalls in erster Linie auf den Parteiwillen abzustellen (siehe *Scoles/Hay* § 18.1 S. 657 ff.; Restatement of the Law, Second, Conflict of Laws 2d (1971) § 187). Fehlt es an einer Rechtswahl, so soll nach § 188 Abs. 1 des Restatement das Recht desjenigen Staates zur Anwendung gelangen, der „the most significant relationship“ zu dem Sachverhalt aufweist. Dies ist bei Kaufverträgen über bewegliche Sachen in der Regel das Recht am Sitz des Verkäufers (siehe Restatement of the Law, Second, Conflict of Laws 2d (1971) § 191). Da es hier um den Verkauf von in den USA sammelverwahrten Wertpapieren geht, kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass amerikanische Gerichte statt dessen die engste Verbindung des Sachverhaltes mit dem Recht am Lagerort der Wertpapiere annehmen werden.

184 bb) Dingliche Übertragungen. Anders als die Kette schuldrechtlicher Geschäfte muss diejenige der sich daraus ergebenden dinglichen Verfügungsakte vom amerikanischen Verkäufer her aufgerollt werden. Es muss je nach dem Ort der Buchung, an dem die Verfügungen vorgenommen werden, zwischen inländischen, ausländischen und grenzüberschreitenden Verfügungen differenziert werden. Da es hier ausschließlich um Übertragungen von in den USA verwahrten US-Effekten geht, kommen im vorliegenden Fall rein inländische Verfügungen nicht in Betracht. Eine Differenzierung ist deshalb nicht erforderlich.

185 Übertragung in den USA. Für die Übertragung von Sammeldepotanteilen ist im inneramerikanischen Kollisionsrecht die Vorschrift des § 8-110 UCC (1994) maßgeblich (dazu → Rn. 133 ff.). Diese Bestimmung, nach der in erster Linie das von den Parteien gewählte Recht herangezogen wird, dient im Wesentlichen zur Klärung der Frage, in welcher einzelstaatlichen Fassung Art. 8 UCC für den Fall einschlägig ist. Da in nahezu allen US-Bundesstaaten Art. 8 UCC gilt und die Abweichungen vom einheitlichen Text für die hier interessierenden Fragen praktisch vernachlässigt werden können, kommt es auf die Zuweisung zum Recht eines bestimmten Bundesstaates hier nicht an. Es ist als ganz überwiegend wahrscheinlich anzusehen, dass amerikanische Gerichte auf die Art und Weise der Übertragung der dem Anleger zustehenden Berechtigung Art. 8 UCC (1994) anwenden werden. Nach Art. 8-501 (b) (1) UCC (1994) erfolgt die Übertragung sammelverwahrter Wertpapiere (bzw. des daran bestehenden „security entitlement“) durch Umbuchung in den Büchern des (Zwischen-) Verwahrers. Dies impliziert eine Kette weiterer Buchungen: Das DTC-Effektenkonto der Bank des Verkäufers wird mit den verkauften Papieren belastet. In den Büchern der Bank des Verkäufers wird das Effektenkonto des Verkäufers A belastet. Die veräußerten Papiere werden dem DTC-Effektenkonto der Clearstream Banking AG gutge-

geschrieben. Anschließend erfolgt die Gutschrift auf dem Effektenkonto der deutschen Bank, die Kontoinhaber bei der Clearstream Banking AG ist, um sodann entweder selbst oder über einen nachgelagerten Zwischenverwahrer jeweils im eigenen Namen und schließlich wird dem Käufer B die Wertpapiergutschrift auf dessen Namen geführtes Effektenkonto zu erteilen. Differenziert darzulegen ist zwischen welchen Personen dabei jeweils Verfügungen vorgenommen werden, insbesondere wie, wann und von wem der Kunde (Käufer) seine pfändungs- und insolvenzfesten Rechtsstellung erwirbt.

