

Luzerner Beiträge zur Rechtswissenschaft (LBR)

Herausgegeben von Jörg Schmid im Auftrag der  
Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Luzern

Band 36

**Renato Costantini**

# **Die drei Anknüpfungsgegenstände des internationalen Effektenrechts**

**Eine Strukturtheorie der Effektenverwahrung im Hinblick auf die Bestimmung des relevanten Intermediärs im Sinne des Haager Wertpapierübereinkommens (HWpÜ)**

Schulthess § 2008

# Inhaltsübersicht

INHALTSVERZEICHNIS.....	XI
LITERATURVERZEICHNIS.....	XXI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XXIX

## GRUNDLAGEN

§ 1 Einführung.....	3
§ 2 Gegenstand und Ziele der Untersuchung.....	9
§ 3 Methode und Aufbau der Untersuchung.....	13
§ 4 Begriffe.....	19

## ERSTER TEIL: ERMITTLUNG DER ANKNÜPFUNGSGEGENSTÄNDE (SACHRECHTLICHE ANALYSE)

### Erster Abschnitt:

#### Strukturtheorie der Verwahrungskonzepte

§ 5 Grundlagen der Systembildung.....	37
§ 6 Verwahrungskonzepte mit Berechtigung des Depotkunden gegenüber dem Emittenten ( <i>Look-through-Konzepte</i> ).....	63
§ 7 Verwahrungskonzepte ohne Berechtigung des Depotkunden gegenüber dem Emittenten ( <i>Not-look-through-Konzepte</i> ).....	134
§ 8 Zwischenergebnis.....	163

### Zweiter Abschnitt:

#### Zuordnung der sachrechtlichen Verwahrungskonzepte

§ 9 Deutschland.....	169
§ 10 Frankreich.....	177
§ 11 Vereinigte Staaten von Amerika.....	182
§ 12 Schweiz.....	190
§ 13 England.....	200
§ 14 Internationales Sachrecht (UNIDROIT).....	213
§ 15 Zwischenergebnis.....	217

**ZWEITER TEIL:  
AUSSCHIEDUNG UND FUNKTIONSWEISE DER  
ANKNÜPFUNGSGEGENSTÄNDE DES HWPÜ  
(KOLLISIONSRECHTLICHE ANALYSE)**

Erster Abschnitt:

**Theorie kollisionsrechtlicher Rechtsfindung**

§ 16	Überblick .....	225
§ 17	Die einzelnen Schritte kollisionsrechtlicher Rechtsfindung .....	229

Zweiter Abschnitt:

**Ausscheidung der Anknüpfungsgegenstände des HWPÜ  
(Qualifikation ersten Grades)**

§ 18	Die Qualifikation gemäss Art. 2 HWPÜ <i>im Allgemeinen</i> .....	265
§ 19	Die Subsumtion der drei Anknüpfungsgegenstände unter Art. 2 HWPÜ <i>im Besonderen</i> .....	269

Dritter Abschnitt:

**Anknüpfungspunkte der beiden Anknüpfungsgegenstände des HWPÜ  
(Auslegung i.e.S.)**

§ 20	Die Auslegung von Art. 4 und 5 HWPÜ <i>im Allgemeinen</i> .....	293
§ 21	Die Anknüpfungspunkte der beiden Anknüpfungsgegenstände des HWPÜ <i>im Besonderen</i> .....	299

Vierter Abschnitt:

**Beiden Anknüpfungsgegenständen gemeinsame Aspekte**

§ 22	Übrige Schritte kollisionsrechtlicher Rechtsfindung .....	328
§ 23	Aufeinandertreffen der beiden Anknüpfungsgegenstände (Normenkollision Typ C) .....	337

**RESULTIERENDES FALLLÖSUNGSSHEMA UND  
ERGEBNISSE DER UNTERSUCHUNG**

§ 24	Resultierendes Falllösungsschema .....	345
§ 25	Ergebnisse der Untersuchung .....	350
ANHÄNGE 1-3 .....		359
SACHREGISTER .....		367

# Inhaltsverzeichnis

VORWORT.....	VII
INHALTSÜBERSICHT.....	IX
INHALTSVERZEICHNIS.....	XI
LITERATURVERZEICHNIS.....	XXI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....	XXIX

