

Simon Reitz

## Börsengeschäfte, Übertragung von Wertpapieren und Leistungsstörungen



# Kapitel I: Elektronischer Börsenhandel unter Beteiligung eines zentralen Kontrahenten

In diesem Kapitel soll eine kurze Einführung in die wesentlichen tatsächlichen Grundlagen des sodann juristisch einzuordnenden Geschehens erfolgen. Dazu wird zunächst die Struktur und der Ablauf des Börsenhandels am Beispiel der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) kurz dargestellt (A.)). Sodann folgt eine Beschreibung der Beteiligten an den hier relevanten Prozessen (B.)), sowie abschließend des für den Börsenhandel, das Clearing und die Abwicklung maßgeblichen rechtlichen Rahmens (C.)).

## A.) Beschreibung der Struktur und des Ablaufes des Börsenhandels

Beim Börsengeschehen in einem weiteren Sinne können drei Elemente unterschieden werden: der Börsenhandel (I.)), das Clearing (II.)) und das Settlement (III.)).

### I.) Der Börsenhandel

Mit Börsenhandel sind die Abläufe gemeint, innerhalb derer die Börsengeschäfte zustande kommen, also innerhalb derer die auf Abschluss der Börsengeschäfte gerichteten Offerten der Handelsteilnehmer an einer Börse einander zugeordnet werden.<sup>9</sup> Grundsätzlich gibt es zwei Arten des Börsenhandels, nämlich den (elektronisch unterstützten) Präsenzhandel und den vollelektronischen Handel, der an der FWB über das System Xetra erfolgt.<sup>10</sup>

#### 1.) Elektronischer Handel und Präsenzhandel

Im elektronischen Handel existiert im Gegensatz zum Präsenzhandel kein Skontroführer,<sup>11</sup> der den Geschäftsabschluss zwischen den Handelsteilnehmern vermittelt

---

9 Vgl. *Tiedemann*, Stellung des zentralen Kontrahenten, S. 10.

10 Vgl. *Schwark/Zimmer-Beck*, § 27 BörsG Rn. 7 ff.

11 Vgl. *Beck*, BKR 2002, S. 699; *Köndgen/Theissen*, WM 2003, S. 1497, 1503.

und insoweit als Vermittlungsmakler agiert<sup>12</sup> und die Ermittlung eines Börsenpreises<sup>13</sup> vornimmt. Vielmehr erfolgt der Geschäftsabschluss im elektronischen Handel dadurch, dass das Handelssystem der Order<sup>14</sup> eines Handelsteilnehmers automatisch eine korrespondierende Order zuordnet (Matching).<sup>15</sup> Hierdurch werden die Handelsteilnehmer, deren Orders gematcht wurden, zugleich als Parteien des (hier sogenannten) wirtschaftlichen Geschäfts<sup>16</sup> ermittelt. Bildlich gesprochen, handelt es sich bei einem elektronischen Handelssystem um ein Skontroführersystem, das den Skontroführer erübrigt, gleichwohl aber so ausgestaltet sein muss, dass keine der Geschäftsparteien die Herrschaft über die Preisbildung hat.<sup>17</sup> Der maßgebliche Unterschied zum Präsenzhandel (skontroführer-gestützter Handel) ist also, dass im elektronischen Handel die Zusammenführung korrespondierender Kauf- und Verkaufsaufträge zu einem Geschäftsabschluss sowie die Preisermittlung automatisch durch die EDV erfolgen und kein Skontroführer als Intermediär daran beteiligt ist.<sup>18</sup> Da der Präsenzhandel im regulierten Markt an der FWB mit Wirkung zum 23. Mai 2011 eingestellt wurde,<sup>19</sup> soll auf diesen im Folgenden nicht mehr eingegangen werden.

---

12 *Hammen*, WM 2002, S. 2129, 2129 u. 2133.