Unverändert bleibt bei alledem die nominelle Eigentümerstellung von Cede & Co. Fraglich ist aber, ob der Kunde direkt von der Bank des Verkäufers die Treugeberstellung übertragen erhält, oder ob es zum **Durchgangserwerb durch die beteiligten Mittelpersonen** kommt. Die bereits oben angestellte Einzelanalyse der Rechtsbeziehungen der Beteiligten hat ergeben, dass auf jeder der dabei zu unterscheidenden Ebenen nach § 8-501 und § 8-503 UCC (1999) ein „security entitlement“ bzw. eine anteilige Mitberechtigung an einem „security entitlement“ begründet wird, nämlich auf der ersten Ebene durch DTC zugunsten der Clearstream Banking AG, auf der zweiten Ebene durch die Clearstream Banking AG zugunsten der Bank des Käufers, und auf der dritten Ebene durch die Bank des Käufers zugunsten ihres Kunden (Käufer). Die (Zwischen-)Verwahrer erwerben also je eigene Rechte, sodass man von einem „Durchgangserwerb“ sprechen kann. Die dem Kunden vermittelte Rechtsstellung stellt sich als **indirekte Beteiligung** dar. Gleichwohl ist die sachenrechtliche Zuordnung zum Vermögen des jeweiligen Kunden gewährleistet, sodass Pfändungs- und Insolvenzschutz gegeben ist (→ Rn. 168 ff.).

Wann der Verkäufer sein „security entitlement“ verliert, ist in § 8-501 UCC (1994) nicht ausdrücklich geregelt. § 8-501 (b) (1) UCC (1994) bestimmt lediglich, dass dieses Recht für den Kunden des „securities intermediary“ **mit der Gutschrift auf dem Kundenkonto begründet wird**. Im Umkehrschluss dürfte der Verkäufer sein Recht aus dem securities entitlement mit der Belastung seines Wertpapierkontos durch den Broker oder seine Depotbank verlieren. Eine Pflicht zur **konstitutiven Belastungsbuchung** besteht nach § 8-501 UCC (1994) und auch nach keiner anderen Vorschrift hingegen, soweit ersichtlich, nicht, weshalb nicht auszuschließen ist, dass es systemisch zu einer Verdoppelung einer durch Gutschrift auf dem Kundenkonto gewährten Rechtsposition – einem securities entitlement – theoretisch auf jeder Verwahrstufe kommt. Würde die Wertpapierübertragung an einen anderen Kunden des Brokers und/oder Depotbank erfolgen, wäre eine Umbuchung nur in seinen Büchern, nicht aber bei DTC erforderlich mit der Folge, dass es an einer Notarfunktion des Zentralverwahrers – wie sie derzeit die Clearstream Banking AG in der Bundesrepublik Deutschland ausübt, gegenüber den Teilnehmern der DTC fehlt. In den hier zu untersuchenden Fällen ist aber eine Umbuchung durch DTC notwendig, nämlich vom Konto des Brokers und/oder Bank auf das Konto von Clearstream Banking AG. Clearstream Banking AG registriert sodann das ihr gutgeschriebene „security entitlement“ zugunsten der Bank des Käufers, diese erteilt ihrem Kunden (Käufer) eine entsprechende Gutschrift. Diese rechtliche Konstruktion – originäre Begründung des „security entitlement“ durch Einbuchung und Verpflichtung des „securities intermediary“ zur Anschaffung und Aufrechterhaltung eines entsprechenden Deckungsbestandes – lässt den Schluss zu, dass Verfügungen über das „security entitlement“ aus der Sicht des amerikanischen Rechts zwischen den Parteien der jeweils betroffenen Kontoverbindung in der Verwahrkette, nicht unmittelbar zwischen Verkäufer und

Käufer erfolgen, ohne dass dem deutschen Rechtsinstitut des gutgläubigen Erwerbs vergleichbar nach US-Rechte und zwar mit Rechtsicherheit *ex ante* sichergestellt wäre, dass im Falle von Mehrfachbuchungen derselben Rechtsposition auf vorgelagerten in sog. omnibus-kontengebuchten Verwahrstufen multiple „securities entitlements“ ausgeschlossen sind. Dies nennt man das **Problem der sog. Wertpapierschöpfung**. In einem geschlossenen Verwahrsystem ohne effektive Wertpapierurkunden bleibt es hingegen erforderlich, eine Gutschriftsbuchung rechtlich nur zu erteilen, wenn zuvor eine korrespondierende Belastungsbuchung erfolgt ist, um die dieselbe *ex ante* Rechtswirkung eintreten zu lassen, wie sie das Rechtsinstitut ipse jure gewährleistet, namentlich die Rechtsvernichtung unbeachtlicher Mehrfachbuchungen mit Wirkung *ex ante*.

