



Bericht

der vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten technischen Arbeitsgruppe

zum

**Entwurf eines Bundesgesetzes über die Verwahrung und Übertragung
von Bucheffekten (Bucheffektengesetz)**

und

**zur Ratifikation des Haager Übereinkommens über die auf bestimmte
Rechte an Intermediär-verwahrten Wertpapieren anzuwendende
Rechtsordnung (Haager Wertpapierübereinkommen)**

vom 15. Juni 2004

Inhaltsverzeichnis

Übersicht.....	6
1 Allgemeiner Teil.....	7
1.1 Ausgangslage	7
1.1.1 Die Mediatisierung der Wertpapierverwahrung	7
1.1.2 Die Immobilisierung und Entmaterialisierung der Wertpapiere	10
1.1.3 Der Ruf nach einer Reform des Wertpapierrechts	12
1.1.4 Einsetzung und Mandat der Arbeitsgruppe	15
1.2 Die mediatisierte Verwahrung von Wertpapieren im geltenden schweizerischen Recht	16
1.2.1 Überblick	16
1.2.2 Sammelverwahrung	17
1.2.3 Globalurkunden.....	18
1.2.4 Wertrechte	18
1.2.5 Mediatisiert verwahrte Wertpapiere im Konkurs der Depotbank	19
1.2.6 Internationales Privatrecht	20
1.2.6.1 Qualifikation	20
1.2.6.2 Sammelverwahrte Wertpapiere und Globalurkunden	21
1.2.6.3 Wertrechte	21
1.2.7 Mängel des geltenden Rechts.....	22
1.2.7.1 Materielles Recht	22
1.2.7.2 Internationales Privatrecht	23
1.3 Die Reform des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung im ausländischen und einheitlichen Privatrecht	24
1.3.1 Ausländisches Recht	24
1.3.1.1 Artikel 8 Uniform Commercial Code	24
1.3.1.2 Luxemburger Gesetz betreffend die Übertragung von Wertpapieren und anderen vertretbaren Instrumenten.....	25
1.3.1.3 Belgisches Königliches Dekret Nr. 62	25
1.3.1.4 Frankreich	26
1.3.2 Internationale und regionale Initiativen	26
1.3.2.1 Haager Wertpapierübereinkommen	26
1.3.2.2 Unidroit – Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary	27
1.3.2.3 Europäische Union.....	28
1.3.2.3.1 Securities Account Certainty Project.....	28
1.3.2.3.2 Finalitätsrichtlinie	29
1.3.2.3.3 Finanzsicherheitenrichtlinie.....	29
1.4 Feststellungen und Empfehlungen der Arbeitsgruppe	30
1.4.1 Ausgewiesener Reformbedarf.....	30
1.4.2 Beurteilung des Vorentwurfs.....	31
1.4.3 Leitideen einer Reform des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung.....	32
1.4.3.1 Internationale Kompatibilität.....	32
1.4.3.2 Orientierung an etablierten Marktpraktiken	33

1.4.3.3	Technologieneutralität und offene Architektur.....	34
1.4.3.4	Rein privatrechtliche Regelung	34
1.4.4	Kernelemente des Entwurfs zu einem BEG	34
1.4.4.1	Bucheffekten als Vermögenobjekt sui generis	34
1.4.4.2	Beschränkter Geltungsbereich des BEG	35
1.4.4.3	Die Rechte an Bucheffekten	36
1.4.4.4	Die Übertragung von Bucheffekten	36
1.4.4.5	Die Haftung von Verwahrungsstellen.....	37
1.4.5	Nutzen und Kosten der vorgeschlagenen Reform	37
1.4.6	Weiterer Klärungsbedarf	37
2	Besonderer Teil	38
2.1	Bucheffektengesetz	38
2.1.1	Kapitel 1: Zweck und Geltungsbereich.....	38
2.1.1.1	Artikel 1: Zweck.....	38
2.1.1.2	Artikel 2: Geltungsbereich	40
2.1.1.3	Artikel 3: Regelungsgegenstand	41
2.1.1.4	Artikel 4: Bucheffekten	42
2.1.1.5	Artikel 5: Verwahrungsstellen.....	43
2.1.1.6	Artikel 6: Weitere Begriffe	45
2.1.2	Kapitel 2: Entstehung, Auslieferung und Umwandlung	46
2.1.2.1	Überblick	46
2.1.2.2	Artikel 7: Entstehung von Bucheffekten	46
2.1.2.3	Artikel 8: Drittverwahrung.....	48
2.1.2.4	Artikel 9: Umwandlung	50
2.1.2.5	Artikel 10: Auslieferung	51
2.1.3	Kapitel 3: Verwahrung von Bucheffekten	51
2.1.3.1	Artikel 11: Verfügbare Bucheffekten	51
2.1.3.2	Artikel 12: Trennung von Eigen- und Kundenbeständen.....	54
2.1.3.3	Artikel 13: Rückbehalts- und Verwertungsrecht	56
2.1.3.4	Artikel 14: Nutzung von Bucheffekten durch die Verwahrungsstelle	56
2.1.3.5	Artikel 15: Weiterverpfändung von Bucheffekten durch Sicherungsnehmer	57
2.1.3.6	Artikel 16: Ausweis.....	59
2.1.3.7	Artikel 17: Absonderung von Bucheffekten im Konkurs der Verwahrungsstelle	59
2.1.3.8	Artikel 18: Unterbestand	63
2.1.3.9	Artikel 19: Pfändung und Arrest	64
2.1.4	Kapitel 4: Verfügung über Bucheffekten	64
2.1.4.1	Überblick.....	64
2.1.4.2	Artikel 20: Weisung	66
2.1.4.3	Artikel 21: Verfügung	67
2.1.4.4	Artikel 22: Pfandrechte und Nutzniessung	70
2.1.4.5	Artikel 23: Stornierung einer Belastung.....	73
2.1.4.6	Artikel 24: Stornierung einer Gutschrift	75
2.1.4.7	Artikel 25: Verwertung.....	76
2.1.4.8	Artikel 26: Schutz des gutgläubigen Erwerbers	78
2.1.4.9	Artikel 27: Rangfolge.....	82
2.1.5	Kapitel 5/Artikel 28: Haftung der Verwahrungsstelle	83
2.1.6	Kapitel 6: Übergangs- und Schlussbestimmungen	85

2.1.6.1	Artikel 29: Gesetzesänderungen.....	85
2.1.6.2	Artikel 30: Übergangsbestimmungen.....	85
2.1.6.3	Artikel 31: Referendum und Inkrafttreten	86
2.1.6.4	Änderung bisherigen Rechts.....	87
2.1.6.4.1	Zivilgesetzbuch (SR 210).....	87
2.1.6.4.2	Pfandbriefgesetz (SR 211.423.4).....	87
2.1.6.4.3	Obligationenrecht (SR 220)	88
2.1.6.4.4	Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs (SR 281.1).....	93
2.1.6.4.5	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (SR 952).....	94
2.2	Haager Wertpapierübereinkommen	94
2.2.1	Ausgangslage	94
2.2.2	Anwendungsbereich	95
2.2.2.1	Grundsatz	95
2.2.2.2	Artikel 2: Sachlicher Anwendungsbereich.....	96
2.2.3	Artikel 3 und 9: Internationalität und räumlicher Anwendungsbereich.....	97
2.2.4	Bestimmung des anwendbaren Rechts	98
2.2.4.1	Artikel 4: Hauptanknüpfung.....	98
2.2.4.1.1	Grundsatz	98
2.2.4.1.2	Bestimmung des massgebenden Intermediärs	99
2.2.4.2	Artikel 5: Subsidiäre Anknüpfungen	100
2.2.4.3	Artikel 6: Negativliste der nicht zu berücksichtigenden Anknüpfungsfaktoren	100
2.2.4.4	Artikel 7: Statutenwechsel.....	100
2.2.4.5	Artikel 8: Insolvenz.....	103
2.2.4.6	Artikel 10: Ausschluss des renvoi	103
2.2.4.7	Artikel 11: Ordre public und international zwingende Vorschriften	103
2.2.4.8	Artikel 15 und 16: Übergangsbestimmungen	103
2.2.4.9	Schlussbestimmungen.....	104
	Anhang I: Entwurf Bucheffektengesetz (deutsch)	105
	Anhang II: Entwurf Bucheffektengesetz (französisch).....	121
	Anhang III: Haager Wertpapierübereinkommen (deutsch).....	137
	Anhang IV: Haager Wertpapierübereinkommen (englisch).....	151
	Anhang V: Haager Wertpapierübereinkommen (französisch)	165

Übersicht

Die Art, wie Schuldverschreibungen, Aktien und andere Kapitalmarktpapiere verwahrt und übertragen werden, hat sich in den vergangenen Jahrzehnten grundlegend gewandelt. Der überwiegende Teil dieser Wertpapiere wird heute in mehrstufigen, mediatisierten Systemen verwahrt. Diese bilden die Grundlage für die Wertpapierabrechnung und -abwicklung und stellen damit ein zentrales Element einer modernen Finanzmarkt-Infrastruktur dar. Eine notwendige Grundlage der mediatisierten Wertpapierverwahrung ist die Immobilisierung der Wertpapiere durch ihre Sammelverwahrung oder den Ersatz von Einzel- durch Globalurkunden. Einen Schritt weiter geht das Konzept der Wertrechte, das auf die Verbriefung der Rechte vollständig verzichtet.

Die Entwicklung der rechtlichen Grundlagen hat mit der stürmischen technischen Entwicklung allerdings nicht mitgehalten. In der Schweiz wie auch in vielen anderen Rechtsordnungen wurde die Mediatisierung bisher weitgehend auf der Grundlage des herkömmlichen Wertpapier-, Schuld- und Sachenrechts bewältigt. Bereits die Sammelverwahrung und das System der Globalurkunden rühren jedoch an grundlegende wertpapierrechtliche Vorstellungen, weil das Wertpapier mit der Immobilisierung seine Legitimations- und seine Transportfunktion verliert. Erst recht lässt sich das Konzept der Wertrechte, das vollständig auf das Verkörperungselement verzichtet, auf der Grundlage des geltenden Wertpapierrechts nicht mehr befriedigend bewältigen. Einschneidende Folgen hatte die Ausbildung von mediatisierten Verwahrungssystemen auch im internationalen Privatrecht. Die traditionelle Lex-rei-sitae-Regel, welche dingliche Rechte an Sachen dem Recht des Staates unterstellt, in dem die Sache belegen ist, funktioniert in der mediatisierten Wertpapierverwahrung nicht mehr.

Der vorliegende Entwurf für ein Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten stellt die mediatisierte Wertpapierverwahrung auf transparente und verlässliche materiellrechtliche Grundlagen. Der Entwurf schafft in Form von sog. "Bucheffekten" ein neues Vermögensobjekt, das eine einheitliche rechtliche Regelung vorsieht, unabhängig davon, ob das unterliegende Recht als Wertpapier, Globalurkunde oder Wertrecht ausgestaltet ist. Ferner anerkennt der Entwurf die konstitutive Wirkung von Gutschriften in Effektenkonten für die Übertragung von Bucheffekten oder für die Begründung von Rechten daran. Zugleich schlägt der vorliegende Bericht eine rasche Ratifikation des Haager Übereinkommens über die auf bestimmte Rechte an Intermediär-verwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung vor, welches das auf dingliche Verfügungen über mediatisiert verwahrte Wertpapiere anwendbare Recht an den Ort des "massgebenden Intermediärs" anknüpft.

1 Allgemeiner Teil

1.1 Ausgangslage

1.1.1 Die Mediatisierung der Wertpapierverwahrung

Wertpapier ist nach Art. 965 OR "jede Urkunde, mit der ein Recht derart verknüpft ist, dass es ohne die Urkunde weder geltend gemacht noch auf andere übertragen werden kann"¹. Aus dieser Legaldefinition ergibt sich einerseits, dass der Besitz des Papiers Ausweis ist für die Geltendmachung des Rechts (sog. *Legitimationsfunktion* des Wertpapiers). Andererseits ist die Übertragung des Besitzes der Urkunde Voraussetzung für die Übertragung des Rechts (sog. *Transportfunktion* des Wertpapiers)². Diese Verbindung von Recht und Urkunde ist ein zentrales Element des schweizerischen Wertpapierbegriffs. Sie ermöglichte eine einfache Übertragbarkeit des Rechts bei gleichzeitigem Schutz des Rechtsverkehrs mittels Beschränkung von Einreden sowie Schutz des gutgläubigen Erwerbs und war damit Voraussetzung für die massenweise Mobilisierung von Forderungen³.

Für Schuldverschreibungen, Aktien und andere Wertpapiere, die der Anlage von Kapital dienen, ist diese grundlegende Vorstellung von der "Verkörperung des Rechts"⁴ heute weitgehend überholt. Anders als bei der Kodifizierung des geltenden Wertpapierrechts werden Geld- und Kapitalmarktpapiere nun in aller Regel nicht mehr durch Anleger selbst, sondern durch Finanzintermediäre verwahrt und verwaltet. Der Besitz des Papiers ist weder für die Geltendmachung des Rechts noch für dessen Übertragung von Bedeutung. Professor ARTHUR MEIER-HAYOZ hat deshalb bereits 1985 in seiner Abschiedsvorlesung festgestellt, dass die Kapitalmarktpapiere ihre Wertpapierfunktion verloren haben. "Die Titel existieren zwar noch, aber sie werden nicht mehr gebraucht. Im Bereich der Effekten hat das Wertpapier als Urkunde sein 'Recht auf Leben' verwirkt."⁵

Die mediatisierte Wertpapierverwahrung hat zur Ausbildung von komplexen Verwahrsystemen geführt, die sich vereinfacht als Pyramide darstellen lassen⁶. An der Basis dieser Verwahrungspyramide stehen die Anleger, die ihre Wertpapierbestände bei ihrer Bank oder ihrem Effektenhändler hinterlegt haben. Ausgewiesen ist der Anspruch des Anlegers durch eine Gutschrift in einem Konto, welches der Finanzintermediär auf den Namen des Anlegers führt. Physisch verwahrt werden die Titel in der Regel durch zentrale Einrichtungen, die als zentrale Wertpapierverwahrungsstellen (Central Securities Depositories, CSD)⁷ bezeichnet werden. Diese bilden die Spitze der Pyramide. Die Wertpapierbestände

¹ Vgl. dazu ARTHUR MEIER-HAYOZ / HANS CASPAR VON DER CRONE, Wertpapierrecht, 2. Aufl., Bern 2000, § 2 Rz. 233, welche die Legaldefinition von Art. 965 OR wie folgt präzisieren: "Wertpapier ist jede Urkunde, in der eine privatrechtliche Rechtsstellung derart verbrieft ist, dass sie ohne die Urkunde nicht übertragen werden kann und dass – unter Vorbehalt der Kraftloserklärung – weder der Berechtigte Leistung verlangen noch der Verpflichtete mit befreiender Wirkung erfüllen kann."