13 Für die Frage, ob ein Geschäft im „Börsenhandel“ zustande gekommen ist, ist jedoch nicht maßgeblich, ob ihm ein Börsenpreis zugrunde liegt oder ob es zu einem solchen führt (vgl. *Beck*, BKR 2002, S. 699, 702; *Hammen*, WM 2002, S. 2129, 2131 ff.).

14 Eine Order ist das Kauf- oder Verkaufsangebot eines Handelsteilnehmers hinsichtlich eines bestimmten Wertpapiers. Eine solche Order kann auch infolge eines gestellten Quotes vorliegen. Ein Quote ist die gleichzeitige Aufgabe je eines limitierten Kauf- und Verkaufsangebots. Diese Quotes dürfen nur von sog. Market-Makern, Spezialisten, Best-Executors oder Designated Sponsors (Terminologie je nach Markt und Marktmodell unterschiedlich) aufgegeben werden (vgl. § 142 Abs. 2 S. 1 BörsO-FWB). Die hiernach vorliegenden Kauf- und Verkaufsaufträge unterscheiden sich aber in ihrer rechtlichen Behandlung nicht von den „normalen“ Orders, sodass im Folgenden nicht zwischen Quotes und Orders differenziert, sondern einheitlich von Orders gesprochen werden soll.

15 *Schwark/Zimmer-Beck*, § 27 Rn. 27. Im fortlaufenden Handel werden die Orders nach der sog. Preis-Zeit-Priorität einander zugeordnet (§ 154 Abs. 2 BörsO-FWB), d.h. zunächst werden die Orders nach dem Limit geordnet. Bei gleichem Limit oder bei unlimitierten Orders entscheidet die zeitliche Reihenfolge der Ordereingabe.

16 Zur der Unterscheidung zwischen wirtschaftlichem und juristischem Geschäft vgl. unten S. 51.

17 *Köndgen/Theissen*, WM 2003, S. 1497, 1503.

18 *Schwark/Zimmer-Beck*, § 27 Rn. 27. Trotz allem liegt Börsenhandel vor, da die maßgebliche Zentralisierung der Geschäftsabschlüsse an einem Ort bzw. in einem System vorliegt (vgl. *Schwark/Zimmer-Beck*, § 27 Rn. 27; *Baumbach/Hopt-Hopt*, BörsG, Einleitung, Rn. 1).

19 Siehe *Deutsche Börse AG*, Pressemitteilung vom 24. November 2010.

## 2.) Handelsphasen im elektronischen Handel

Der Handelstag ist im elektronischen Handel an der FWB gem. § 136 Abs. 1 BörsO-FWB in drei aufeinander folgende Phasen gegliedert: die Vorhandels-, die Haupthandels- und die Nachhandelsphase. In allen Phasen haben die Handelsteilnehmer die Möglichkeit, Orders einzugeben. Der Handel in Wertpapieren durch die Handelsteilnehmer findet jedoch nur in der Haupthandelsphase in dem jeweils für das betreffende Wertpapier festgelegten Handelsmodell statt (§ 136 Abs. 3 S. 2 BörsO-FWB).

## 3.) Handelsmodelle

Als Handelsmodell lässt sich die Art des Zustandekommens eines Geschäfts nach Eingabe einer Order bezeichnen. Die einzelnen Handelsmodelle unterscheiden sich in der Art der Preisfeststellung, im Umfang der Informationspublizität für die Handelsteilnehmer und den Prioritätsregeln für ihre Orders. In der Haupthandelsphase stehen an der FWB gem. § 135 S. 1 BörsO-FWB die Handelsmodelle der Auktion, des fortlaufenden Handels mit untertägigen Auktionen, der fortlaufenden Auktion und des Midpoint Order Matchings zur Verfügung.<sup>20</sup> In welchem konkreten Handelsmodell ein bestimmtes Wertpapier gehandelt werden kann, wird von der Geschäftsführung der Börse festgelegt (§ 135 S. 2 BörsO-FWB).