- 188 **Grenzüberschreitende Verfügung.** Die grenzüberschreitende Anteilübertragung soll nach deutschem Kollisionsrecht insgesamt dem deutschen Recht unterliegen (§ 17a DepotG). Dass dieses kollisionsrechtliche Ergebnis in der Praxis kaum durchsetzungsfähig ist, wurde bereits oben näher dargelegt (→ Rn. 119). Vor Einführung des § 17a DepotG wurde eine **distributive Anwendung** der Rechtsordnungen der von der Wertverschiebung betroffenen Länder als sachgerecht angesehen. Danach war amerikanisches Recht maßgeblich; soweit sich die Übertragung in den USA vollzog; soweit sie dagegen in Deutschland vorgenommen wurde, galt deutsches Recht (vgl. *Kümpel/Decker* in BuB Rn. 8/341; sowie → Rn. 38). Dieser Rechtsgedanke liegt auch Art. 43 Abs. 3 EGBGB zugrunde, der bei gestreckten Verfügungen über die Grenze (Teil-)Handlungen, die im Ausland nach ausländischem Recht vorgenommen wurden, anerkennt und sie wie inländische behandelt: Die im Ausland nach ausländischem Recht in Gang gesetzte Verfügung kann so nach inländischem Recht am neuen inländischen Lageort des zu übertragenden Gegenstandes vollendet werden. Da sowohl das deutsche als auch das amerikanische Recht dem Kunden des jeweiligen (Zwischen-)Verwahrers mit der Gutschrift auf dem Wertpapierkonto ein gleichwertiges dingliches Recht einräumen, kann die kollisionsrechtliche Frage der richtigen Auslegung und Anwendung von § 17a DepotG hier letztlich unbeantwortet bleiben. Das amerikanische Kollisionsrecht hat – abgesehen von den auf inneramerikanische Konflikte zugeschnittenen Bestimmungen in § 8-110 UCC (1994) – hierzu noch keine Regeln entwickelt. Es ist aber davon auszugehen, dass danach einheitlich amerikanisches Recht zur Anwendung gelangen würde.

- 189 Im Mittelpunkt der rechtlichen Würdigung steht die für den Schutz der beteiligten Kunden 1 (Käufer) und Kunden 2 (Verkäufer) entscheidende Frage, und wann die dinglich geschützte Rechtsposition übergeht. Hinter diesem Schutzzweck tritt die Frage, ob und wenn ja zwischen welchen Personen **Verfügungen im deutschrechtlichen Rechtssinne** vorgenommen werden, als praktisch weit weniger bedeutend zurück. Dazu hat *Kümpel/Decker* dargelegt, dass die Übertragung der dinglichen Rechtsstellung im grenzüberschreitenden Effekten giroverkehr aus der Sicht des deutschen Rechts ähnlich vor sich gehe wie im früher praktizierten rein inländischen Ferngiroverkehr der deutschen Kassenvereine (*Kümpel/Decker* in BuB Rn. 8/340 f. *Kümpel/Decker* spricht dabei plastisch von „**Umstrukturierung**“ des ursprünglich für den Verkäufer verbuchten Miteigentumsanteils durch Umbuchung zwischen den beteiligten ehemaligen inländischen Wertpapiersammelbanken sowie zwischen den betroffenen Banken und ihren Kunden. Dabei ist nach § 24 Abs. 2 S. 1 DepotG spätestens mit der Eintragung des Übertragungsvermerks im Verwahrungsbuch des Kommissionärs der Rechts-erwerb des Depotkunden abgeschlossen. Ansonsten ist entscheidend die Absen-

dung des Depotauszuges bzw. der Ablauf des auf dem Auszug vermerkten Buchungstages. Freilich kennt das US-Recht eine solche Umstrukturierung im Rechtssinne nicht, was die wertende Gleichwertigkeitsprüfung nicht erleichtert. Modus und Zeitpunkt der Übertragung ergeben sich für das amerikanische Recht aus § 8-501 (b) (1) und § 8-104 (a) (2) UCC (1994), wonach es auf die Gutschrift zugunsten des Erwerbers auf dem für ihn von seinem (Zwischen-)Verwahrer geführten Wertpapierkonto ankommt. Im praktischen Ergebnis machen beide Regelungen keinen Unterschied. Nach deutscher Auffassung kommt es für den dinglichen Übergang auf die Gutschrift an, welche die deutsche Wertpapiersammelbank zugunsten ihres Kontoinhabers vornimmt.