² Vgl. dazu einlässlich DIETER ZOBL / CLAUDE LAMBERT, Zur Entmaterialisierung der Wertpapiere, SZW 1991, 131 ff.

³ Vgl. ARTHUR MEIER-HAYOZ, Abschied vom Wertpapier?, ZBJV 122 (1986), 388 ff.; ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 131.

⁴ MEIER-HAYOZ (Fn. 3), 389.

⁵ MEIER-HAYOZ (Fn. 3), 399; so auch ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 132.

⁶ Vgl. dazu die Darstellung in CHRISTOPHE BERNASCONI, Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Den Haag, November 2000, 12 ff. Der Bericht ist unter <http://www.hcch.net/e/workprog/coll_sec_pd1.pdf> (besucht am 17. Juni 2004) abrufbar.

⁷ Vgl. zu diesem Begriff Committee on Payment and Settlement Systems, A glossary of terms used in payment and settlement systems, Basel 2003, 6.

der Finanzintermediäre, welche der zentralen Verwahrungsstelle angeschlossen sind, werden dabei wiederum durch Gutschriften in Wertpapierkonten ausgewiesen.

Im einfachsten Fall besteht eine solche Verwahrungspyramide aus drei Ebenen (Anleger – Finanzintermediär – zentrale Verwahrungsstelle). Vor allem im grenzüberschreitenden Verhältnis sind zwischen dem Finanzintermediär, der für den Anleger das Depotkonto führt, und der zentralen Verwahrungsstelle an der Spitze der Pyramide weitere Finanzintermediäre eingeschaltet, wie z. B. eine oder mehrere Unterverwahrungsstellen (sog. Subcustodians⁸) oder internationale zentrale Verwahrungsstellen (International Central Securities Depositories, ICSD⁹). Hier kann eine Verwahrungspyramide ohne weiteres vier, fünf oder mehr Ebenen umfassen.

Unabhängig von der Länge einer Verwahrungspyramide ergibt sich die Rechtszuständigkeit des Anlegers bei der mediatisierten Wertpapierverwahrung faktisch ausschliesslich aus seinem Konto. Sein individueller Anspruch lässt sich weder bei der zentralen Wertpapierverwahrungsstelle noch bei dazwischen geschalteten Unterverwahrungsstellen feststellen. Dabei handelt es sich auf den übergeordneten Ebenen in aller Regel um Sammelkonten, welche die Gesamtheit der Bestände der einem Finanzintermediär angeschlossenen Anleger umfassen. Eine Verwahrungspyramide ist schematisch in Abb. 1 dargestellt.

Auch die Übertragung der Rechtszuständigkeit des Anlegers erfolgt im sog. *stückelosen Effektingiroverkehr* ausschliesslich durch Belastung und Gutschrift in Depotkonten. Sind der Veräusserer eines Wertpapiers und der Erwerber derselben Verwahrungsstelle angeschlossen (d. h. Kunden desselben Finanzintermediärs), so erschöpft sich dieser Übertragungsvorgang in einer Belastung des Kontos des Veräusserers und einer entsprechenden Gutschrift im Konto des Erwerbers. Halten die Parteien ihre Wertpapiere jedoch über verschiedene Verwahrungsstellen, so bedingt eine Übertragung unter Umständen eine ganze Reihe von Buchungsvorgängen bei zwei, drei oder mehr Verwahrungsstellen, Unterverwahrungsstellen oder zentralen Verwahrungsstellen.

⁸ Vgl. Glossary (Fn. 7), 40, Stichwort "subcustodian": "Where one custodian (e. g. a global custodian) holds its securities through another custodian (e. g. a local custodian), the latter is known as a subcustodian."

⁹ Vgl. Glossary (Fn. 7), 21, Stichwort "international securities depository": "a central securities depository which clears and settles international securities or cross-border transactions in domestic securities".

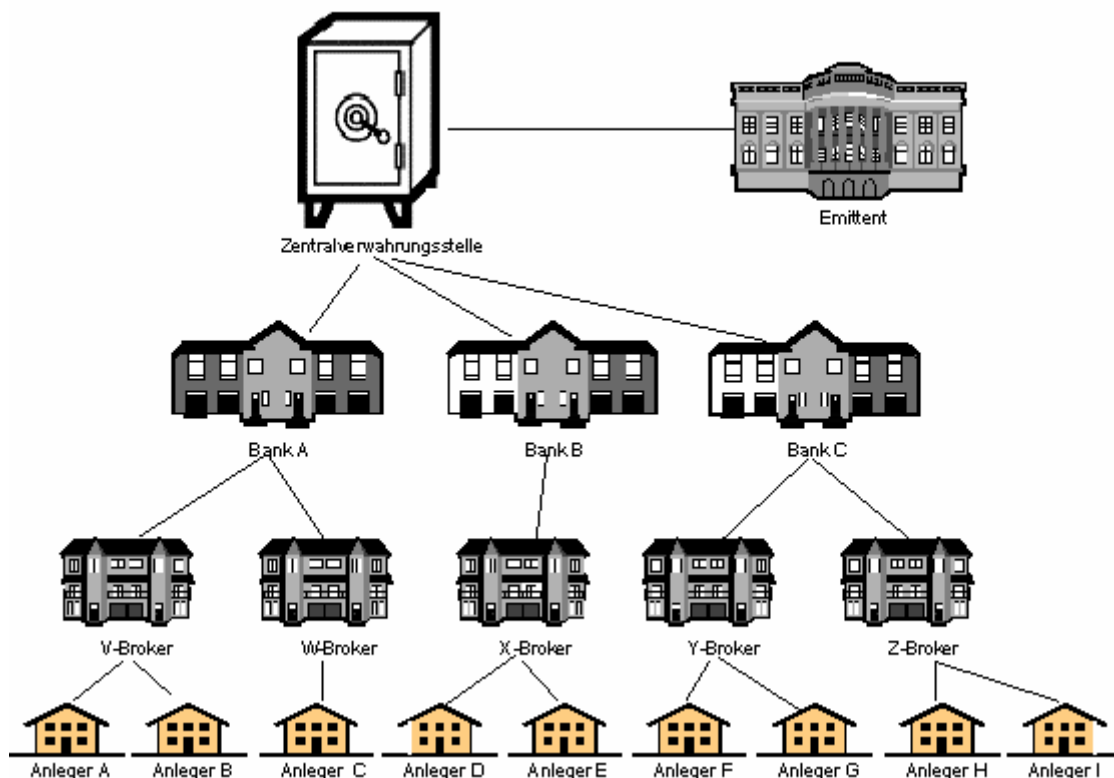


Abb. 1 – Verwahrungspyramide mit (institutionellen oder privaten) Anlegern auf der ersten Ebene, Verwahrungsstellen auf der zweiten und dritten Ebene und einer zentralen Verwahrungsstelle auf der obersten Ebene.

Schematisch ist die Übertragung von Wertpapieren im stückelosen Effektengiroverkehr in Abb. 2 dargestellt.

Die Systeme für mediatisierte Wertpapierverwahrung sind für alle entwickelten Volkswirtschaften von grösster Bedeutung. Über sie werden gewaltige Vermögenswerte gehalten. In den Wertpapierdepots bei inländischen Bankstellen waren z. B. Ende 2002 Obligationen, Aktien, Anlagefondszertifikate und andere Wertpapiere im Wert von 2'953 Mrd. Fr. verbucht¹⁰ – fast das Siebenfache des schweizerischen Bruttoinlandprodukts für das Jahr 2002¹¹. Davon entfielen knapp 85 Prozent (2509 Mrd. Fr.) auf Titel, die durch Emittenten im Ausland begeben worden waren; Obligationen und Aktien im Wert von 444 Mrd. waren durch schweizerische Emittenten ausgegeben worden. 56,3 Prozent der gesamthaft verbuchten Titel entfielen auf ausländische Depotinhaber¹². Nicht inbegriffen sind die Handelsbestände der Banken¹³. Auch wenn eine verbindliche Aussage über die Form der Verwahrung aufgrund dieser Statistik nicht möglich ist, so kann man doch davon ausgehen, dass diese Depot- und Handelsbestände zum grössten Teil über mediatisierte Verwahrungssysteme gehalten werden. Auch Praktiker bestätigen, dass Anleger, die ihre Wertpapiere zu Hause oder in einem geschlossenen Depot bei ihrer Bank verwahren, im-

¹⁰ Vgl. Schweizerische Nationalbank, Die Banken in der Schweiz 2002, Wertschriftenstatistik, S. A 48 ff.

¹¹ Vgl. dazu Bundesamt für Statistik, <http://www.statistik.admin.ch/stat_ch/ber04/du0401.htm> (besucht am 17. Juni 2004).

¹² Vgl. Schweizerische Nationalbank, Die Banken in der Schweiz 2002, Wertschriftenstatistik, S. A 49.

¹³ Die Bankenstatistik der Schweizerischen Nationalbank weist die Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen als einheitliche Position aus. Sie betrug Ende 2002 für alle Bankengruppen 228,267 Mrd. Fr. Vgl. Schweizerische Nationalbank, Die Banken in der Schweiz 2002, Gliederung der Aktiven, S. A 21.

mer seltener werden. Bei den börsenkotierten Gesellschaften soll der Anteil dieser sog. Heimverwahrungsstellen heute meistens weniger als ein Prozent des Aktionariates ausmachen¹⁴.

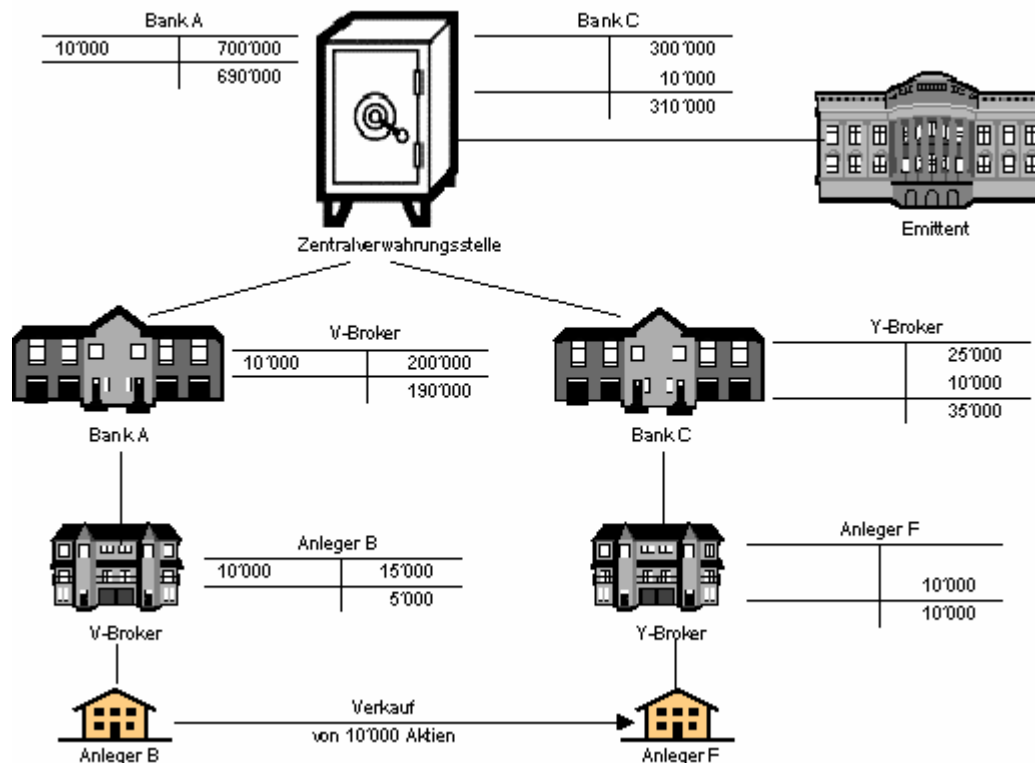


Abb. 2 – Schematische Darstellung der Buchungsvorgänge bei der Übertragung von 10'000 Aktien des Emittenten X vom Anleger B auf den Anleger F. Die Verwahrungsstelle des Verkäufers B, V-Broker, belastet die 10'000 Aktien dem Depotkonto von B. Die Verwahrungsstelle von V-Broker, Bank A, nimmt eine entsprechende Belastung vor. An der Spitze der Pyramide überträgt die zentrale Verwahrungsstelle die Titel, indem sie 10'000 Aktien dem Sammelkonto der Bank A belastet und 10'000 Aktien dem Sammelkonto der Bank C gutschreibt. Die Bank C schreibt die 10'000 Aktien dem Kunden-Sammelkonto der Verwahrungsstelle des Käufers F, Y-Broker, gut. Dieser schliesslich nimmt die Gutschrift auf dem Effektenkonto von F vor. Damit ist die Übertragung abgeschlossen.

1.1.2 Die Immobilisierung und Entmaterialisierung der Wertpapiere

Der Aufbau von mediatisierten Wertpapierverwahrungssystemen ist nur möglich, wenn die Wertpapiere nicht zugleich frei zirkulieren. Um Wertpapiere dem freien Rechtsverkehr zu entziehen, stehen mehrere Techniken zur Verfügung¹⁵. Einerseits können Wertpapiere *immobilisiert* werden, indem der Anleger sie bei einer Verwahrungsstelle zur *Sammelverwahrung* hinterlegt. Auch durch den Ersatz von Einzelkunden durch *Globalurkunden* wird eine Immobilisierung erreicht. Schliesslich kann der Emittent auf die Verbriefung von Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechten auch ganz verzichten; dann wird von der *Entmaterialisierung* der Wertpapiere gesprochen. In der Schweiz finden alle drei Techniken parallel Anwendung. Grundsätzlich lässt sich sagen, dass Schuldverschreibungen und Inhaberaktien überwiegend durch Globalurkunden repräsentiert sind, während Namenaktien

¹⁴ FELIX M. HUBER / PETER HODEL / CHRISTOPHER STAUB GIEROW, Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange, Zürich 2004, Art. 22 KR Rz. 6.

¹⁵ Vgl. dazu einlässlich ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 118 ff.; MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25, sowie MAX BOEMLE / MAX GSELL, Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002, 518, 932, 1112 (Stichworte "Globalurkunde", "Sammelverwahrung" und "Wertrechte").

zu einem grossen Teil entmaterialisiert sind. Hinter den Ländern mit vollständiger Entmaterialisierung der Wertpapiere¹⁶ weist die Schweiz den höchsten Immobilisierungs- und Entmaterialisierungsgrad auf¹⁷.