## GRUNDLAGEN

§ 1 Einführung .....	3
I. Tatsächliche und sachrechtliche Grundlagen des Effektenverkehrs .....	3
II. Kollisionsrechtliche Grundlagen des grenzüberschreitenden Effektenverkehrs .....	4
A. Grundzüge und Grenzen des bisherigen Rechts .....	4
B. Neue Lösungsansätze unter dem PRIMA-Grundsatz .....	6
§ 2 Gegenstand und Ziele der Untersuchung .....	9
I. Gegenstand.....	9
II. Ziele.....	11
§ 3 Methode und Aufbau der Untersuchung.....	13
I. Methode.....	14
II. Aufbau.....	18
§ 4 Begriffe .....	19
I. Vorbemerkung.....	19
II. Einzelne Begriffe.....	20

## ERSTER TEIL: ERMITTLUNG DER ANKNÜPFUNGSGEGENSTÄNDE (SACHRECHTLICHE ANALYSE)

### Erster Abschnitt: Strukturtheorie der Verwahrungskonzepte

§ 5 Grundlagen der Systembildung.....	37
---------------------------------------	----

I.	Strukturtheoretische Grundlagen.....	37
A.	Eigenschaften strukturtheoretischer Grundbegriffe ( <i>Begriffsbildung</i> ) ....	38
1.	Normative Natur des Grundbegriffs.....	38
2.	Rechtsordnungsunabhängig-funktionale Natur des Grundbegriffs .....	39
3.	Gegenstandsorientiert-relative Natur des Grundbegriffs.....	40
4.	Spezialität des kollisionsrechtlichen Grundbegriffs? .....	42
B.	Regeln strukturtheoretischer Kategoriebildung ( <i>Systembildung</i> ) .....	45
1.	Zur Systematisierung geeignete Kriterien .....	45
2.	Zur Problemlösung geeignete Kriterien .....	46
C.	Fazit .....	47
II.	Effektenrechtliche Grundlagen .....	48
A.	Erste Abstraktionsebene .....	48
1.	Unterscheidungskriterium und daraus resultierende Kategorien .....	48
2.	Strukturtheoretische Anforderungen an das Unterscheidungskriterium .....	50
B.	Zweite Abstraktionsebene.....	50
1.	Unterscheidungskriterium und daraus resultierende Kategorien .....	50
2.	Strukturtheoretische Anforderungen an das Unterscheidungskriterium .....	51
a)	Eigenschaften der verwendeten Grundbegriffe.....	52
b)	Allgemeingültigkeit und Zweckmässigkeit des formulierten Kriteriums .....	53
3.	Fazit .....	59
C.	Dritte Abstraktionsebene .....	60
1.	Unterscheidungskriterium und daraus resultierende Kategorien .....	60
2.	Strukturtheoretische Anforderungen an das Unterscheidungskriterium .....	61
D.	Vierte Abstraktionsebene.....	61
1.	Unterscheidungskriterium und daraus resultierende Kategorien .....	61
2.	Strukturtheoretische Anforderungen an das Unterscheidungskriterium .....	62
E.	Fünfte Abstraktionsebene .....	62
1.	Unterscheidungskriterium und daraus resultierende Kategorien .....	62
2.	Strukturtheoretische Anforderungen an das Unterscheidungskriterium .....	62
F.	Fazit .....	63

§ 6	<b>Verwahrungskonzepte mit Berechtigung des Depotkunden gegenüber dem Emittenten (<i>Look-through-Konzepte</i>).....</b>	<b>63</b>
I.	Allgemeiner Teil .....	64
A.	Verpflichtungsgeschäft .....	64
1.	Vertragsgegenstand .....	64