b) Übertragung Deutschland – USA. Da im vorliegenden Fall nur solche 190
US-Werte für den Effekten giroverkehr in Betracht kommen, die in den USA verwahrt werden, ergeben sich praktisch keine Abweichungen von den oben dargestellten Grundsätzen einer Übertragung von den USA nach Deutschland. Allein das schuldrechtliche Geschäft dürfte nach deutscher Auffassung deutschem Recht unterliegen, da der deutsche Verkäufer die für den Vertrag charakteristische Leistung erbringt. Das amerikanische Kollisionsrecht dürfte hier demgegenüber trotz des deutschen Verkäufers den Schwerpunkt des Vertrages in den USA sehen und amerikanisches Recht heranziehen. Im Zweifel ist anzunehmen, dass das amerikanische Kollisionsrecht die Umstrukturierung des deutschen Sammelbestands anerkennt. Erörterungen hierzu finden sich im amerikanischen Schrifttum nicht. Ansonsten gelten die oben angestellten Erwägungen entsprechend. Der deutsche Verkäufer verliert danach seine Treugeberstellung spätestens mit der Umbuchung in den Büchern von DTC (aA *Einsele* in MüKoHGB, Depotgeschäft, Rn. 114; a.A. die darin eine unzulässige Rechtsfortbildung sieht).

c) Unterschiede in der Risikogemeinschaft zwischen DTC und inländischen Kontoinhabern der Clearstream Banking AG. Alle Miteigentümer 191
des Sammelbestands bilden eine Risikogemeinschaft in dem Sinn, dass sie gemeinsam den Verlust tragen, wenn sich der Bestand sammelverwahrter Effekten einer bestimmten Art verringert, ohne dass eine entsprechende Verringerung der Summe der Wertpapierguthaben (Kontenstände) der Miteigentümer und damit ihrer Auslieferungsansprüche eintritt. Diese Risikogemeinschaft lässt sich schon aus den allgemeinen Regeln des Rechts der Gemeinschaft nach BGB und aus den allgemeinen Regeln des Rechts der Gemeinschaft nach BGB und aus dem Sinn der Verwalterverträge schließen (*Huber* in *Staudinger* BGB § 741 Rn. 109a), und ist im § 7 Abs. 1 DepotG (indirekt) geregelt. Diese Vorschrift ist so auszulegen, dass **die Nachteile eines Fehlbestands alle Hinterleger (Miteigentümer) anteilig treffen soll** (Heinsius/Horn/Than DepotG § 7 Rn. 16). Der Grundsatz dieser Risikogemeinschaft kommt auch in § 33 DepotG zum Ausdruck. Auf dieser gesetzlichen Grundlage ist die anteilige Verlusttragung in Ziffer XIII Abs. 4 S. 1 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Clearstream Banking AG (Stand 1.6.2019) geregelt. Die Clearstream Banking AG haftet als Zwischenzentralverwahrer uneingeschränkt, wenn der Fehlbestand durch ihr Verschulden entstanden ist (§ 7 Abs. 2 DepotG).

Die depotrechtliche Zusammenfassung gemäß § 4 und § 5 Abs. 3 und 4 192
DepotG bedeutet, dass die bei DTC für Clearstream Banking AG drittverwahrten Papiere **(obwohl sie „eigentumsrechtlich“ dem US Recht als *lex cartae sitae* und nicht nach § 17a DepotG deutschem Recht unterliegen – deutsche Recht tritt hinter der *lex cartae* des US-Rechts subsidiär zurück -)** zusam-