Bei der *Sammelverwahrung* werden Wertpapiere derselben Gattung mehrerer Hinterleger ungetrennt nach den Beständen der einzelnen Hinterleger in einem offenen Depot verwahrt. Bei Verwahrung durch die Depotbank des Hinterlegers spricht man von Haussammelverwahrung; üblich ist heute die zentrale Sammelverwahrung durch eine zentrale Wertpapierverwahrungsstelle. In der Schweiz wurde die zentrale Sammelverwahrung 1970 mit der Gründung der SEGA (Schweizerische Effekten-Giro AG, heute SIS Segal-InterSettle AG [SIS]), einem Gemeinschaftswerk der Banken, verwirklicht.

Beim System der *Globalurkunden* wird eine Mehrzahl von Einzelurkunden einer bestimmten Emission oder die gesamte Emission in einem einzigen Wertpapier zusammengefasst. Die Globalurkunde ist "ein Wertpapier, in dem alle gleichartigen Rechte an einer grössermässig bestimmten Fremd- oder Eigenkapitalmasse unter Wahrung ihrer rechtlichen Selbstständigkeit einheitlich und insgesamt verbrieft sind"¹⁸. In der Schweiz unterscheidet die SWX Swiss Exchange (SWX) sog. technische Globalurkunden¹⁹ und Globalurkunden auf Dauer²⁰. Bei der technischen Globalurkunde behält der Anleger sein Recht auf Druck und Auslieferung von Einzelurkunden²¹. Die seit 1997 zugelassene Globalurkunde auf Dauer verbrieft alle handelbaren Rechte, welche im Rahmen einer bestimmten Emission begeben werden. Das Recht, den Druck und die Auslieferung der Einzelurkunden zu veranlassen, steht ausschliesslich dem Federführer bzw. dem Emittenten zu²².

Die SIS verwahrte Ende 2003 gesamthaft rund 4,1 Mio. Stück Wertpapiere, davon 2 Mio. Stück Forderungspapiere mit einem Nominalwert von 534,3 Mrd. Fr. und 2,2 Mio. Stück Beteiligungspapiere. Bei den Forderungspapieren waren 3'476 als Globalurkunden ausgestaltet; das entspricht 0,17 Prozent der Titel, die jedoch 90 Prozent des Nominalwerts ausmachten. Die verbleibenden 1,2 Mio. Einzelstücke verbrieften hingegen einen Nominalwert von 54,9 Mrd. Fr. Auch bei den Beteiligungspapieren ist die Bedeutung der Globalurkunde überragend. Die 2,2 Mio. bei der SIS hinterlegten Beteiligungspapiere repräsentieren 80,9 Mrd. Einzelstücke (Aktien etc.). 5'142 oder 0,24 Prozent waren als Globalurkunde ausgestaltet (vor allem Inhaberaktien verbrieft), welche 99,6 Prozent des Gesamtbestandes ausmachen. Die verbleibenden 2,1 Mio. Beteiligungspapiere repräsentieren demgegenüber nur 204 Mio. Einzelstücke.

Während sowohl bei der Sammelverwahrung als auch beim System der Globalurkunden noch physische Titel vorhanden sind, geht das Konzept der *Wertrechte* einen Schritt weiter und verzichtet vollständig auf das körperliche Element. Wertrechte sind nach Art. 2 Bst. a des Bundesgesetzes vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel

¹⁶ Frankreich z. B. hat vom traditionellen Wertpapier vollständig Abschied genommen; vgl. dazu hinten Ziff. 1.3.1.4.

¹⁷ BEAT KLEINER, Zäher Abschied vom Wertpapier im Effektenbereich, SZW 1995, 292.

¹⁸ ROBERT RICKENBACHER, Globalurkunden und Bucheffekten im schweizerischen Recht, Diss. Zürich 1981, 129.

¹⁹ Richtlinie der Zulassungsstelle betr. Verbriefung von Valoren vom 14. Mai 1997 (Richtlinie) Rz. 34 ff.; vgl. <http://www.swx.com/admission/06_rl_verbriefung_d.pdf> (besucht am 17. Juni 2004).

²⁰ Art. 22 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse SWX (KR); vgl. <http://www.swx.com/admission/02_reglement_d.pdf> (besucht am 17. Juni 2004).

²¹ Richtlinie (Fn. 19) Rz. 34 ff.

²² Richtlinie (Fn. 19) Rz. 13.

(Börsengesetz, BEHG; SR 954.1) "nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion" wie vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere (ähnlich Art. 32 des Bundesgesetzes vom 18. März 1994 über die Anlagefonds [Anlagefondsgesetz, AFG; SR 951.31]). In der Schweiz sind die Namenaktien der meisten Publikumsgesellschaften als Wertrechte ausgestaltet. Nach dem sog. SIS-Namenaktienmodell mit *aufgeschobenem* Titeldruck²³ werden Aktien oder Aktienzertifikate nur ausgegeben, wenn der Aktionär dies verlangt²⁴; im Übrigen bestehen die Namenaktien nur als Wertrechte²⁵. Beim Namenaktienmodell mit *aufgehobenem* Titeldruck, das seit 1998 durch eine Reihe von Publikumsgesellschaften eingeführt worden ist, entfällt der Anspruch auf Druck und Auslieferung von Aktienzertifikaten demgegenüber vollständig²⁶. Auch Anlagefondsanteile²⁷ sowie Geldmarktbuchforderungen sind als Wertrechte ausgestaltet.

Die SIS verwaltete Ende 2003 gesamthaft 9,3 Mrd. Wertrechte.

1.1.3 Der Ruf nach einer Reform des Wertpapierrechts

Es steht ausser Frage, dass die Mediatisierung der Wertpapierverwahrung aus mikro- wie makroökonomischer Sicht ganz überwiegend positiv zu beurteilen ist. Die Mediatisierung erlaubt erhebliche Effizienzgewinne. Insbesondere Börsengeschäfte werden über sog. Clearing- und Settlementssysteme²⁸ abgewickelt, die einen weitgehend automatisierten Austausch von Geld und Wertpapieren ermöglichen. Diese Wertpapierabrechnungs- und -abwicklungssysteme sind zentrales Element der Finanzmarktinfrastruktur eines jeden Finanzmarktes, ohne die sich die heute umgesetzten Transaktionsvolumina längst nicht mehr mit vertretbaren Kosten bewältigen liessen. Die mediatisierte Wertpapierverwahrung führt auch zu einer massgeblichen Reduktion der Risiken wie Diebstahl, Verlust oder Fälschung, die mit physischen Transaktionen notwendigerweise verbunden sind. Angesichts der zentralen Bedeutung der Wertpapiermärkte für die Finanzmärkte sowie die Volkswirtschaften als Ganzes sind das gewichtige Vorteile. Schliesslich sind effiziente und sichere Einrichtungen zur Verwahrung von Wertpapieren und zur Abwicklung von Wertpapiergeschäften auch im Interesse der Stabilität des Finanzsystems von grosser Bedeutung.

²³ An der Schweizer Börse SWX sind Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck seit dem 1. Juli 1997 formell zugelassen; vgl. Richtlinie (Fn. 19) Rz. 38 ff.

²⁴ Die Ausgabe von Aktientiteln ist im Aktienrecht nicht zwingend vorgeschrieben. Der Aktionär hat nur, wenn dies statutarisch vorgesehen ist, ein Recht auf Ausgabe von Aktien in Wertpapierform; vgl. PETER FORSTMOSER / THOMAS LÖRTSCHER, Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck, SAG 59 (1987), 50 ff.; MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 N 33 ff.; ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 130.

²⁵ Dazu THOMAS LÖRTSCHER / BRUNO EGGIMANN, Gutachten zu Handen des Verwaltungsrats-Ausschusses der SEGA zur Frage der Realisierbarkeit des Projektes "Aufnahme von CH-Namenaktien in die SEGA" aus rechtlicher Sicht, Zürich, 15. Januar 1985. Ein ähnliches System wurde bereits 1939 für Forderungen aus Geldaufnahme oder aus Schuldübernahme für Rechnung der Bundes- und der Bundesbahnverwaltung eingeführt (vgl. Art. 10 des Bundesgesetzes vom 21. September 1939 über das eidgenössische Schuldbuch [SR 612.1]). Das eidgenössische Schuldbuch, das bisher im Auftrag des Bundes durch die Schweizerische Nationalbank geführt worden ist, ist mit Inkrafttreten des neuen Nationalbankgesetzes (Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank vom 3. Oktober 2003 [SR 951.11]) aufgehoben worden; vgl. BBI 2002 6274 ff.

²⁶ HUBER / HODEL / STAUB GIEROW (Fn. 14), Art. 24 KR Rz. 5.

²⁷ Art. 23 Abs. 4 AFG.

²⁸ Vgl. Glossary (Fn. 7), 8, Stichwort "clearing system": "a set of procedures whereby financial institutions present and exchange data and/or documents relating to other financial institutions at a single location (clearing house)"; Stichwort "settlement": "the completion of a transaction, wherein the seller transfers securities or financial instruments to the buyer and the buyer transfers money to the seller".

Die Entwicklung der rechtlichen Grundlagen der mediatisierten Wertpapierverwahrung hat mit der stürmischen technischen Entwicklung auf diesem Gebiet allerdings nicht mitgehalten. In der Schweiz wie auch in vielen anderen Rechtsordnungen wurde die Mediatisierung bisher weitgehend auf der Grundlage des herkömmlichen Wertpapier-, Schuld- und Sachenrechts bewältigt. Bereits die Sammelverwahrung und das System der Globalurkunden rühren jedoch an grundlegende wertpapierrechtliche Vorstellungen, weil das Wertpapier mit der Immobilisierung seine Legitimations- und seine Transportfunktion verliert. Erst recht lässt sich das Konzept der Wertrechte, das vollständig auf das Verkörperungselement verzichtet, auf der Grundlage des geltenden Wertpapierrechts nicht mehr befriedigend bewältigen²⁹.

In den letzten Jahren ist deshalb der Ruf nach einer grundlegenden Modernisierung des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung mit zunehmender Dringlichkeit laut geworden. So haben sich im November 2001 der Ausschuss für Zahlungs- und Abwicklungssysteme (CPSS) der Zehnergruppe³⁰ und die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) in ihren Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme dafür ausgesprochen, Wertpapiere so weit als möglich zu immobilisieren oder zu entmaterialisieren und für eine Übertragung mittels Bucheintrag bei der Zentralsammelverwahrungsstelle zu sorgen³¹. Auch in einem Aktionsplan der Group of Thirty, einem Zusammenschluss von weltweit tätigen Finanzinstituten, nimmt die Forderung nach einer Verbesserung der Rechtssicherheit vor allem bei der grenzüberschreitenden Abwicklung von Wertpapiertransaktionen eine zentrale Stellung ein³². Dazu ist eine Reform des Wertpapierrechts notwendig, durch welche die Anleger im Konkurs des Intermediärs geschützt, einfache und transparente Verfahren für die Begründung sowie Verwertung von Sicherungsrechten bereitgestellt werden sowie die Finalität von Verfügungen über mediatisiert verwahrte Wertpapiere gewährleistet wird³³. Der Aktionsplan begründet den Handlungsbedarf damit, dass die Sicherheit und Effizienz der globalen Kapitalmärkte abhängig ist von einer effizienten Abrechnung und Abwicklung von Finanzmarktgeschäften mit Wertpapieren, Forderungen und Derivativen³⁴.

Dieser Ruf ist in jüngerer Zeit in einer ganzen Reihe von Rechtsordnungen aufgenommen worden. So legte die Uniform Law Conference of Canada im August 2003 einen umfangreichen Bericht für einen Uniform Securities Transfer Act³⁵ sowie ein Konsultationspapier

²⁹ Zum Reformbedarf des geltenden Rechts vgl. hinten Ziff. 1.4.1.

³⁰ Zur Zehnergruppe (G10) gehören neben den G7-Ländern (USA, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien) Belgien, Holland, die Schweiz und Schweden.

³¹ Committee on Payment and Settlement Systems / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Recommendations for securities settlement systems, November 2001, Empfehlung 6; vgl. www.bis.org oder www.iosco.org.

³² Vgl. Group of Thirty, Global Clearing and Settlement, A Plan of Action, Washington 2003, 46.

³³ Group of Thirty (Fn. 32), 111 ff.

³⁴ Group of Thirty (Fn. 32), 13, 16. Der Bericht führt weiter aus: "Our research indicates widespread belief that the risks involved in clearing and settlement, including the risk and associated cost of a systemic disruption, are unacceptably high. (...) From long experience, both market practitioners and public officials know that things can go very wrong in markets very quickly, and a scenario in which a major shock could lead to critical failure is not difficult to imagine. There is also every reason to believe that future developments in international markets will be even more challenging. Risks will rise with the increase of cross-border trading because of the many connections involved, each introducing some level of uncertainty and greatly complicating risk assessment in crisis situations."

³⁵ Canadian Securities Administrators' Uniform Securities Transfer Act Task Force, Proposals for a Uniform Securities Transfer Act o. O., 1. August 2003; abrufbar unter http://www.ulcc.ca/en/poam2/Proposed_USTA_EN.pdf (besucht am 17. Juni 2004).

für die Reform des kanadischen Wertpapierrechts³⁶ vor, der sich weitgehend an den 1994 promulgierten Artikel 8 des US-amerikanischen Einheitlichen Handelsgesetzbuches (Uniform Commercial Code, UCC) anlehnt. Im Vereinigten Königreich untersucht eine Arbeitsgruppe unter Leitung von Sir ROY GOODE Notwendigkeit und Umfang einer Reform³⁷. In Japan wurde eine Reform des Rechts der Schuldverschreibungen 2002 abgeschlossen; die im Januar 2003 in Kraft getretene Novelle ermöglicht die Entmaterialisierung von Obligationen und anderen Forderungspapieren³⁸. Eine entsprechende Reform des Aktienrechts ist Ende vergangenen Jahres in Kraft getreten. Auch Luxemburg hat das Recht der mediatisierten Wertpapierverwahrung durch das Gesetz vom 2. August 2001 betreffend die Übertragung von Wertpapieren und anderen vertretbaren Instrumenten unlängst neu geordnet³⁹.