2. Vertragsparteien .....	65
3. Vertragszweck .....	68
B. Verfügungsgeschäft .....	69
C. Fazit .....	70
II. Berechtigung des Depotkunden im Verwahrungssystem ersichtlich ( <i>non-fungible accounts</i> ).....	72
A. Verpflichtungsgeschäft .....	72
1. Vertragsgegenstand .....	72
2. Vertragsparteien .....	72
3. Vertragszweck .....	73
B. Verfügungsgeschäft .....	74
1. Berechtigung verbrieft – sachenrechtliches Konzept .....	74
a) Urkunde als Träger der Rechtsposition.....	74
b) Zeitpunkt der Übertragung des Rechtsträgers und damit der Rechtsposition.....	75
c) Unterbestand ( <i>shortfall</i> ) .....	79
d) Gutgläubiger Erwerb der Rechtsposition vom Nichtberechtigten .....	80
e) Zwischenfazit .....	85
2. Berechtigung verbucht – registerrechtliches Konzept.....	85
a) Effektenkonto als Träger der Rechtsposition.....	86
b) Zeitpunkt der Übertragung des Rechtsträgers und damit der Rechtsposition.....	88
c) Unterbestand ( <i>shortfall</i> ) .....	93
d) Gutgläubiger Erwerb der Rechtsposition vom Nichtberechtigten .....	95
e) Zwischenfazit .....	100
3. Berechtigung weder verbrieft noch verbucht – schuldrechtliches Konzept.....	101
a) Kein Träger der Rechtsposition .....	101
b) Zeitpunkt der Übertragung der Rechtsposition .....	102
c) Unterbestand ( <i>shortfall</i> ) .....	103
d) Gutgläubiger Erwerb der Rechtsposition vom Nichtberechtigten .....	105
e) Zwischenfazit .....	105
III. Berechtigung des Depotkunden im Verwahrungssystem nicht ersichtlich ( <i>fungible accounts</i> ).....	106
A. Verpflichtungsgeschäft .....	106
1. Vertragsgegenstand .....	106
2. Vertragsparteien .....	106
3. Vertragszweck .....	107

B. Verfügungsgeschäft .....	107
1. Berechtigung verbrieft – sachenrechtliches Konzept .....	108
a) Urkunde als Träger der Rechtsposition .....	108
b) Zeitpunkt der Übertragung des Rechtsträgers und damit der Rechtsposition .....	108
c) Unterbestand ( <i>shortfall</i> ) .....	112
d) Gutgläubiger Erwerb der Rechtsposition vom Nichtberechtigten .....	113
e) Zwischenfazit .....	114
2. Berechtigung verbucht – registerrechtliches Konzept .....	115
a) Effektenkonto als Träger der Rechtsposition .....	115
b) Zeitpunkt der Übertragung des Rechtsträgers und damit der Rechtsposition .....	118
c) Unterbestand ( <i>shortfall</i> ) .....	120
d) Gutgläubiger Erwerb der Rechtsposition vom Nichtberechtigten .....	122
e) Zwischenfazit .....	127
3. Berechtigung weder verbrieft noch verbucht – schuldrechtliches Konzept .....	128
a) Kein Träger der Rechtsposition .....	128
b) Zeitpunkt der Übertragung der Rechtsposition .....	129
c) Unterbestand ( <i>shortfall</i> ) .....	129
d) Gutgläubiger Erwerb der Rechtsposition vom Nichtberechtigten .....	130
e) Zwischenfazit .....	130
IV. Fazit .....	130
<b>§ 7 Verwahrungskonzepte ohne Berechtigung des Depotkunden gegenüber dem Emittenten (<i>Not-look-through-Konzepte</i>) .....</b>	<b>134</b>
I. Gegenstand des Effektengeschäfts: Die Bucheffekte ( <i>security entitlement</i> ) .....	134
A. Keine Übertragung der Rechtsposition gegenüber dem Emittenten .....	134
B. Keine Übertragung der Rechtsposition gegenüber dem Intermediär des Veräusserers .....	135
C. Einräumung einer Rechtsposition gegenüber dem Intermediär des Erwerbers .....	138
II. Rechtsnatur der Bucheffekte ( <i>security entitlement</i> ) .....	141
A. Rechtsposition ohne Rechtsträger .....	141
B. Unterbestand ( <i>shortfall</i> ) .....	143
C. Verkehrsschutz .....	146
1. Verkehrsschutz durch redlichen Erwerb .....	146
2. Verkehrsschutz durch Einwendungsausschluss .....	148
D. Insolvenzfestigkeit .....	155