men mit den in der Bundesrepublik Deutschland bei Clearstream Banking AG eigenverwahrten Wertpapieren einen einheitlichen Sammelbestand bilden. Dies hat vor allem die rechtliche Folge, dass die depotrechtliche Risikogemeinschaft der Miteigentümer nach deutschem Depotrecht sich auch auf die Guthaben der Clearstream Banking AG über die bei der DTC drittverwahrten Papiere erstreckt. Ob das Guthaben der Clearstream Banking AG bei DTC wiederum nach US Depotrecht eine Risikogemeinschaft auch der Miteigentümer des Sammelbestands bei DTC unterliegt, ist nicht geregelt. Nimmt man dies an, so fragt es sich, ob dies für die deutschen Hinterleger zu einer bedenklichen Akkumulation von Verwahrrisiken führt. Dies wäre nur dann der Fall, wenn die Gefahr von Fehlbeständen bei DTC größer als bei Clearstream Banking AG wäre und daher die Zurechnung der Wertpapierguthaben von Clearstream Banking AG bei DTC zum Sammelbestand bei Clearstream Banking AG eine Vergrößerung des Risikos der Miteigentümergeinschaft mit sich bringen würde, die den deutschen Hinterlegern nicht zuzumuten wäre. Dies ist jedoch nicht der Fall. Denn es gehört zum Wesen eines einheitlichen Sammelbestands, dass die Veränderungen am Sammelbestand in Folge einer rein inländischen Wertpapiertransaktion nicht nur zu Veränderungen der Miteigentumsanteilquote des Verkäufers am Sammelbestand der Clearstream Banking AG führt, sondern auch die Minderung der Miteigentumsquote der bei DTC drittverwahrten Sammelbestand in USA zur Folge hat (siehe *Drobnig* FS Zweigert, 1981, 73 (91 f.)), weshalb kein Anlass besteht anzunehmen, dass das Verwahrrisiko bei DTC größer ist als bei Clearstream Banking AG, da umgekehrt nach US-Recht die Eigentumslage am Effektensammelbestand unverändert bleibt. Denn rechtlich erfolgt keine Übertragung einer Rechtsposition im Rahmen des indirekten Verwahrsystems unter Verschaffen der Rechtsposition des security entitlement – der Effektendeckungsbestand bleibt unverändert; eine *pro rata* Kürzung im Falle der Überbuchung sehen weder § 8-504 noch die Rules der DTC vor, was darin liegt, dass die korrekte Depotbuchung Teil der aufsichtsrechtlichen Depotprüfung ist. Naturgemäß findet eine solche Depotprüfung *ex post* statt. Der massenhafte stückelose Effektingiroverkehr, der auf unverzügliche Klarheit über die rechtlichen Eigentumsverhältnisse an übertragenen Wertpapieren abzielt, funktioniert jedoch nur reibungslos, wenn Rechtssicherheit bereits mit *ex ante* Wirkung also bereits spätestens mit dem Zeitpunkt der Buchung besteht. Umgekehrt ist aus US-Perspektive die DTC demselben Risiko einer *pro rata* Kürzung an einem einheitlichen Sammelbestand der Clearstream Banking AG ausgesetzt, da die DTC mit ihrem (doppelstöckigen) Miteigentumsanteil der zweiten Stufe an einem Sammelbestand an der deutschen Risikogemeinschaft dieses Sammelbestandes der ersten Stufe teilnimmt, § 7 Abs. 2 S. 1 DepotG. Die Clearstream Banking AG kann folglich hinsichtlich der durch DTC für sie drittverwahrten Effekten den Auslieferungsanspruch gegenüber seinen deutschen Hinterlegern (Banken) gemäß § 7 Abs. 1, § 8 DepotG erfüllen, soweit auch DTC rechtlich verpflichtet ist, die bei ihr drittverwahrten Effekten auf Anforderung auszuliefern. Ein solcher Auslieferungsanspruch ist – wie oben gezeigt – im US Recht im Verhältnis zu den ihr angeschlossenen Teilnehmern gegeben (§ 8-502 cmt. 2 (S. 584) UCC (1994); *Einsele* RIW 1997, 269 (271 f.)). Die Clearstream Banking AG kann ihre Auslieferungsverpflichtung also auch hinsichtlich der bei DTC drittverwahrten Effekten erfüllen, sofern nicht rechtliche Hindernisse der internationalen Lieferbarkeit entgegenstehen sollten. Davon abgesehen besteht unter dem Gesichtspunkt des Auslieferungsanspruchs kein Anlass, die bei DTC für Clearst-