Auf internationaler Ebene ergriff die Haager Konferenz für internationales Privatrecht im Mai 2000 die Initiative und verabschiedete bereits im Januar 2002 das Haager Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte an Intermediär-verwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung (Haager Wertpapierübereinkommen; HWpÜ)⁴⁰. Dieses Übereinkommen vereinheitlicht das Kollisionsrecht zur Bestimmung der Rechtsordnung, welche auf Rechte an mediatisiert verwahrten Wertpapieren anwendbar ist. Derzeit laufen Projekte für die Modernisierung des materiellen Wertpapierrechts beim Römer Institut für die Vereinheitlichung des Privatrechts (Unidroit) sowie im Rahmen der Europäischen Union.

Auch die schweizerische Lehre fordert seit längerem eine grundlegende Modernisierung des Wertpapierrechts⁴¹. In der direkt betroffenen Industrie stiess diese Forderung zunächst auf einige Zurückhaltung. Sie wies darauf hin, dass das auf der Grundlage von allgemeinen Vorschriften des Sachen-, Schuld- und Konkursrechts geschaffene und durch Rechtsgutachten sowie vertragliche Abreden modifizierte schweizerische System⁴² gesamthaft befriedigend funktioniere und bis heute in keinem öffentlich bekannt gewordenen Rechtsstreit grundlegend in Frage gestellt worden sei. Mit der 1997 in Kraft getretenen Revision der Art. 16 und 37b (heute Art. 37d in der Fassung vom 3. Oktober 2003, in Kraft seit 1. Juli 2004) des Bundesgesetzes vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG; SR 952.0) wurde zudem der Schutz der Anleger im Konkurs ihrer Verwahrungsstelle nachhaltig verbessert. Insbesondere im grenzüberschreitenden Rechtsverkehr und im Verkehr mit ausländischen Finanzmarktaufsichtsbehörden hatten schweizerische Finanzintermediäre allerdings in den vergangenen Jahren zunehmend

³⁶ Canadian Securities Administrators' Uniform Securities Transfer Act Task Force, Proposal for a modernized uniform law in Canada governing the holding, transfer and pledging of securities, Consultation paper, o. O., 1. August 2003.

³⁷ Vgl. Unidroit Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, Position Paper, Rom, August 2003, 10 und Fn. 11; das Papier ist abrufbar unter <<http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/studygroup/positionpaper-2003-08.pdf>> (besucht am 17. Juni 2004).

³⁸ Vgl. Unidroit Position Paper (Fn. 37), 9.

³⁹ Zu Luxemburg vgl. hinten Ziff. 1.3.1.2.

⁴⁰ Vgl. hinten Ziff. 2.2.

⁴¹ Vgl. ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 129; JEAN NICOLAS DRUEY, Die Entmaterialisierung des Wertpapiers, Einige rechtsvergleichende Hinweise, SAG 59 (1987), 69 f.; MEIER-HAYOZ (Fn. 3), 398; MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 39; PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. Aufl. Bern 2004, 823 ff.; FORSTMOSER / LÖRTSCHER (Fn. 24), 64; PETER FORSTMOSER, Das schweizerische Kapitalmarktrecht in Bewegung, in: Bankwirtschaftliche Konsequenzen neuerer Rechtsentwicklungen (Bern 1992), 4; BSK-FURTER, Art. 965 OR N 24. Gegen neue gesetzliche Regelungen: KLEINER (Fn. 17), 295.

⁴² Vgl. hinten Ziff. 1.2.

Mühe, das schweizerische System zufrieden stellend zu erklären. Auch unter Praktikern setzte sich daher in jüngerer Zeit die Erkenntnis durch, dass sich die mediatisierte Wertpapierverwahrung auf Dauer nicht auf der Grundlage eines gesetzlichen Rahmens, der im Wesentlichen im 19. Jahrhundert geschaffen wurde, bewältigen lässt. Gefördert wurde die Diskussion auch durch die Arbeiten am HWpÜ, an denen die Schweiz aktiv teilnahm und welche an verschiedenen Veranstaltungen in der Schweiz erörtert wurden⁴³.

2001 ergriffen deshalb die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) und die SIS die Initiative und setzten eine Arbeitsgruppe aus Finanzmarktjuristen ein. Diese Arbeitsgruppe erarbeitete in Zusammenarbeit mit Prof. Dr. HANS CASPAR VON DER CRONE (Universität Zürich) einen Vorentwurf für ein Bundesgesetz über die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren und Bucheffekten (Wertpapierverwahrungsgesetz, WVG)⁴⁴.

Der Vorentwurf, der dem Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD) im Januar 2003 zur weiteren Bearbeitung unterbreitet wurde, umfasst 30 Artikel. Er regelt in drei Kapiteln die Grundlagen der Immobilisierung bzw. Entmaterialisierung, also die Konzepte Sammelverwahrung, Globalurkunde und Bucheffekten. Bucheffekten sind definiert als Wertrechte, die in einem von einer Zentralverwahrungsstelle geführten öffentlichen Hauptregister eingetragen sind (Art. 14 VE-WVG). In einem weiteren Kapitel finden sich gemeinsame Bestimmungen zur Übertragung und Verpfändung von mehrstufig verwahrten Wertpapieren (vgl. Art. 21 – 26 VE-WVG), wobei grundsätzlich auf den Bucheintrag im Depotkonto des Anlegers abgestellt wird. Die Stellung des Einlieferers ist demgegenüber für jede Verwahrungsform gesondert geregelt (vgl. Art. 7 – 10 VE-WVG für sammelverwahrte Wertpapiere, Art. 18 – 20 VE-WVG für Bucheffekten). Grundsätzlich wird dabei an das heute geltende Konzept des modifizierten und labilen Miteigentums angeknüpft (Art. 7 VE-WVG für sammelverwahrte Wertpapiere, Art. 11 VE-WVG für Globalurkunden); auf die vollständig entmaterialisierten Bucheffekten wird dieses sachenrechtliche Konzept für sinngemäss anwendbar erklärt (Art. 18 VE-WVG). Der Geltungsbereich des Vorentwurfs beschränkt sich auf die Verwahrung und Verwaltung von sammelverwahrten Wertpapieren, Globalurkunden und Bucheffekten durch Banken und Effektenhändler (vgl. Art. 2 Abs. 1 i. V. m. Art. 3 Bst. d VE-WVG).

1.1.4 Einsetzung und Mandat der Arbeitsgruppe

Zur weiteren Bearbeitung des Vorentwurfs setzte das EFD in Absprache mit dem Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartement im April 2003 eine technische Arbeitsgruppe ein. Die Arbeitsgruppe hatte den Auftrag, den Vorentwurf zu überarbeiten und Differenzen zu bereinigen; ausserdem sollte sie prüfen und sicherstellen, dass der Vorentwurf mit dem HWpÜ und der schweizerischen Rechtsordnung kompatibel sei. Für die Vorbereitung der Ratifikation des HWpÜ blieb das Bundesamt für Justiz federführend, doch verabredeten die beiden Departemente, die Überprüfung der materiellen Rechtsgrundlagen und die Vorbereitung der Ratifikation des HWpÜ so weit als möglich parallel voranzutreiben, da die rechtstatsächliche Ausgangslage für beide Elemente dieselbe ist.

⁴³ Dazu hinten Ziff. 1.3.2.1.

⁴⁴ Vgl. dazu HANS CASPAR VON DER CRONE / FRANZ J. KESSLER / ANDREAS GERSBACH, Der Entwurf zu einem schweizerischen Wertpapierverwahrungsgesetz (WVG), in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 11/2002+2003, Bern 2004, 135 ff.

Der Arbeitsgruppe setzte sich wie folgt zusammen:

- Dr. iur. Hans Kuhn, LL.M., Rechtsanwalt, Direktor Schweizerische Nationalbank, Börsenstrasse 15, 8001 Zürich (Leitung);
- Hans-Peter Ammann, Rechtskonsulent, SIS Swiss Financial Services Group AG, Baslerstrasse 100, 4600 Olten;
- Dr. iur. Matthäus Den Otter, Eidg. Bankenkommission, Schwanengasse 12, 3003 Bern;
- Dr. iur. Martin Hess, Rechtsanwalt, Wenger Vieli Belser, Dufourstrasse 56, 8008 Zürich;
- Dr. iur. Brigitte Hofstetter, LL.M., Fürsprecherin, Eidg. Finanzdepartement, Bundesgasse 3, 3003 Bern;
- Dr. iur. Alexander Markus, Rechtsanwalt, Sektionschef Bundesamt für Justiz, bzw. Dr. iur. Samuel Baumgartner, Fürsprecher, LL.M., M.L.I., stellvertretender Sektionschef Bundesamt für Justiz, Taubenstr. 16, 3003 Bern (alternierend);
- Dr. iur. Christina Schmid, Fürsprecherin, Chefin Eidg. Amt für Grundbuch- und Bodenrecht, Taubenstr. 16, 3003 Bern;
- Prof. Dr. iur. Luc Thévenoz, Universität Genf, 40, boulevard du Pont d'Arve, 1211 Genf;
- PD Dr. iur. Christoph Winzeler, Advokat, Schweizerische Bankiervereinigung, Aeschensplatz 7, 4052 Basel.

Das Sekretariat wurde durch Dr. iur. Franziska Löw, LL.M., Advokatin, Schweizerische Nationalbank, geführt.

Die Arbeitsgruppe hat ihre Arbeiten im Juni 2003 aufgenommen und bis Juni 2004 gesamthaft elf ganz- und halbtägige Arbeitssitzungen abgehalten. Sie hat den Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz, BEG) und den Bericht am 15. Juni 2004 einstimmig verabschiedet. Zur Erleichterung der rechtstatsächlichen Abklärungen haben die Bankenvertreter in der Arbeitsgruppe Anfang 2004 eine Industriekontaktgruppe gebildet, in der Vertreter der Grossbanken, der Privatbanken sowie der Kantonalbanken Einsitz nahmen.

1.2 Die mediatisierte Verwahrung von Wertpapieren im geltenden schweizerischen Recht

1.2.1 Überblick

Trotz der überragenden Bedeutung der mediatisierten Wertpapierverwahrung finden sich bis heute im schweizerischen Recht nur punktuell gesetzliche Regelungen, die darauf Bezug nehmen. Zu erwähnen sind Art. 2 Bst. a BEHG, der eine Legaldefinition für Wertrechte enthält, sowie Art. 16 und 37d BankG, die dem Hinterleger im Konkurs seiner Depotstelle ein Absonderungsrecht an seinen Depotbeständen einräumen. Im Übrigen ergibt sich der rechtliche Rahmen der mediatisierten Wertpapierverwahrung überwiegend aus den allgemeinen Regelungen des Sachen- und des Obligationenrechts sowie des Bundesgesetzes vom 11. April 1889 über Schuldbetreibung und Konkurs (SchKG; SR 281.1). Diese allge-

meinen Rechtsgrundlagen werden durch eine Reihe von Rechtsgutachten und die vertraglichen Vereinbarungen zwischen Betreibern von und Teilnehmern an den Effektenabwicklungs- und -abrechnungssystemen ausgelegt und angepasst. Auch das Bundesgesetz vom 18. Dezember 1987 über das Internationale Privatrecht (IPRG; SR 291) sieht bislang keine besonderen Kollisionsregeln für mehrstufig gehaltene Wertpapiere vor.

Im Einzelnen gilt Folgendes:

1.2.2 Sammelverwahrung

Die Sammelverwahrung beruht in der Schweiz auf dem von LIVER⁴⁵ entwickelten Konzept des modifizierten und labilen Miteigentums. Modifiziert ist das Miteigentum, weil unter den Miteigentümern nur theoretische Rechtsbeziehungen bestehen; und labil ist es insofern, als der Hinterleger seinen Anteil jederzeit herausverlangen kann, ohne dass dazu die Mitwirkung der anderen Hinterleger notwendig ist⁴⁶. Grundlage des Konzepts bildet Art. 484 des Obligationenrechts (OR; SR 220), eine Bestimmung des Hinterlegungsvertragsrechts, wonach der Lagerhalter eine Vermengung vertretbarer Güter mit anderen der gleichen Art und Güte nur mit ausdrücklicher Zustimmung des Hinterlegers vornehmen darf. Das Sammeldepot gilt als besondere Erscheinungsform gewöhnlicher Hinterlegung, bei welcher das Eigentum bei den Hinterlegern bleibt; diese haben Miteigentum an den im Sammeldepot liegenden Effekten⁴⁷. Fehlt eine entsprechende vertragliche Grundlage bzw. hat der Hinterleger der Vermengung nicht zugestimmt, kann für die Begründung von Miteigentum Art. 727 Abs. 1 des Zivilgesetzbuchs (ZGB; SR 210) analog herangezogen werden⁴⁸. Mit der Sammelverwahrung entstehen gestufte Besitzverhältnisse (Art. 920 ZGB): Der Hinterleger bleibt mittelbarer Besitzer der Effekten; bei der Haussammelverwahrung wird die Depotbank unmittelbare Besitzerin, bei der Drittsammelverwahrung erwirbt die Depotbank ebenfalls mittelbaren und die zentrale Verwahrungsstelle unmittelbaren Besitz. Gemäss anerkannter Lehre und Rechtsprechung erwerben die Deponenten nach erfolgter Vermengung an sämtlichen hinterlegten Gegenständen gleicher Art und Güte Miteigentum im Verhältnis der von ihnen hinterlegten Anzahl Titel zum jeweiligen Sammeldepotgesamtbestand⁴⁹.

Die Sammelverwahrung setzt eine entsprechende Ermächtigung der Depotbank durch den Hinterleger im Depotvertrag voraus, der nach Auftrags- und Hinterlegungsvertragsrecht zu beurteilen ist⁵⁰. Für die Drittsammelverwahrung schliesst die Depotbank z. B. mit der SIS als zentraler Verwahrungsstelle einen so genannten Teilnehmervertrag ab; es handelt sich dabei ebenfalls um einen gemischten Vertrag mit Auftrags- und Hinterlegungsvertrags-elementen. Zwischen dem Kunden der Depotbank und der SIS bestehen keine vertraglichen Beziehungen⁵¹.

⁴⁵ PETER LIVER, Gutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung über das Effekten-Giro-Sammeldepot-System, 19. Juli 1963; PETER LIVER, Ergänzungsgutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung über das Effekten-Giro-Sammeldepot-System, 15. Juli 1969.

⁴⁶ MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 13.

⁴⁷ BGE 77 I 40.

⁴⁸ MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 13 ff.

⁴⁹ ZK-HAAB / SIMONIUS / SCHERRER / ZOBL, Art. 727 ZGB Rz. 94b.

⁵⁰ ZK-HAAB / SIMONIUS / SCHERRER / ZOBL, Art. 727 ZGB Rz. 94a; MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 14 f.