1. Ausgangslage.....	155
2. Wirkungen der Insolvenzfestigkeit bei der Bucheffekte .....	156
a) Arten der Insolvenzfestigkeit im Allgemeinen .....	156
b) Art der Insolvenzfestigkeit bei der Bucheffekte .....	157
3. Was die Insolvenzfestigkeit der Bucheffekte nicht bewirkt.....	158
a) Keinen Einfluss auf den Gegenstand des Effektengeschäfts ..	158
b) Keinen Einfluss auf die Beurteilung des Unterbestands .....	159
c) Keinen Einfluss auf den redlichen Erwerb.....	160
d) Keinen Einfluss auf den Einwendungsausschluss.....	160
III. Fazit.....	161
<b>§ 8 Zwischenergebnis.....</b>	<b>163</b>

## Zweiter Abschnitt:

**Zuordnung der sachrechtlichen Verwahrungskonzepte**

<b>§ 9 Deutschland.....</b>	<b>169</b>
I. <i>Look-through-Konzepte</i> .....	169
A. <i>fungible accounts</i> .....	170
1. Sammelverwahrung und Sammelurkunde.....	170
2. Sammelschuldbuchforderungen der öffentlichen Hand .....	172
B. <i>non-fungible accounts</i> : Sonderverwahrung .....	173
II. <i>Not-look-through-Konzept</i> : Die Gutschrift in Wertpapierrechnung bei auslandsverwahrten Effekten .....	174
III. Fazit.....	176
<b>§ 10 Frankreich.....</b>	<b>177</b>
I. <i>Look-through-Konzepte</i> .....	177
A. <i>fungible accounts: titres au porteur</i> .....	178
B. <i>non-fungible accounts: titres nominatifs</i> .....	179
II. <i>Not-look-through-Konzepte</i> .....	180
III. Fazit.....	181
<b>§ 11 Vereinigte Staaten von Amerika .....</b>	<b>182</b>
I. <i>Look-through-Konzepte</i> .....	183
A. <i>fungible accounts</i> .....	183
B. <i>non-fungible accounts</i> .....	184
1. <i>certificated securities</i> .....	185
2. <i>uncertificated securities</i> .....	186
II. <i>Not-look-through-Konzept: security entitlement</i> .....	187
III. Fazit.....	188
<b>§ 12 Schweiz .....</b>	<b>190</b>
I. <i>Look-through-Konzepte</i> .....	190

A. <i>fungible accounts</i> .....	190
1. Sammelverwahrte und global verurkundete Effekten .....	190
2. Unverbriefte Effekten (so genannte Wertrechte) .....	192
B. <i>non-fungible accounts</i> .....	194
II. <i>Not-look-through-Konzept</i> : Die Bucheffekte im Sinne des BEG .....	195
III. Fazit .....	199
<b>§ 13 England</b> .....	200
I. <i>Look-through-Konzepte</i> .....	203
A. <i>non-fungible accounts</i> .....	203
1. Inhaberwerte .....	203
2. Registerwerte .....	204
B. <i>fungible accounts</i> : Im CREST verbuchte (unverbriefte) Registerwerte .....	204
II. <i>Not-look-through-Konzept</i> : <i>CREST Depository Interest?</i> .....	207
III. Fazit .....	212
<b>§ 14 Internationales Sachrecht (UNIDROIT)</b> .....	213
<b>§ 15 Zwischenergebnis</b> .....	217

ZWEITER TEIL:  
**AUSSCHIEDUNG UND FUNKTIONSWEISE DER  
 ANKNÜPFUNGSGEGENSTÄNDE DES HWPÜ  
 (KOLLISIONSRECHTLICHE ANALYSE)**

Erster Abschnitt:

**Theorie kollisionsrechtlicher Rechtsfindung**

<b>§ 16 Überblick</b> .....	225
I. Kollisionsrechtliche Rechtsfindung im Überblick .....	225
II. Kollisionsnorm im Überblick .....	226
A. Anknüpfungsgegenstand .....	226
B. Anknüpfungspunkt .....	227
C. <i>Lex causae</i> (Wirkungsstatut) .....	228
<b>§ 17 Die einzelnen Schritte kollisionsrechtlicher Rechtsfindung</b> .....	229
I. Erster Schritt: Erarbeitung der Problemstellung .....	229
A. Einordnung in den Rechtsfindungsprozess .....	229
B. Massstab der Problemstellung («Problemstellungsstatut») .....	229
C. Erkenntnis durch den ersten Schritt .....	231
II. Zweiter Schritt: Auslegung des Anknüpfungsgegenstands (Qualifikation ersten Grades) .....	231
A. Einordnung in den Rechtsfindungsprozess .....	231