## II.) Das Clearing

Im Anschluss an den Abschluss eines Börsengeschäfts kommt es zum Clearing. Clearing umfasst im weiteren Sinne die gesamte Verwaltung der Transaktionen zwischen Abschluss und Erfüllung der Geschäfte, beginnend mit der Erfassung der Geschäftsabschlüsse nach dem Matching bis hin zum Erstellen von Lieferinstruktionen an die Wertpapiersammelbank.<sup>21</sup> In einem engeren Sinne, welcher den folgenden Ausführungen zugrunde liegt, bedeutet Clearing die Sicherung der Erfüllung von Wertpapiergeschäften mittels Verrechnung (Netting) und Besicherung der offenen gegenseitigen Verpflichtungen.<sup>22</sup>

---

20 Als „Grundformen“ des Handels werden dabei der fortlaufende Handel und die Auktion bezeichnet (vgl. *Beck*, WM 1998, S. 417, 426 f.).

21 *Löber*, The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments, S. 6.

22 *Alfes*, Central Counterparty, S. 44. Vgl. zur Unterscheidung zwischen der weiten und der engen Bedeutung des Begriffes „Clearing“ auch *Kindermann*, WM 1989, Sonderbeilage 2, S. 1, 23.

Aus dieser Beschreibung ergibt sich auch, dass das Clearing nicht mit der Erfüllung der Börsengeschäfte im Wege der tatsächlichen Lieferung der Wertpapiere bzw. Zahlung des Kaufpreises verwechselt werden darf.<sup>23</sup> Dies ist nämlich nicht Bestandteil des Clearings, sondern stellt den ihm nachfolgenden Schritt, das sogenannte Settlement dar. Allerdings kann man die im Rahmen des Clearings stattfindenden Verrechnungen der offenen gegenseitigen Verpflichtungen (Netting) und das Settlement zusammenfassend als die Erfüllung der Börsengeschäfte bezeichnen. Gleichwohl sind das Netting und das Settlement, auch dogmatisch, streng voneinander zu trennen.<sup>24</sup>

### III.) Das Settlement

Nachdem durch das Clearing die Voraussetzungen für die eigentliche Abwicklung geschaffen worden sind,<sup>25</sup> indem beispielsweise Lieferinstruktionen erstellt wurden, und nachdem gegenseitige offene Verpflichtungen verrechnet worden sind, müssen (nur noch) die nicht verrechneten noch offenen Verpflichtungen (die sogenannten „Spitzen“) durch tatsächliche Lieferung der Wertpapiere bzw. deren Bezahlung erfüllt werden.<sup>26</sup> Dieser dritte und letzte Abschnitt ist das sogenannte Settlement.

Bei Geschäftsabschlüssen an der FWB unter Einbeziehung der Eurex Clearing AG als zentraler Kontrahent findet das Settlement nicht bereits am Tag der Geschäftsabschlüsse (Tradingday T) statt, sondern erst zwei Geschäftstage später (T+2), weil erst dann die auf Lieferung der Wertpapiere bzw. deren Bezahlung gerichteten, aus dem Abschluss des Börsengeschäfts folgenden Forderungen fällig werden.<sup>27</sup>

Dabei sind der Käufer und der Verkäufer zur Lieferung bzw. Zahlung Zug um Zug verpflichtet.<sup>28</sup> Die Synchronisierung der Lieferung mit der Bezahlung (delivery versus payment, DVP) wird in tatsächlicher Hinsicht durch den Umstand ermöglicht, dass die Wertpapiere und der Kaufpreis im Rahmen des Settlements heute nicht mehr physisch übergeben werden, sondern das Settlement

---

23 Vgl. *Tiedemann*, Stellung des zentralen Kontrahenten, S. 11.

24 Vgl. *Canaris*, WM 1976, S. 994, 1000.

25 Vgl. *Löber*, The devoloping EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments, S. 6.

26 Vgl. *Ehricke*, FS Lürer, S. 361, 363; *Horn*, WM 2002, Sonderbeilage 2, S. 1, 4.

27 § 7 Abs. 1 S. 1 GB-FWB (für den elektronischen Handel i.V.m. § 38 S. 1 GB-FWB), Kap. V Ziff. 2.1 Abs. 4 CB-Eurex.