⁵¹ MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 11.

Die Übertragung der Miteigentumsanteile an sammelverwahrten Effektenbeständen erfolgt aus *rechtlicher* Sicht (nicht aber faktisch) ausschliesslich durch Übertragung des Besitzes an der Urkunde (Art. 967 Abs. 1 OR). Das gilt auch für die Ordrepapiere (vgl. Art. 967 Abs. 2 OR), deren Sammelverwahrung ein Blankoindossament bzw. eine Blankozession voraussetzt. Die Besitzübertragung erfolgt durch Besitzeinweisung (Art. 924 ZGB), also durch Anweisung des mittelbaren selbständigen Besitzers an den unmittelbaren Besitzer, in Zukunft einer anderen Person den Besitz zu vermitteln⁵². Bei der Drittsammelverwahrung zeigt der Veräusserer (Bankkunde) den Besitzübergang seiner Depotbank an, welche diese Anzeige wiederum (in anonymisierter Form) an die zentrale Verwahrungsstelle weiterleitet. Lässt der Erwerber die erworbenen Effekten auf derselben Bank bzw. über seine eigene Depotbank bei derselben zentralen Verwahrungsstelle wie der Veräusserer verwahren, so müssen diese Effekten physisch nicht bewegt werden. Die Verbuchung der Übertragung durch die Depotbank bzw. die zentrale Verwahrungsstelle hat aus *rechtlicher* Sicht (nicht aber faktisch) bloss deklaratorische Bedeutung, da das Eigentum bereits mit der Besitzeinweisung, d. h. mit Empfang der Anzeige durch den Besitzmittler (Art. 924 Abs. 2 ZGB), übergegangen ist.

1.2.3 Globalurkunden

Auch das System der Globalurkunde, bei welchem mindestens noch eine Urkunde existiert, beruht auf einem sachenrechtlichen Konzept⁵³. Die Anleger haben Miteigentum am Gesamtbestand der in einer Urkunde verbrieften Rechte, und zwar im Verhältnis der von ihnen gehaltenen Anzahl Rechte zum Gesamtbestand. Dieses Miteigentumskonzept ist vergleichbar mit demjenigen bei der Sammelverwahrung. Verschieden ist einzig das Objekt des Miteigentums: Bei der Sammelverwahrung besitzt der Anleger Miteigentum an einer Vielzahl von Wertpapieren, während bei der Globalurkunde einzig diese Urkunde als Einzelsache Miteigentumsgegenstand ist⁵⁴. Gesetzliche Grundlagen dieser Verwahrungsförm bilden die Art. 727 ZGB und 484 OR⁵⁵. Entwickelt wurde das Konzept Mitte der 1980er-Jahre in Gutachten von PATRY⁵⁶ und FORSTMOSER⁵⁷. Auch die Verfügung über die Miteigentumsanteile an global verurkundeten Effekten erfolgt nach den gleichen Grundsätzen wie bei der Sammelverwahrung, d. h. durch Besitzeinweisung (Art. 924 Abs. 1 ZGB) an die Depotbank bzw. zentrale Verwahrungsstelle.

1.2.4 Wertrechte

Mit Erlass von Art. 2 Bst. a BEHG fand das Konzept der Wertrechte gesetzliche Verankerung, wobei Wertrechte definiert sind als nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere⁵⁸. Allerdings

⁵² Vgl. BSK-STARK, Art. 924 ZGB Rz. 1; auch BGE 121 III 85.

⁵³ MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 26; ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 127 f.

⁵⁴ ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 128.

⁵⁵ ZK-HAAB / SIMONIUS / SCHERRER / ZOBL, Art. 727 ZGB Rz. 94d; BGE 112 II 406.

⁵⁶ ROBERT PATRY, Gutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung zur Frage der Begebung von globalurkundlich verbrieften Anleihen (Globalurkunden), 2. April 1985; ROBERT PATRY, Ergänzungsgutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung zur Frage der Globalurkunden, 16. August 1985.

⁵⁷ PETER FORSTMOSER, Gutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung über die börsenmässige Behandlung von Globalurkunden, 2. Oktober 1986.

⁵⁸ Vgl. CHRISTOPH BRUNNER, Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere, Bern 1996, 187.

weist diese Legaldefinition keinen materiellen Gehalt auf; insbesondere sagt sie nicht, wann nicht verurkundete Rechte die gleiche Funktion aufweisen wie Wertpapiere.

Bei den Wertrechten ist die Loslösung des Rechts von der Urkunde vollständig verwirklicht. Sie haben nach in der Schweiz herrschender Lehre keinen dinglichen Charakter mehr, sondern stellen rein obligatorische Rechte dar. Daraus wird abgeleitet, dass sie nach zessionsrechtlichen Grundsätzen (Art. 164 ff. OR) übertragen und nach den Vorschriften über die Forderungsverpfändung (Art. 899 f. ZGB) verpfändet werden. Das heisst insbesondere, dass für die Übertragung und Verpfändung die Schriftform zu beachten ist⁵⁹. Eine Minderheit der Lehre⁶⁰ lehnt die Anwendung der zessionsrechtlichen Grundsätze auf die Übertragung von Wertrechten mit der Begründung ab, dass hinsichtlich der Übertragung von Wertrechten eine Gesetzeslücke bestehe, die durch die Anerkennung des Bucheintrags als konstitutiver Übertragungsakt für Wertrechte zu schliessen sei. Obwohl überzeugend, hat sich diese Lehrmeinung bis heute nicht durchsetzen können.

1.2.5 Mediatisiert verwahrte Wertpapiere im Konkurs der Depotbank

Eine grundlegende Voraussetzung für die Einrichtung von zentralen Verwahrsystemen war der Schutz des Hinterlegers im Konkurs seiner Depotbank oder der zentralen Verwahrungsstelle. Da der Hinterleger nach unbestrittener Lehre⁶¹ an sammelverwahrten bzw. globalverurkundeten Wertpapieren Eigentümerstellung hat, steht ihm für seine Papiere im Konkurs der Depotbank bzw. der zentralen Verwahrungsstelle gemäss Art. 242 SchKG ein Aussonderungsanspruch zu. Neben dem sachenrechtlichen Herausgabeanspruch kann der Hinterleger seine Wertpapiere auch gestützt auf den Depotvertrag mit seiner Depotbank und die darauf anwendbaren Art. 475 Abs. 1 bzw. Art. 484 Abs. 2 OR jederzeit zurückfordern. Dasselbe gilt auch im Verhältnis zwischen der Depotbank und der zentralen Verwahrungsstelle, wo ebenfalls Hinterlegungsvertragsrecht anwendbar ist.

Mit der Revision der Art. 16 und 37b BankG von 1995 wurde der Schutz des Anlegers im Konkurs einer Depotstelle in verschiedener Hinsicht verbessert⁶². Nach dem heutigen Art. 37d Abs. 1 BankG (in der Fassung vom 3. Oktober 2003, in Kraft seit 1. Juli 2004) werden im Konkurs einer Depotbank die Depotwerte nicht zur Konkursmasse gezogen, sondern unter Vorbehalt sämtlicher Ansprüche der Bank gegenüber dem Deponenten zu dessen Gunsten abgesondert. Als Depotwerte gelten gemäss Art. 16 BankG unter anderem Effekten, zu denen nach Art. 2 Bst. a BEHG auch Wertrechte zu zählen sind. Ist die konkursite Bank selber Deponentin bei Dritten, z. B. bei der SIS, so werden die Depotwerte als Bestände ihrer Depotkunden vermutet und ebenfalls abgesondert (Art. 37d Abs. 2 BankG). In sachlicher Hinsicht setzen die Art. 16 / 37d BankG einen Depotvertrag zwi-

⁵⁹ Für die Abtretung ist ein schriftlicher Abtretungsvertrag (Art. 165 Abs. 1 OR) und für die Verpfändung ein schriftlicher Pfandvertrag (Art. 900 Abs. 1 ZGB) erforderlich. Vgl. FORSTMOSER / LÖRTSCHER (Fn. 24), 51 f.; ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 129; MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 35.

⁶⁰ Vgl. BRUNNER (Fn. 58), 204 ff.

⁶¹ Vgl. Ziff. 1.2.2 und 1.2.3.

⁶² Die Revision erfolgte im Rahmen des Bundesgesetzes über Schuldbetreibung und Konkurs vom 16. Dezember 1994. Sie wurde durch einen Vorstoss der SBVg ausgelöst, die in einem nicht veröffentlichten Grundlagenpapier entsprechende Vorschläge erarbeitet hatte. Vgl. Änderungsvorschlag für das Schuldbetreibungs- und Konkursgesetz (SchKG) zur Verbesserung des Aussonderungsrechts des Depotkunden im Konkurs seiner Bank, Basel 1988.

schen der Bank und ihrem Kunden voraus, aufgrund dessen der Kunde der Bank die betreffenden Depotwerte zur Verwahrung übergeben hat⁶³.

Gestützt auf Art. 37d BankG können auch Vermögenswerte abgesondert werden, welche die konkursite Bank für ihren Kunden treuhänderisch hält. Im Unterschied zu Art. 401 OR gilt dies unabhängig davon, ob die Bank die betreffenden Vermögenswerte vom Fiduzianten erhalten oder von einem Dritten auf Rechnung des Kunden erworben hat. Die Absonderung der Depotwerte erfolgt im Unterschied zur Aussonderung gemäss Art. 242 SchKG von Amtes wegen⁶⁴. Eine vergleichbare Regelung gilt mit Art. 16 AFG für Sachen und Rechte, die zum Anlagefonds gehören; auch diese werden im Konkurs der Depotstelle zugunsten der Anleger abgesondert.

Eine Einschränkung des Absonderungsrechts ergab sich bislang daraus, dass der persönliche Anwendungsbereich der Art. 16 und 37d BankG auf Banken im Sinne des BankG beschränkt war⁶⁵. Durch die am 3. Oktober 2003 verabschiedete Teilrevision des BankG betreffend Bankensanierung, Bankenliquidation und Einlegerschutz⁶⁶ ist das bankengesetzliche Absonderungsrecht auf Effekthändler ausgedehnt worden (vgl. Art. 36a BEHG).

1.2.6 Internationales Privatrecht

1.2.6.1 Qualifikation

Auch das IPRG kennt keine besonderen Kollisionsregeln für die mediatisierte Wertpapierverwahrung. Es kommt deshalb auch hier grundsätzlich darauf an, ob ein sachen- oder ein schuldrechtliches Konzept vorliegt⁶⁷. Die Frage, welches Recht dazu berufen ist, über die Rechtsnatur des Rechts des Anlegers zu entscheiden, ist in der schweizerischen Lehre kontrovers. Die Rechtsprechung des Bundesgerichts stellt auf die *lex fori* ab⁶⁸. Die heute herrschende Auffassung spricht sich demgegenüber für Recht und Verkehrssitte am Ausstellungsort der Urkunde bzw. des Wertrechts aus⁶⁹, während eine neuere, sich im Durchsetzen begriffene Auffassung auf die für das verbriefte Recht massgebende Rechtsordnung abstellt⁷⁰. Danach richtet sich die Beurteilung der Rechtsnatur von Mitglied-

⁶³ Im Einzelnen URS BERTSCHINGER, Zum neuen bankengesetzlichen Aussonderungsrecht (Art. 16 und 37b BankG), AJP 1995, 426 ff.

⁶⁴ DANIEL BODMER / BEAT KLEINER / BENNO LUTZ, Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Stand: 14. Lieferung 2003, Art. 37b Rz. 7, 9.

⁶⁵ BODMER / KLEINER / LUTZ (Fn. 64), Art. 16 BankG Rz. 1.

⁶⁶ Vgl. Botschaft zur Änderung des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen, BBl 2002 8060 ff.

⁶⁷ Vgl. zum IPR der mediatisierten Wertpapiere aus schweizerischer Sicht DIETER ZOBL, Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren, SZW 2001, 105–121; DANIEL GIRSBERGER / FLORENCE GUILLAUME, Aspects de droit international privé du transfert et du nantissement des papiers-valeurs et des droit-valeurs détenues dans un système de dépôt collectif, in: LUC THÉVENOZ / CHRISTIAN BOVET (éd.), Journée 2003 de droit bancaire et financier, vol. 10 (Veröffentlichung in Vorbereitung); BK-ZOBL, Syst. Teil Rz. 940 ff.

⁶⁸ BGE 59 II 399.

⁶⁹ Vgl. BSK-FURTER, Art. 965 OR Rz. 26; BK-MEIER-HAYOZ, Syst. Teil Rz. 777, 844; BK-ZOBL, Syst. Teil Rz. 906.

⁷⁰ Vgl. BRUNNER (Fn. 58), 107; BSK-VON PLANTA, Art. 155 IPRG Rz. 13; IPRG-Kommentar Zürich VISCHER, Art. 155 Rz. 24 f.; ZOBL, Internationale Übertragung (Fn. 67), 109.

schaftsrechten nach dem Gesellschaftsstatut⁷¹ und die Frage, ob ein Pfand- oder ein Vollrecht vorliegt, nach dem Wertpapiersachstatut⁷².

1.2.6.2 Sammelverwahrte Wertpapiere und Globalurkunden

Da der Anleger im Falle der Sammelverwahrung von Wertpapieren oder bei Bestehen einer Globalurkunde nach dem Recht der meisten Länder einen sachenrechtlichen Anspruch hat, bestimmt sich das auf die Eigentumsübertragung anwendbare Recht grundsätzlich nach Art. 100 Abs. 1 IPRG. Anwendbar ist gemäss dieser Norm das Recht des Staates, in dem die Wertpapiere im Zeitpunkt des Vorgangs, aus dem der Erwerb oder der Verlust hergeleitet wird, gelegen sind (*lex chartae sitae*). Entscheidend ist also der Ort, an dem die zentrale Sammelverwahrungsstelle die Wertpapiere verwahrt oder verwahren lässt. Eine Rechtswahl ist nur im engen Rahmen von Art. 104 IPRG möglich und kann Dritten nicht entgegengehalten werden.

Für das Pfandrecht an Wertpapieren sieht Art. 105 IPRG eine Sonderanknüpfung vor. Massgebend ist demnach das von den Parteien des Verpfändungsvertrags gewählte Recht, wobei eine Rechtswahl Dritten nicht entgegengehalten werden kann (Art. 105 Abs. 1 IPRG). Daraus kann sich, wie bereits bei der Eigentumsübertragung, eine Spaltung der sachenrechtlichen Wirkung in ein Innen- und ein Aussenverhältnis ergeben⁷³. Fehlt eine Rechtswahl, so ist das Recht am gewöhnlichen Aufenthalt des Pfandgläubigers anwendbar (Art. 105 Abs. 2 IPRG). Dem Wertpapierschuldner kann nur das Recht entgegengehalten werden, dem das verpfändete Recht untersteht (Art. 105 Abs. 3 IPRG).