B.	Massstab der Auslegung (Qualifikationsstatut).....	232
C.	Objekt der Qualifikation (Qualifikationsgegenstand).....	234
D.	Zusätzliche Erkenntnis durch den zweiten Schritt.....	237
E.	Normenkollision Typ A.....	238
III.	Dritter Schritt: Auslegung des Anknüpfungspunkts (Auslegung i.e.S.) .....	241
A.	Einordnung in den Rechtsfindungsprozess.....	241
B.	Massstab der Auslegung («Auslegungsstatut»).....	241
C.	Zusätzliche Erkenntnis durch den dritten Schritt.....	242
IV.	Vierter Schritt: Auslegung des Umfangs der Verweisung – erster Teil ( <i>Renvoi</i> -Problematik) .....	242
A.	Einordnung in den Rechtsfindungsprozess.....	242
B.	Massstab zur Bestimmung der Verweisungsart.....	243
C.	Zusätzliche Erkenntnis durch den vierten Schritt .....	243
V.	Fünfter Schritt: Auslegung des Umfangs der Verweisung – zweiter Teil (Qualifikation zweiten Grades).....	244
A.	Einordnung in den Rechtsfindungsprozess.....	244
B.	Massstab der Auslegung (Qualifikationsstatut).....	244
C.	Zusätzliche Erkenntnis durch den fünften Schritt.....	250
VI.	Sechster Schritt: Auslegung der <i>lex causae</i> (inklusive Substitution).....	252
A.	Einordnung in den Rechtsfindungsprozess.....	252
B.	Massstab der Auslegung («Auslegungsstatut»).....	253
C.	Zusätzliche Erkenntnis durch den sechsten Schritt.....	255
VII.	Siebter Schritt: Anpassung (Normenkollisionen Typ B und C).....	255
A.	Einordnung in den Rechtsfindungsprozess.....	255
B.	Normenkollisionen – eingeteilt nach deren Wirkung .....	257
C.	Normenkollisionen – eingeteilt nach deren Ursache .....	258
D.	Lösung von Normenkollisionen Typ B und C.....	260

## Zweiter Abschnitt:

### Ausscheidung der Anknüpfungsgegenstände des HWPÜ (Qualifikation ersten Grades)

§ 18	Die Qualifikation gemäss Art. 2 HWPÜ <i>im Allgemeinen</i> .....	265
I.	Ausgangslage .....	265
II.	Qualifikationsgegenstände .....	266
III.	Qualifikationsstatut .....	268
§ 19	Die Subsumtion der drei Anknüpfungsgegenstände unter Art. 2 HWPÜ <i>im Besonderen</i> .....	269
I.	<i>Not-look-through-Konzepte</i> (Bucheffekte).....	269
A.	Grammatikalische Auslegung.....	269

B. Teleologische Auslegung.....	271
C. Fazit .....	274
II. <i>Look-through-Konzepte</i> mit <i>non-fungible accounts</i> .....	274
A. Grammatikalische Auslegung.....	274
B. Teleologische Auslegung.....	277
C. Fazit .....	280
III. <i>Look-through-Konzepte</i> mit <i>fungible accounts</i> .....	283
A. Grammatikalische Auslegung.....	283
B. Teleologische Auslegung.....	284
C. Fazit .....	285
IV. Fazit nach Durchführung der ersten beiden Schritte kollisionsrechtlicher Rechtsfindung .....	286
A. Drei funktionale Anknüpfungsgegenstände des Effektenrechts .....	286
B. Anwendbarkeit des HWpÜ auf das <i>Not-look-through-Konzept</i> und auf das <i>Look-through-Konzept</i> mit <i>fungible accounts</i> .....	288
C. Nichtanwendbarkeit des HWpÜ auf das <i>Look-through-Konzept</i> mit <i>non-fungible accounts</i> .....	291

Dritter Abschnitt:

**Anknüpfungspunkte der beiden Anknüpfungsgegenstände des HWpÜ  
(Auslegung i.e.S.)**

§ 20 Die Auslegung von Art. 4 und 5 HWpÜ <i>im Allgemeinen</i> .....	293
I. Ausgangslage .....	293
II. Persönliche und sachliche Komponente der PRIMA-Anknüpfungspunkte .....	294
III. Absolute und relative Theorie als grundsätzliche Auslegungsmöglichkeiten der persönlichen Komponente der PRIMA-Anknüpfungspunkte .....	296
§ 21 Die Anknüpfungspunkte der beiden Anknüpfungsgegenstände des HWpÜ <i>im Besonderen</i> .....	299
I. Erster Anknüpfungsgegenstand: <i>Not-look-through-Konzept</i> (Bucheffekte) .....	299
A. Unmöglichkeit einer Normenkollision Typ B .....	299
B. Resultierende Anknüpfungsregel.....	302
II. Zweiter Anknüpfungsgegenstand: <i>Look-through-Konzept</i> mit <i>fungible accounts</i> .....	304
A. Möglichkeit einer Normenkollision Typ B.....	304
B. Keine kumulative Anknüpfung.....	305
C. Resultierende Anknüpfungsregel.....	308
1. Ausgangslage.....	308
2. Zum Tatbestand einer Mehrzahl von Intermediären überhaupt .....	310
3. Anpassungsregel für die stufenweise Anknüpfung .....	

beim <i>Look-through-Konzept</i> mit <i>fungible accounts</i> .....	313
a) Sachrechtliche Anpassung?.....	313
b) Kollisionsrechtliche Anpassung im Allgemeinen.....	314
c) <i>Erste kollisionsrechtliche Teilregel:</i> Buchende vor nicht buchenden Intermediären.....	316
d) <i>Zweite kollisionsrechtliche Teilregel:</i> Intermediäre unterer Stufe vor Intermediären oberer Stufe ....	318
e) <i>Dritte kollisionsrechtliche Teilregel:</i> Ausbuchende Intermediäre vor einbuchenden Intermediären.....	319
III. Fazit nach Durchführung des dritten Schrittes kollisionsrechtlicher Rechtsfindung.....	321

Vierter Abschnitt:

**Beiden Anknüpfungsgegenständen gemeinsame Aspekte**

<b>§ 22 Übrige Schritte kollisionsrechtlicher Rechtsfindung</b> .....	328
I. Umfang der Verweisung – erster Teil ( <i>Renvoi</i> -Problematik).....	329
II. Umfang der Verweisung – zweiter Teil (Qualifikation zweiten Grades).....	329
A. Ausgangslage .....	329
B. Qualifikationsstatut .....	330
C. Fazit nach Durchführung des fünften Schrittes kollisionsrechtlicher Rechtsfindung .....	332
III. Anwendung der <i>lex causae</i> .....	333
A. Ausgangslage .....	333
B. Zur Substitution im Rahmen der Anwendung der <i>lex causae</i> im Besonderen .....	334
C. Fazit nach Anwendung der <i>lex causae</i> .....	336
<b>§ 23 Aufeinandertreffen der beiden Anknüpfungsgegenstände</b> <b>(Normenkollision Typ C)</b> .....	337
I. Ausgangslage .....	337
II. Unmöglichkeit einer Normenkollision Typ C.....	339
III. Fazit.....	341

## RESULTIERENDES FALLLÖSUNGSSCHEMA UND ERGEBNISSE DER UNTERSUCHUNG

<b>§ 24 Resultierendes Falllösungsschema</b> .....	345
I. <i>Erster Schritt:</i> Ausscheidung der Anknüpfungsgegenstände, auf welche das HWpÜ anwendbar ist .....	345
II. <i>Zweiter Schritt:</i> Ausscheidung der von einer bestimmten Transaktion betroffenen Intermediäre .....	346
III. <i>Dritter Schritt:</i> Ausscheidung der relevanten Intermediäre im Sinne von Art. 4 und 5 HWpÜ .....	346
<b>§ 25 Ergebnisse der Untersuchung</b> .....	350
I. Zusammenfassung der Ergebnisse .....	350
A. Ergebnisse der Problemstellung (ERSTER TEIL) .....	350
B. Ergebnisse der Problemlösung (ZWEITER TEIL) .....	353
C. Übrige Ergebnisse .....	355
II. Beurteilung der Ergebnisse .....	357
ANHÄNGE 1-3 .....	359
SACHREGISTER .....	367