28 § 7 Abs. 2 GB-FWB (für den elektronischen Handel i.V.m. § 38 S. 1 GB-FWB), Kap. V Ziff. 2.1 Abs. 4 CB-Eurex.

auf reinen (Depot-) Kontobuchungen beruht.<sup>29</sup> Gewährleistet wird das DVP sodann durch die Buchungspraxis der Wertpapiersammelbank.<sup>30</sup> Deren elektronisches Settlementssystem nimmt zeitgleich die Abbuchung der zu liefernden Wertpapiere vom Depotkonto des Veräußerers (sofern er ein solches bei der Wertpapiersammelbank unterhält; andernfalls muss er sich eines Abwicklungsinstituts bedienen) und deren Gutschrift auf dem Depotkonto des Erwerbers vor. Zeitgleich belastet sie das Geldkonto des Erwerbers um den Kaufpreis und schreibt diesen dem Geldkonto des Verkäufers gut.<sup>31</sup>

## **B.) Beteiligte**

In den umfassenden Materialien,<sup>32</sup> die von den Börsen, den Sammelverwahrern und auch den Clearinghäusern zur Verfügung gestellt werden, aber auch in den unterschiedlichen maßgeblichen Regelwerken, werden für die Beteiligten Bezeichnungen verwendet, die deren unterschiedliche Funktionen widerspiegeln. An dieser Stelle sollen daher zugleich mit einer Einführung in die Terminologie auch die Funktionen und die Stellung der Beteiligten innerhalb des Geschehens vom Geschäftsabschluss bis zur endgültigen Erfüllung der Verbindlichkeiten erörtert werden.

### **I.) Der zentrale Kontrahent**

Als zentraler Kontrahent wird allgemein eine Stelle bezeichnet, die an einem Markt für Finanzinstrumente als Käufer gegenüber jedem Verkäufer bzw. als Verkäufer gegenüber jedem Käufer agiert.<sup>33</sup> Nach der gesetzlichen Definition in § 1 Abs. 31 KWG ist ein zentraler Kontrahent „ein Unternehmen, das bei Kaufverträgen innerhalb eines oder mehrerer Finanzmärkte zwischen den Käufer und

---

29 Ausführlich zur Lieferung der Wertpapiere unten S. 202 ff.

30 Vgl. zur Synchronisierung der Buchungen hinsichtlich des Kaufpreises mit den Depotkontobuchungen BuB-Decker, Depotgeschäft (Stand: 10/2008), Rn. 8/337c.

31 Tiedemann, Stellung des zentralen Kontrahenten, S. 12.

32 Beispielsweise *Deutsche Börse AG*, Funktionale Beschreibung Xetra R7.0, oder die Informationen im Information Centre auf der Homepage der Clearstream Banking AG ([http://www.clearstream.com/ci/dispatch/en/cic/CIC/Information\\_Centre.htm](http://www.clearstream.com/ci/dispatch/en/cic/CIC/Information_Centre.htm) (Stand: 25.12.2012)) oder sehr umfangreich auf der Homepage der Eurex Clearing AG (<http://www.eurexclearing.com> (Stand: 25.12.2012)).