1.2.6.3 Wertrechte

Weil Wertrechte nach in der Schweiz herrschender Lehre als rein schuldrechtliche Ansprüche zu qualifizieren sind, richtet sich ihre Übertragung nicht nach sachenrechtlichen, sondern nach zessionsrechtlichen Grundsätzen. Im internationalen Verhältnis ergibt sich daraus, dass sich auch die auf die Abtretung solcher Wertrechte anwendbare Rechtsordnung nach den Regeln des internationalen Zessionsrechts (Art. 145 IPRG) bestimmt. Danach findet im Verhältnis gegenüber Dritten das von den Parteien gewählte Recht Anwendung, wobei die Rechtswahl gegenüber dem Schuldner ohne dessen Zustimmung unwirksam ist. Mangels einer Rechtswahl untersteht die Abtretung dem auf die Forderung anzuwendenden Recht (Art. 145 Abs. 1 IPRG).

Für das Pfandrecht bestehen wieder besondere Normen: Wie bei der Verpfändung von Wertpapieren ist die Rechtswahl bei der Verpfändung von Forderungen zulässig, wobei sie Dritten nicht entgegengehalten werden kann (Art. 105 Abs. 1 IPRG). Wurde keine Rechtswahl getroffen, ist die Frage nach dem anwendbaren Recht nach Art. 105 Abs. 2 IPRG zu beantworten. Die Norm unterscheidet zwischen der Verpfändung von gewöhnlichen Forderungen, die sich nach dem Recht am gewöhnlichen Aufenthalt des Pfandgläubigers richtet, und der Verpfändung "anderer Rechte", die dem auf diese anwendbaren Recht unterstehen. Allerdings ist umstritten, ob Wertrechte für die Zwecke von Art. 105 IPRG als "Forderungen" oder als "andere Rechte" zu qualifizieren sind. Die Lehre spricht

⁷¹ Vgl. BSK-VON PLANTA, Art. 155 IPRG Rz. 13; IPRG-Kommentar Zürich VISCHER, Art. 155 Rz. 24 f.

⁷² Vgl. IPRG-Kommentar Zürich HEINI, Art. 105 Rz. 4.

⁷³ Vgl. ZOBL, Internationale Übertragung (Fn. 67), 110 f.

sich dafür aus, dass man, ausgehend von Gesetzeswortlaut und Gesetzssystematik, die Wertrechte unter den Begriff der "ändern Rechte" subsumieren müsste, da es sich insbesondere bei den Mitgliedschaftsrechten eines Aktionärs nicht um eine einzelne Forderung, sondern um eine Rechtsposition handelt. Eine solche Auslegung wird jedoch als unbefriedigend betrachtet, da Wertrechte letztlich die gleiche Funktion erfüllen wie Wertpapiere und deshalb Wertrechte und Wertpapiere auch kollisionsrechtlich gleich behandelt werden sollten⁷⁴.

1.2.7 Mängel des geltenden Rechts

1.2.7.1 Materielles Recht

Sowohl unter Praktikern wie auch in der Lehre besteht heute weitgehend Einigkeit, dass die geltenden materiellrechtlichen Grundlagen nicht ausreichen, um die notwendige Rechtssicherheit und Klarheit im Rechtsverkehr zu gewährleisten⁷⁵. Das gilt insbesondere, wenn auf eine Verbriefung von Rechten vollständig verzichtet wird, also für das Konzept der Wertrechte. Die bloße Anerkennung des Konzepts durch den Gesetzgeber in Art. 2 Bst. a BEHG ohne materielle Regelung lässt wesentliche Fragen offen; das Konzept der Wertrechte ist deshalb *de lege lata* nicht geeignet, zentrale Funktionen des Rechtsinstituts Wertpapier zu erfüllen⁷⁶. So richtet sich nach h. L. die Übertragung von reinen Wertrechten nach zessionsrechtlichen Grundsätzen⁷⁷. Voraussetzung einer wirksamen Zession ist die Einhaltung der Schriftform (Art. 165 Abs. 1 i. V. m. Art. 11 ff. OR). Die Schriftform ist Gültigkeitsvoraussetzung; d. h. die Zession gilt als nicht erfolgt, wenn die Schriftform nicht gewahrt ist⁷⁸. Soweit die schweizerische Praxis auf Wertrechten basiert, wird die Einhaltung des Schriftformerfordernisses durch Abtretungsvollmachten an die Gesellschaft oder die depotführende Bank oder durch Blankozessionen sichergestellt⁷⁹. Die Schriftform ist hier zu einer nutz- und sinnlosen Formalität verkommen, deren Einhaltung mit erheblichen Kosten verbunden ist. Nicht gewährleistet ist bei der Übertragung von Wertrechten auch der Verkehrsschutz⁸⁰. Von hier nicht interessierenden Ausnahmen (Art. 18 Abs. 2, Art. 164 Abs. 2 OR) abgesehen kennt das schweizerische Zessionsrecht keinen Schutz des gutgläubigen Erwerbers⁸¹. Schliesslich richtet sich bei den reinen Wertrechten auch die Legitimation ausschliesslich nach zessionsrechtlichen Grundsätzen; der Schuldner (Emittent) kann somit nur an jenen Gläubiger mit befreiender Wirkung leisten, der an der Forderung materiell berechtigt ist⁸².

⁷⁴ Vgl. ZOBL, Internationale Übertragung (Fn. 67), 110 f.; BRUNNER (Fn. 58), 108 f.

⁷⁵ Vgl. die vorne in Fn. 41 genannten Autoren.

⁷⁶ A. M. wohl ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 134, 139. Die Autoren anerkennen zwar, dass das Wertrecht weder für die Übertragungs- und Verkehrsschutzfunktion noch für die Geltendmachungs- und Legitimationsfunktion eine Rolle spielt. Sie machen jedoch geltend, dass für den Kunden und den Emittenten das Vertrauen in die Banken im Vordergrund stehe. "Fehlt es an diesem Vertrauen, so bleibt dem Investor nichts anderes übrig, als die Papiere selber aufzubewahren."

⁷⁷ Vgl. dazu vorne Ziff. 1.2.4.

⁷⁸ Vgl. BGE 122 III 361.

⁷⁹ Die juristische Kommission der SBVg hat dazu ein einheitliches Eintragungsgesuch entwickelt, das eine Übertragungsvollmacht enthält. Vgl. auch Zirkular der SBVg Nr. 7217 vom 3. Dezember 2002 (Handel mit Namenaktien schweizerischer Gesellschaften: einheitliches Eintragungsgesuch).

⁸⁰ So auch auch ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 133, und MEIER-HAYOZ (Fn. 3), 398.

⁸¹ ZOBL / LAMBERT, (Fn. 2), 133.

⁸² ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 133.

Die rechtlichen Grundlagen der Konzepte Sammelverwahrung und Globalurkunde stehen zwar dogmatisch auf festerem Boden; dennoch hat sich auch hier die Realität der Wertpapiermärkte derart weit von den Vorstellungen des Gesetzgebers entfernt, dass Unklarheiten und Unsicherheiten unvermeidlich sind. So erfolgt die Verfügung über sammelverwahrte und global verurkundete Wertpapiere aus rechtlicher Sicht durch Besitzeinweisung, faktisch jedoch durch Bucheintrag⁸³. Da die Besitzeinweisung eine empfangsbedürftige Willenserklärung ist und damit bereits mit Zugang beim Empfänger Wirkung entfaltet, kann ein Eigentumsübergang vorliegen, bevor die Buchung erfolgt ist. Was den Verkehrsschutz betrifft, so steht für sammelverwahrte Wertpapiere und Globalurkunden zwar ausser Frage, dass hier die sachenrechtlichen Verkehrsschutzregeln (Art. 933 ff. ZGB) zur Anwendung gelangen. Diese stellen jedoch auf den Besitz des unberechtigten Veräusserers als Rechtsscheinsgrundlage ab. Für die mediatisierte Wertpapierverwahrung mit ihren mehrfach gestuften und von aussen nicht überblickbaren Besitzverhältnissen ist diese Regelung indessen untauglich⁸⁴. Schliesslich haben sammelverwahrte oder global verurkundete Wertpapiere auch für die Geltendmachung des Rechts (Legitimationsfunktion) ihre Bedeutung faktisch eingebüsst⁸⁵. Praxis und Rechtswirklichkeit klaffen deshalb auch hier teilweise weit auseinander.

Gesamthaft ist festzuhalten, dass der rechtliche Rahmen der mediatisierten Wertpapierverwahrung in der Schweiz heute nicht mehr zu befriedigen vermag. Diese Feststellung ist indessen in zweifacher Hinsicht zu ergänzen. Einerseits ist zu unterstreichen, dass diese Mängel bis heute nicht zu einem gerichtlichen oder anderen Verfahren geführt haben, welches das geltende System grundsätzlich in Frage gestellt hätte. Das lässt sich damit erklären, dass die mit der Wertpapierverwahrung befassten Finanzintermediäre grosse Anstrengungen unternommen haben, um den Funktionsverlust der Wertpapiere durch eine hohe Sicherheit gewährleistende Ausgestaltung der Effektenverwahrungs- und -abwicklungssysteme zu substituieren⁸⁶. Andererseits ist mit dem bankengesetzlichen Aussonderungsrecht (Art. 16 i. V. m. Art. 37 BankG; Art. 16 AFG, Art. 36a BEHG) der Schutz des Anlegers im Konkurs einer Verwahrungsstelle entscheidend verbessert worden.

1.2.7.2 Internationales Privatrecht

Beim geltenden schweizerischen internationalen Privatrecht der mediatisierten Wertpapierverwahrung liegen die Mängel und Regelungslücken auf der Hand. Die durch die Art. 100, 105 und 145 IPRG geforderte Differenzierung zwischen sachen- und schuldrechtlichen Formen der mediatisierten Wertpapierverwahrung erfordert bereits bei der Feststellung des anwendbaren Rechts eine vertiefte Analyse des materiellen Rechts jener Rechtsordnungen, welche für eine Anwendung allenfalls in Frage kommen. Dazu sind vertiefte Kenntnisse und ein gründliches Verständnis der sachrechtlichen Behandlung in- und ausländischer Verwahrungssysteme und deren rechtlicher Qualifikation nach den Kriterien des schweizerischen materiellen Rechts notwendig. Angesichts der komplexen und gele-

⁸³ ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 131: "Damit rechtfertigt sich die Aussage, wonach das Papier für die Übertragung nur noch aus rechtlich-konstruktiven Gründen eine Rolle spielt."

⁸⁴ ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 133: "Somit wird es trotz der sachenrechtlichen Miteigentumskonstruktion in den meisten Fällen aus rechtlichen und faktischen Gründen an der Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs fehlen."

⁸⁵ ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 133.

⁸⁶ Darauf weisen auch ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 133 ff., hin.

gentlich unklaren Rechtslage des in- und ausländischen Sachrechts ist das eine praktisch kaum lösbare Aufgabe, die überdies nicht immer eindeutige Resultate liefert⁸⁷. Hinzu kommt, dass die Anknüpfung an den Ort der gelegenen Sache (*lex chartae sitae*), die bei Vorliegen einer sachenrechtlichen Qualifikation zur Anwendung gelangt, häufig zufällige Ergebnisse liefert. Der Lageort der Urkunden bezeichnet in mediatisierten Verhältnissen keineswegs immer jene Rechtsordnung, welche mit dem Sachverhalt am engsten verbunden ist⁸⁸. Der effektive Lageort ist den am internationalen Wertpapiergeschäft beteiligten Personen häufig auch gar nicht bekannt, weshalb das nach der traditionellen Regel auf ihre Transaktion anwendbare Recht für sie auch nicht vorhersehbar ist. Deshalb ist es in zahlreichen Fällen nicht möglich, auf der Grundlage der Art. 100, 105 und 145 IPRG das auf grenzüberschreitende Geschäfte mit mehrstufig gehaltenen Wertpapieren anwendbare Recht mit der notwendigen Sicherheit festzustellen.

1.3 Die Reform des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung im ausländischen und einheitlichen Privatrecht

1.3.1 Ausländisches Recht

1.3.1.1 Artikel 8 Uniform Commercial Code

Das bis heute einflussreichste Modell für eine Neuordnung des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung ist das 1994 erlassene 5. Kapitel von Artikel 8 UCC⁸⁹. Der UCC ist ein Modellgesetz, das erst durch Umsetzung in das Recht der US-amerikanischen Bundesstaaten, die auf dem Gebiet des Zivil- und Handelsrechts Gesetzgebungskompetenz haben, Gesetzeskraft erlangt. Artikel 8 UCC in der Fassung von 1994 ist inzwischen in sämtlichen 50 Staaten, im District of Columbia, in Puerto Rico sowie in den US Virgin Islands übernommen worden, überwiegend ohne substantielle Änderungen. Darüber hinaus hat das US-Finanzministerium Art. 8 UCC für die zentrale Verwahrung von Staatsanleihen anwendbar erklärt⁹⁰.

Wie das geltende schweizerische Recht ging auch Art. 8 UCC in seiner ersten Fassung von 1958 davon aus, dass Wertpapiere durch Übertragung des Besitzes an den Urkunden übertragen werden. Eine 1978 in Kraft gesetzte Teilnovelle versuchte, eine gesetzliche Grundlage für die Entmaterialisierung der Wertpapiere zu schaffen, indem parallel zu den Vorschriften über verbrieftete Wertpapiere (*certificated securities*) eine Regelung für entmaterialisierte Wertpapiere (*uncertificated securities*) geschaffen wurde⁹¹. Diese *uncertificated securities* werden durch Eintragung im Register des Emittenten übertragen. Sowohl die Vorschriften über die Übertragung von verbrieften Wertpapieren als auch diejenigen über unverbrieftete Wertpapiere gingen von einer direkten Beziehung zwischen Anleger und Verwahrungsstelle aus. Die 1978er-Fassung von Art. 8 enthielt zwar einige Bestimmun-

⁸⁷ Eingehend Ziff. 1.2.6.

⁸⁸ Vgl. DIETRICH SCHEFOLD, Grenzüberschreitende Wertpapierübertragungen und Internationales Privatrecht, IPRax 2000, 470.

⁸⁹ Vgl. vorne Ziff. 1.1.3.

⁹⁰ Vgl. Regulations Governing Book-Entry Treasury Bonds, Notes and Bills (23. August 1996), 62 Fed. Reg. 43,626 (1996) (kodifiziert als 31 C.F.R. 357.1).

⁹¹ Uniform Law Commissioners, Summary Uniform Commercial Code, revised Article 8. Investment Securities, introduction, vgl. <<http://www.nccusl.org/nccusl/>> (besucht am 17. Juni 2004); BRUNNER (Fn. 58), 99 f.

gen, welche auf die mehrstufige Verwahrung von Wertpapieren Bezug nahm, doch fehlte eine umfassende und kohärente Regelung. Diese Mängel traten beim Konkurs des Effekthändlers Drexel Burnham Lambert Group, Inc. im Jahre 1990 deutlich zutage⁹². Auf Druck der Aufsichtsbehörden wurde Artikel 8 UCC in der Folge einer Revision unterzogen, welche 1994 zur Einfügung eines 5. Kapitels mit einlässlichen Vorschriften über die mediatisierte Wertpapierverwahrung führte.

Zentraler Begriff des 5. Kapitels von Artikel 8 UCC ist das *security entitlement*⁹³, womit das Recht eines Anlegers am Inhalt seines Wertpapierkontos (*securities account*) bei seinem Wertpapierintermediär (*securities intermediary*) umschrieben wird. Der Begriff umfasst sowohl die Rechte des Anlegers gegenüber seiner Depotbank als auch die Rechte der Depotbank gegenüber der Zentralverwahrungsstelle, bei der die Wertpapiere effektiv liegen. Art. 8 UCC nimmt damit Abschied von der Vorstellung, dass ein Anleger ein dingliches Recht an einem Papier habe, das über eine Verwahrungskette gehalten wird. Es umschreibt stattdessen die Rechtsstellung des Berechtigten als ein Bündel von Rechten gegenüber seiner Verwahrungsstelle.

1.3.1.2 Luxemburger Gesetz betreffend die Übertragung von Wertpapieren und anderen vertretbaren Instrumenten

Luxemburg, Sitzstaat der internationalen Zentralverwahrungsstelle Clearstream, hat die mediatisierte Verwahrung von Wertpapieren durch ein Gesetz vom 1. August 2001 betreffend die Übertragung von Wertpapieren und anderen vertretbaren Instrumenten (Loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles, Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg 31.08.2001, No. 106, 2180; LCTIF) neu geordnet⁹⁴. Das Gesetz gilt für Wertpapiere und andere Finanzinstrumente im weitesten Sinne, welche fungibel sind und über einen Depositär gehalten werden (Art. 1 Abs. 1). Dabei spielt keine Rolle, ob die Wertpapiere in physischer Form vorliegen oder entmaterialisiert sind (Art. 1 Abs. 1). Als Depositäre gelten Finanzintermediäre wie Banken, Investmentgesellschaften oder andere professionelle Verwahrungsstellen, die in Luxemburg zugelassen sind (Art. 2). Das Gesetz regelt in 19 Artikeln insbesondere die Rechtsverhältnisse bei Hinterlegung von Wertpapieren bei einem Depositär (Art. 3–5), die Rechte des Hinterlegers gegenüber dem Depositär (Art. 6–10) sowie die Rechte und Pflichten des Depositärs (Art. 11–13). Darüber hinaus finden sich Sonderregeln für Betreiber von Effektenabwicklungssystemen (Art. 14–18).

1.3.1.3 Belgisches Königliches Dekret Nr. 62

Belgien ist ebenfalls Sitzstaat einer internationalen Zentralverwahrungsstelle, Euroclear, und hat deshalb bereits Mitte der 60er-Jahre eine gesetzliche Regelung der mediatisierten Wertpapierverwahrung getroffen. Einschlägig ist das Königliche Dekret Nr. 62 vom 10.

⁹² Vgl. CHARLES W. MOONEY, Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries, 12 Cardozo L. Rev. 315 (1990).

⁹³ Vgl. § 8–102(a)(17) UCC: "the rights and property interest of an entitlement holder with respect to a financial asset specified in Part 5".

⁹⁴ Das LCTIF löste das Règlement grand-ducal du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières (mit mehreren Änderungen) ab, das sich eng an das belgische Recht anlehnte.

November 1967⁹⁵. Das Dekret regelt die Materie in 18 Artikeln. Es findet Anwendung auf die Verwahrung von Finanzinstrumenten durch zentrale Verwahrungsstellen (*organisme de liquidation*) sowie Teilnehmer (*affiliés*) an diesen zentralen Verwahrungsstellen (Art. 1). Sachlich gilt es für die Verwahrung aller Formen von Finanzinstrumenten durch die Verwahrungsstellen, unabhängig davon, ob diese verbrieft oder entmaterialisiert sind oder ob es sich um Namen-, Inhaber- oder Ordrepapiere handelt (Art. 2).

1.3.1.4 Frankreich

In Frankreich wurde zu Beginn der 80-er Jahre das bisherige Effektenwesen⁹⁶ in ein urkundenfreies, ausschliesslich auf Bucheffekten (d. h. Wertrechten) basierendes System umgestellt. Die vom System erfassten Effekten sind seither nur noch in Form einer Buchung auf den Konten der zentralen Girozentrale SICOVAM⁹⁷, auf Konten der Finanzintermediäre oder sogar nur auf Konten beim Emittenten greifbar; die Einzelverwahrung wurde so für die wichtigsten Kapitalmarktpapiere ausgeschlossen⁹⁸.

Am Buchungsprozess für die praktisch bedeutendste Kategorie der Inhabertitel sind insgesamt vier Parteien beteiligt, für welche je ein Konto geführt wird: Der *Emittent* führt ein Bestandesverzeichnis des Gesamtvolumens der betreffenden Emission und hält bei SICOVAM ein diesem Bestandesverzeichnis entsprechendes Konto. Die *intermédiaires habilités* (Depotbanken) haben bei der SICOVAM Konten für ihre Nostro- und Kundenbestände und führen ihrerseits (direkt oder indirekt) Konten für ihre *Kunden*, d. h. für die einzelnen Anleger. Käufe und Verkäufe werden stets nur durch Einschaltung der SICOVAM vollzogen, welche auf den verschiedenen Konten die entsprechenden Buchungen (Belastung des Kontos der Depotbank des Veräusserers, Gutschrift auf dem Konto der Depotbank des Erwerbers) vornimmt. Verpfändete Wertrechte werden auf ein besonderes, von der Emittentin oder einem *intermédiaire habilité* geführtes Konto ausgeschieden⁹⁹.

1.3.2 Internationale und regionale Initiativen

1.3.2.1 Haager Wertpapierübereinkommen

Die bisher erfolgreichste internationale Initiative führte im Dezember 2002 zur Verabschiedung des Haager Übereinkommens über die auf bestimmte Rechte an Intermediär-

⁹⁵ Arrêté royal n° 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des instruments financiers; geändert zuletzt durch die loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers und koordiniert durch den arrêté royal du 27 janvier 2004 portant coordination de l'arrêté royal n° 62.

⁹⁶ D. h. zwar nicht das gesamte Wertpapiersystem, wohl aber die praktisch bedeutenden Kapitalmarktpapiere; im Einzelnen BRUNNER (Fn. 58), 89 Fn. 28.

⁹⁷ Société interprofessionnelle de compensation des valeurs mobilières, heute: Euroclear France (SICOVAM wurde im Jahr 2000 von Euroclear übernommen).

⁹⁸ Im Einzelnen Décret 83-359 du 2 mai 1983 pour l'application de l'article 94-II de la loi de finances pour 1982 (no. 81-1160 du 30 décembre 1981) et relatif au régime des valeurs mobilières, vgl. <<http://www.legifrance.gouv.fr/texteconsolide/AAHBH.htm>> (besucht am 17. Juni 2004); BRUNNER (Fn. 58), 89 ff.; ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 123 ff.

⁹⁹ JEAN FOYER, La dématérialisation des valeurs mobilières en France, in: BERNARD DUTOIT / JOSEF HOFSTETTER / PAUL PIOTET, Mélanges Guy Flattet, Lausanne 1985, 21 ff.; ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 124 f.

verwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung (Haager Wertpapierübereinkommen, HWpÜ)¹⁰⁰.

1.3.2.2 Unidroit – Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary

Das HWpÜ war von Anfang an als reines IPR-Übereinkommen konzipiert. Die Probleme des grenzüberschreitenden Effektenverkehrs lassen sich mit einer Vereinheitlichung des Kollisionsrechts alleine allerdings nicht befriedigend lösen. Deshalb nahm das Römer Institut für die Vereinheitlichung des Privatrechts (Unidroit) im Herbst 2002 Vorarbeiten zu einem Instrument zur materiellen Rechtsvereinheitlichung auf¹⁰¹. Eine Studiengruppe unter der stellvertretenden Leitung von Prof. LUC THÉVENOZ (Universität Genf) veröffentlichte im August 2003 ein Positionspapier dazu¹⁰² und legte im Mai 2004 einen ersten Entwurf zu einem Übereinkommen über materielle Vorschriften zu Intermediär-verwahrten Wertpapieren¹⁰³ vor. Die Studiengruppe, in der alle wichtigen Rechtssysteme vertreten sind, arbeitet auf breiter rechtsvergleichender Basis. Sie führte auf allen wichtigen Finanzmärkten Fact-finding-Missionen durch, so im Sommer 2003 auch in der Schweiz¹⁰⁴. Sie will einen Entwurf zu einem Übereinkommen sowie zu einem nicht-verbindlichen Zusatzinstrument bis 2005 vorlegen. Die Annahme des Instruments könnte nach Abschluss der intergouvernementalen Verhandlungen im Winter 2006/2007 erfolgen.

Die Studiengruppe identifizierte zwei Kernfragen einer Reform des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung: interne Verlässlichkeit (internal soundness) einer Rechtsordnung einerseits und Kompatibilität der Rechtsordnungen andererseits¹⁰⁵. Der Entwurf vom Mai 2004 umfasst Vorschriften zu den folgenden Regelungsgegenständen:

- Wirksamkeit der Rechte des Kontoinhabers gegenüber dem Intermediär und gegenüber Dritten;
- Mindestanforderungen an die Rechtsnatur des Rechts des Kontoinhabers;
- Form und Wirkungen des Bucheintrags als Voraussetzung für den Erwerb von Wertpapieren; Verfügungen über Wertpapiere; Voraussetzungen der Drittwirkung; Sicherungsrechte;
- Schutz des gutgläubigen Erwerbers;
- Verwertung von Sicherheiten in Form von Wertpapieren;
- Unwiderruflichkeit von Instruktionen vor Verfügung; Unwiderruflichkeit von Bucheinträgen;
- Vermeidung von Unterbeständen; Wirkungen von Unterbeständen;

¹⁰⁰ Vgl. zur Entstehungsgeschichte hinten Ziff. 2.2.1.

¹⁰¹ Vgl. Study Group for the preparation of harmonised substantive rules on transactions on transnational and connected capital markets, restricted Study group on item 1: Harmonised Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries as Collateral, Unidroit 2002, Study LXXVIII.

¹⁰² Vgl. Unidroit Position Paper (Fn. 37).

¹⁰³ Vgl. Unidroit Study Group, Draft convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary, Unidroit 2003 – Study LXXVIII – Doc 13.

¹⁰⁴ Die Studiengruppe hielt im März 2004 auf Einladung der Schweizerischen Nationalbank auch eine Session in der Schweiz ab.

¹⁰⁵ Unidroit Position Paper (Fn. 37), 13.

- Beziehungen zwischen Kontoinhaber und Emittent; insbesondere Zahlung von Dividenden und Zinsen; Ausübung von Mitgliedschaftsrechten und Gegenseitigkeit von Verrechnungsrechten;
- Schutz im Fall der Insolvenz eines Intermediärs;
- Ausschluss von Zwangsvollstreckungsmassnahmen auf einer oberen Ebene der Verwahrungspyramide (*upper-tier attachment*).

1.3.2.3 Europäische Union

1.3.2.3.1 Securities Account Certainty Project

Die Europäische Union hat in ihrem Aktionsplan für die Schaffung eines einheitlichen Marktes für Finanzdienstleistungen die Vermittlung von Rechtssicherheit als Stütze für den grenzübergreifenden Wertpapierhandel zu einer der wichtigsten Prioritäten erklärt¹⁰⁶. Die Giovannini-Gruppe, eine von der EU-Kommission eingesetzte Expertengruppe unter Vorsitz von ALBERTO GIOVANNINI, identifizierte in Berichten vom November 2001 und April 2003 den Mangel an Rechtssicherheit als eines der grössten Hindernisse bei der Schaffung eines einheitlichen europäischen Wertpapiermarktes und der Konsolidierung der europäischen Infrastruktur für die Abwicklung von Wertpapiergeschäften¹⁰⁷. Die Gruppe schlug daher ein sog. "EU Securities Account Certainty Project" vor, welches insbesondere auch die Ausarbeitung eines rechtlichen Rahmens für die mediatisierte Verwahrung von Wertpapieren vorsieht¹⁰⁸. Die EU-Kommission nahm diesen Vorschlag in einer Mitteilung vom 28. April 2004¹⁰⁹ auf und schlug die Einsetzung einer Expertengruppe vor, die Vorschläge für einen Gemeinschaftsrechtsakt ausarbeiten soll.

Die Arbeiten im Rahmen der Europäischen Union knüpfen an frühere Rechtsetzungsvorhaben an, die ebenfalls das Recht der mediatisiert verwahrten Wertpapiere betrafen. In diesem Zusammenhang sind insbesondere von Bedeutung:

- die 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 (Amtsblatt Nr. L 166 vom 11.6.1998, 45-50; nachfolgend "Finalitätsrichtlinie");
- die Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten (Amtsblatt Nr. L 168 vom 27.6.2002, 43-50; nachfolgend "Finanzsicherheitenrichtlinie").

¹⁰⁶ Aktionsplan für den Finanzbinnenmarkt vom 11. Mai 1999, vgl. <http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/general/action.htm> (besucht am 17. Juni 2004).

¹⁰⁷ Vgl. Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union (Brüssel, November 2001), 44 ff.; Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements (Brüssel, April 2003), 13 ff.

¹⁰⁸ Die Vorstellungen der Giovannini-Gruppe sind in einem Bericht der European Financial Market Lawyers Group, einem Expertengremium unter Leitung der Europäischen Zentralbank, weiter konkretisiert worden; vgl. EFMLG, Harmonisation of the legal framework for rights evidenced by book-entries in respect of certain financial instruments in the European Union (Frankfurt, Juni 2003).