33 Knott/Mills, Bank of England Financial Stability Review, Dezember 2002, S. 162, 164; Kunz, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 57; BIS/IOSCO, Recommendations for Central Counterparties, Consultative Report, März 2004, S. 1.

den Verkäufer geschaltet wird, um als Vertragspartner für jeden der beiden zu dienen, und dessen Forderungen aus Kontrahentenausfallrisiken gegenüber allen Teilnehmern an seinen Systemen auf Tagesbasis hinreichend besichert sind.“<sup>34</sup> Die Definition einer zentralen Vertragspartei in Art. 2 c) der RL 98/26/EG<sup>35</sup> verzichtet hingegen auf das Erfordernis, dass die Forderungen des als zentraler Kontrahent agierenden Unternehmens hinreichend besichert sein müssen. Nach ihr ist zentraler Kontrahent „eine Stelle, die in einem System zwischen den Instituten eingeschaltet ist und in bezug auf die Zahlungs- bzw. Übertragungsaufträge dieser Institute als deren ausschließliche Vertragspartei fungiert[e]“. Letztere Definition bringt den Vorteil mit sich, dass sie eine dogmatische Einordnung der an der Börse unter Einbeziehung eines zentralen Kontrahenten geschlossenen Verträge nicht präjudiziert, da sie auf die Termini „Käufer“ und „Verkäufer“ verzichtet.

Aus diesen Begriffsbestimmungen wird auch die Funktion eines zentralen Kontrahenten ersichtlich: Während im Handel ohne zentralen Kontrahenten die Geschäfte unmittelbar zwischen den Handelsteilnehmern zustande kommen, werden an einem Markt, an dem ein zentraler Kontrahent vorhanden ist, die Verträge nicht unmittelbar zwischen den Handelsteilnehmern geschlossen.<sup>36</sup> Die Verträge kommen vielmehr jeweils zwischen dem zentralen Kontrahenten und

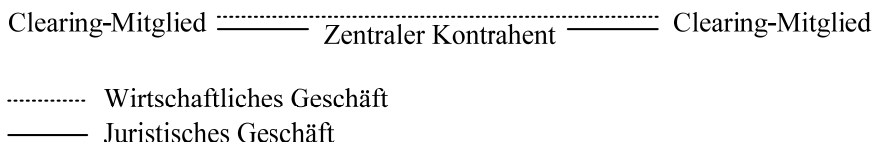
---

34 Die gesetzliche Definition legt nahe, dass ein zentraler Kontrahent (im Geltungsraum des KWG), der über kein Sicherheitensystem verfügt und damit nicht die Voraussetzungen der Legaldefinition erfüllt, gerade nicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG erlaubnispflichtig ist und gerade nicht der Aufsicht der BaFin nach § 6 Abs. 1 KWG unterliegt. Es liegt auf der Hand, dass dies nicht dem auf eine effektive Aufsicht gerichteten Willen des Gesetzgebers (vgl. dazu die Begr. zum RegE des Gesetzes zur Umsetzung der neu gefassten Bankenrichtlinie und der neu gefassten Kapitaladäquanzrichtlinie, BT-Drucks. 16/1335, S. 40) entspricht, sodass § 1 Abs. 31 KWG teleologisch dahingehend reduziert werden muss, dass ein zentraler Kontrahent eine Institution ist, die bei Kaufverträgen innerhalb eines oder mehrerer Finanzmärkte zwischen den Käufer und den Verkäufer geschaltet wird, um als Vertragspartner für jeden der beiden zu dienen (*Kunz*, *Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten*, S. 498 f.).

35 Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen (ABl. Nr. L 166 S. 45). Zuletzt geändert durch Art. 1 ÄndRL 2010/78/EU vom 24.11.2010 (ABl. Nr. L 331 S. 120).

36 Vgl. *Albrecht/Karahan/Lenenbach-Lenenbach*, § 37 Effektengeschäft, Rn. 112. Es ist durchaus möglich, dass das Geschäft zunächst zwischen den Handelsteilnehmern abgeschlossen wird und der zentrale Kontrahent erst im Wege der Vertragsübernahme oder Novation in den Vertrag eintritt. Diese Ausgestaltung findet sich oftmals bei zentralen Kontrahenten im Ausland und liegt auch dem Einbezug der Eurex Clearing AG als zentraler Kontrahent für OTC-Kontrakte zugrunde (vgl. Kap. VIII Ziff. 1.2 CB-Eurex). Im Kassahandel an der FWB unter Einbeziehung der Eurex Clearing AG als zentraler Kontrahent kommen die Verträge zwischen den Clearing-Mitgliedern und dem zentralen Kontrahenten jedoch nicht im Wege der Novation zustande (siehe unten, S. 68 f.). Zur rechtlichen Konstruktion des außerbörslichen Derivatehandels mittels der Eurex Clearing AG als zentralem Kontrahenten vgl. *Jobst*, ZBB 2010, S. 384, 392 ff.

denjenigen Handelsteilnehmern zustande, deren eingegebene Kauf- bzw. Verkauforders durch das Matching einander zugeordnet worden sind. Der zentrale Kontrahent wird somit bildlich gesprochen zwischen diese Handelsteilnehmer geschaltet. Damit wird er sowohl auf der einen Handelsseite Vertragspartner des veräußernden Handelsteilnehmers, als auch auf der Gegenseite Vertragspartner des erwerbenden Handelsteilnehmers. Es kommt somit nicht mehr zu nur einem Vertragsschluss, sondern zu zwei sich inhaltlich entsprechenden Verträgen. Man kann daher zwischen dem wirtschaftlichen Geschäft und den einzelnen Verträgen unterscheiden, in die sich dieses Geschäft aufteilt und die man in Abgrenzung zum wirtschaftlichen Geschäft als die juristischen Geschäfte bezeichnen kann.<sup>37</sup> Die beiden Handelsteilnehmer sind Parteien des wirtschaftlichen Geschäfts. Sie alleine sind interessiert am Erhalt des Kaufpreises und dem Erwerb der Wertpapiere. Ihre Stellung als Parteien des wirtschaftlichen Geschäfts folgt aus dem Matching ihrer Orders. Gleichwohl entstehen durch das Matching keine vertraglichen Beziehungen zwischen ihnen, sondern es liegen zwei Verträge je mit dem zentralen Kontrahenten vor.<sup>38</sup> Dieser ist somit zur Lieferung der Wertpapiere bzw. zur Zahlung des Kaufpreises gegenüber dem jeweiligen Handelsteilnehmer verpflichtet.<sup>39</sup> Dabei bleibt der zentrale Kontrahent im Handelsverlauf vollständig passiv und gibt selbst keine Orders in das Handelssystem ein.



Diese Verfahrensweise setzt jedoch voraus, dass beide Handelsteilnehmer Clearing-Mitglieder sind, also zur Teilnahme am Clearing nach Maßgabe der Clearing-Bedingungen zugelassen sind.<sup>40</sup> Ist dies nicht der Fall, handelt es sich also um Nicht-Clearing-Mitglieder,<sup>41</sup> kommt es zu einer weiteren Aufspaltung des wirtschaftlichen Geschäfts. Denn ein Nicht-Clearing-Mitglied wird weder Vertragspartei des gematchten anderen Handelsteilnehmers noch des zentralen Kontrahenten. Diese weitere Aufspaltung erfolgt dadurch, dass – bildlich gesprochen – zwischen den zentralen Kontrahenten und das Nicht-Clearing-Mitglied ein Clearing-Mitglied, welches dem Nicht-Clearing-Mitglied zugeordnet ist, geschaltet wird.

37 Vgl. Hoffmann, WM 2003, S. 2025, 2028; Jobst, ZBB 2010, S. 384, 388.

38 Vgl. § 2 Abs. 2 S. 1 GB-FWB und Kap. I Ziff. 1.2.1 Abs. 1 und 2 CB-Eurex.

39 Kindermann, WM 1989, Sonderbeilage 2, S. 1, 24 f.

40 Vgl. zu Clearing-Mitgliedern unten, S. 59 f.

41 Eingehend auch zu diesen unten, S. 60 f.