¹⁰⁹ Vgl. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, COM (2004) 312 final (16. April 2004).

1.3.2.3.2 Finalitätsrichtlinie

Die Finalitätsrichtlinie bezweckt, das mit der Teilnahme an Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen verbundene Risiko, insbesondere bei Konkurs eines Systemteilnehmers, zu vermindern. Zu diesem Zweck anerkennt die Richtlinie die Wirksamkeit von Zahlungen und Übertragungsaufträgen sowie von Aufrechnungen (Netting) auch im Konkurs eines Teilnehmers (Art. 3 ff.). Darüber hinaus schützt sie Kreditsicherheiten, die im Rahmen eines Zahlungs- oder Effektenabwicklungssystems geleistet werden, vor den Auswirkungen einer Insolvenz des Sicherungsgebers (Art. 9 Abs. 1). Schliesslich sieht die Richtlinie auch eine IPR-Regelung vor, welche das Recht am Sitz der das Konto oder Register führenden Verwahrungsstelle auf Sicherungsrechte an Wertpapieren anwendbar erklärt (Art. 9 Abs. 2). Die Mitgliedstaaten der EU mussten die Finalitätsrichtlinie bis zum 11. Dezember 1999 umsetzen¹¹⁰. Obwohl für die Schweiz als Nicht-Mitgliedstaat nicht verbindlich, wurden Teilaspekte der Finalitätsrichtlinie im Rahmen der Bankeninsolvenznovelle¹¹¹ auch in das schweizerische Recht umgesetzt. Insbesondere wird durch Art. 27 Abs. 2 revBankG die Widerruflichkeit von Zahlungen und Erfüllungshandlungen von Teilnehmern an Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen ausdrücklich ausgeschlossen, sofern der Übertragungsauftrag vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens in das System eingebracht wurde. Art. 27 Abs. 3 revBankG gewährleistet darüber hinaus die rechtliche Verbindlichkeit von Aufrechnungsvereinbarungen.

1.3.2.3.3 Finanzsicherheitenrichtlinie

Mit der 2002 verabschiedeten Finanzsicherheitenrichtlinie ging die EU einen Schritt weiter und stellte Mindestanforderungen für die zivil- und konkursrechtliche Behandlung von Kreditsicherheiten auf, die im Rahmen von Kapitalmarktgeschäften Verwendung finden. Hauptziele der Richtlinie sind:

- Eine wirksame und einfache Regelung für die Schaffung von Sicherheiten entweder im Rahmen von Vollrechtsübertragungs- (einschliesslich Repos) oder Verpfändungsstrukturen (Art. 3);
- Begrenzung der Verwaltungslast bei der Verwendung von Sicherheiten auf den Finanzmärkten durch die Beschränkung kostspieliger Formalitäten für die Schaffung oder die Durchsetzung von Sicherheitsvereinbarungen (Art. 4 und 5);
- Ein begrenzter Schutz vor bestimmten konkursrechtlichen Vorschriften, insbesondere solchen, die der Verwertung der Sicherheit entgegenstehen oder Zweifel an der Wirksamkeit von Techniken wie der Aufrechnung im Beendigungsfall, der Bestellung zusätzlicher Sicherheiten zufolge Änderungen des Marktwerts der besicherten Forderung oder der Sicherheit und des Ersatzes der Sicherheit begründen würden (Art. 8);
- Rechtssicherheit bezüglich der kollisionsrechtlichen Behandlung von im Effekten giro übertragbaren Wertpapieren, die im grenzüberschreitenden Rahmen als Sicherheit verwendet werden (Art. 9);

¹¹⁰ Art. 11 Ziff. 1 der Finalitätsrichtlinie. Zur Umsetzung in den Mitgliedstaaten der EU vgl. <http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/payment/directives/98-26impl.htm> (besucht am 17. Juni 2004).

¹¹¹ Vgl. vorne Fn. 66.

- Die Anerkennung von Vereinbarungen, die dem Sicherheitsnehmer die Möglichkeit geben, über die Sicherheit für seinen eigenen Gebrauch im Rahmen von Verpfändungsstrukturen zu verfügen (right of use; Art. 5).

Die Finanzsicherheitenrichtlinie musste von den Mitgliedstaaten bis Ende 2003 umgesetzt werden (Art. 11).

1.4 Feststellungen und Empfehlungen der Arbeitsgruppe

1.4.1 Ausgewiesener Reformbedarf

Die Arbeitsgruppe bejaht einstimmig und ohne Vorbehalt die Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung des materiellen Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung. Sie ist der Auffassung, dass die geltenden Rechtsgrundlagen Rechtssicherheit und Klarheit im Rechtsverkehr nicht hinreichend zu gewährleisten vermögen¹¹². Das gilt insbesondere für das Konzept der Wertrechte, das *de lege lata* wesentliche Funktionen des Wertpapiers nicht zu erfüllen vermag. Die rechtlichen Grundlagen der Konzepte Sammelverwahrung und Globalurkunde stehen zwar auf festerem Boden; dennoch hat sich auch hier die Realität der Wertpapiermärkte derart weit von den Vorstellungen des Gesetzgebers entfernt, dass Unklarheiten und Unsicherheiten nicht auszuschliessen sind. In jedem Fall sind die geltenden Rechtsgrundlagen alles andere als einfach zu überblicken, was das Risiko von Missverständnissen und Fehleinschätzungen in sich birgt. Eine kohärente und transparente gesetzliche Regelung schafft Rechtssicherheit und minimiert damit heute anfallende Transaktionskosten.

Angesichts der grossen Bedeutung der Wertpapiermärkte für das Finanzsystem und die Volkswirtschaft als Ganzes sprechen auch systemstabilitätspolitische Überlegungen für eine klare und transparente gesetzliche Regelung der mediatisierten Wertpapierverwahrung. Unsicherheiten hinsichtlich des rechtlichen Rahmens können sich besonders dann nachteilig auswirken, wenn das Finanzsystem aufgrund externer Schocks oder wegen Ausfalls eines bedeutenden Teilnehmers ohnehin unter Belastung steht.

Schliesslich ist absehbar, dass klare und transparente Rechtsgrundlagen für die mehrstufige Verwahrung von Wertpapieren zu einem wichtigen Faktor im internationalen Wettbewerb der Finanzmärkte werden. Nicht zuletzt aus diesem Grund haben eine ganze Reihe von Konkurrenten des Finanzplatzes Schweiz ihre Rechtsgrundlagen in den vergangenen Jahren modernisiert und der technischen Entwicklung angepasst oder sind dabei, dies zur Zeit zu tun¹¹³. Im grenzüberschreitenden Geschäft werden auch für Global Custody und die Abwicklung von Effektengeschäften zunehmend Rechtsgutachten verlangt. Die Arbeitsgruppe ist daher zur Überzeugung gelangt, dass sich das Fehlen eines zeitgemässen und übersichtlichen schweizerischen Regelwerks für die mediatisierte Wertpapierverwahrung für die Schweiz in Zukunft als gravierender Nachteil erweisen wird.

Noch dringender als beim materiellen Recht ist der Reformbedarf nach Überzeugung der Arbeitsgruppe beim internationalen Privatrecht. Die Anwendung der geltenden Kollisionsregeln ist in zahlreichen Fällen praktisch nicht möglich. Die Anpassung des internationalen Privatrechts der mediatisiert verwahrten Wertpapiere an die Realitäten der Wertpapier-

¹¹² Vgl. vorne Ziff. 1.2.7.1.

¹¹³ Vgl. die vorne in Ziff. 1.1.3. genannten Reformen.

märkte ist auch deshalb vordringlich, weil eine Reihe von Rechtsordnungen diesen Modernisierungsschritt bereits vollzogen haben. So sehen sowohl Artikel 8 UCC als auch die Finalitätsrichtlinie und die Finanzsicherheitenrichtlinie Kollisionsregeln vor, welche Verfügungen über mehrstufig gehaltene Wertpapiere dem Recht jenes Staates unterstellen, in dem das Depotkonto geführt wird. Deshalb heisst die Arbeitsgruppe eine Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens gut. Angesichts der Dringlichkeit des Handlungsbedarfs im Bereich des internationalen Privatrechts sollte die Ratifikation rasch erfolgen. Dabei ist wünschbar, dass das HWpÜ und das BEG gemeinsam in Kraft treten, insbesondere weil sich aus beiden Erlassen ein Bedarf für die Anpassung der auf den Finanzmärkten verwendeten Dokumentationen ergibt; ausserdem erleichtert die Reform des materiellen Rechts die Anwendung des HWpÜ massgeblich. Allerdings hält die Arbeitsgruppe dafür, dass das Verfahren für die Ratifikation des HWpÜ notfalls von der Behandlung des BEG abgetrennt und vorgezogen werden sollte, wenn eine spürbare Verzögerung anders nicht vermieden werden kann.

1.4.2 Beurteilung des Vorentwurfs

Der Auftrag des EFD an die Arbeitsgruppe bestand darin, den Vorentwurf von der CRONE zu überarbeiten und Differenzen zu bereinigen. Die Arbeitsgruppe erachtet den Vorentwurf als grundsätzlich taugliche Grundlage für eine gesetzliche Regelung des materiellen Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung. Im Laufe der weiteren Arbeiten gelangte die Arbeitsgruppe jedoch zum Schluss, dass der Regelungsansatz des Vorentwurfs in verschiedener Hinsicht zu beschränkt sei. Insbesondere sind aus Gründen der Rechtssicherheit und der Übersichtlichkeit nicht nur die Verfügung über mehrstufig gehaltene Wertpapiere, sondern auch die Rechtsbeziehungen zwischen Anleger und Intermediär bzw. zwischen den Intermediären in einer Verwahrungskette einheitlich zu regeln. Ob die Mediatisierung durch Hinterlegung von Wertpapieren in Sammelverwahrung, Hinterlegung einer Globalurkunde oder durch Eintrag von Wertrechten in ein Hauptregister begründet wird, kann nicht von Bedeutung dafür sein, welche Rechte der Anleger hat und wie er sie ausübt. Zwar finden sich Ansätze zu einer einheitlichen Regelung des Verwahrungsverhältnisses auch im Vorentwurf. Dieser definiert die Rechtsstellung des Anlegers mit Bezug auf sammelverwahrte Wertpapiere und Globalurkunden als Miteigentum (vgl. Art. 7 Abs. 1, Art. 11 Abs. 1 WVG) und bestimmt für die im Hauptregister einer Verwahrungsstelle eingetragenen Wertrechte, dass diese "den sammelverwahrten Wertpapieren gleichgestellt" sind. Indessen ist nach Überzeugung der Arbeitsgruppe die Tauglichkeit der Miteigentumskonstruktion bereits bei Globalurkunden zweifelhaft, weil der Anleger keine der ihm gesetzlich zustehenden Befugnisse eines Miteigentümers tatsächlich auch ausüben kann. Umso weniger zu überzeugen vermag die Ausdehnung und analoge Anwendung dieser Konstruktion auf Wertrechte, die nach den Grundsätzen des schweizerischen Zivilrechts nicht Gegenstand dinglicher Rechte sein können. Zusammenfassend ist die Arbeitsgruppe deshalb der Meinung, dass die Miteigentumskonstruktion in der Vergangenheit zwar nützlich gewesen sein mag, jedoch daran nicht festgehalten werden sollte, wenn taugliche Alternativen zur Verfügung stehen.

Ein weiterer Nachteil der Miteigentumskonstruktion besteht darin, dass sie von einer direkten und unmittelbaren Rechtsbeziehung zwischen dem Anleger und dem sammelverwahrten Wertpapier oder der Globalurkunde ausgeht (vgl. Art. 7 Abs. 3 VE-WVG, nach dem

sich der dingliche Anspruch des Einlieferers gegen denjenigen richtet, bei dem die Wertpapiere liegen). In der Praxis hat der Anleger am Anfang der Verwahrungskette jedoch keine Kenntnis, wo die Wertpapiere, an denen er wirtschaftlich berechtigt ist, liegen, in welcher Form sie verwahrt werden oder ob physische Titel überhaupt vorhanden sind. Ebenso wenig hat die Endverwahrungsstelle Kenntnis davon, welcher Anleger an den bei ihr verwahrten Titeln berechtigt ist. Die Vorstellung einer direkten, unmittelbaren rechtlichen Beziehung zwischen einem Anleger und den bei einem Intermediär verwahrten Wertpapieren ist daher von der Realität weit entfernt; sie ist nicht mehr aufrecht zu erhalten, wo physische Titel nicht mehr vorhanden sind.

Aus diesen Überlegungen folgt, dass eine gesetzliche Regelung die Tatsache der mehrstufigen Verwahrung anerkennen und von dieser ausgehen muss. Die mit der Sammelverwahrung von Wertpapieren oder ihrer Zusammenfassung in Globalurkunden erreichte Immobilisierung der Wertpapiere ebenso wie die Entmaterialisierung sind zwar notwendige Voraussetzungen für die Mediatisierung der Wertpapierverwahrung. Bedeutung und Regelungsprobleme von Immobilisierung bzw. Entmaterialisierung einerseits und Mediatisierung andererseits sind jedoch klar auseinanderzuhalten. Nach Überzeugung der Arbeitsgruppe kann sich eine gesetzliche Regelung deshalb nicht darauf beschränken, lediglich die Konzepte Sammelverwahrung, Globalkunde und Wertrecht zu kodifizieren.

Aus diesen Gründen entschloss sich die Arbeitsgruppe einerseits, von einem Regelungsmodell auszugehen, welches unabhängig davon, ob das unterliegende Recht als Wertpapier, Globalkunde oder Wertrecht ausgestaltet ist, sowohl die Rechtsbeziehungen zwischen Anleger und Intermediär als auch die Modalitäten der Übertragung einheitlich regelt. Andererseits kam die Arbeitsgruppe überein, die gesetzliche Regelung nicht auf eine Miteigentumskonstruktion abzustellen.

1.4.3 Leitideen einer Reform des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung

1.4.3.1 Internationale Kompatibilität

Eine gesetzliche Regelung der mediatisierten Wertpapierverwahrung muss zwingend international kompatibel sein. Die Wertpapiermärkte sind international stark verflochten¹¹⁴. Das gilt für den Finanzplatz Schweiz in besonderem Masse. Wie ausgeführt¹¹⁵, sind rund 85 Prozent der Wertpapiere, die in den Depotkonten von schweizerischen Finanzintermediären verbucht sind, durch Emittenten mit Sitz im Ausland begeben worden. Entsprechend wird der überwiegende Teil dieser Titel im Rahmen einer grenzüberschreitenden Verwahrungskette verwahrt. Deshalb sollte der Gesetzgeber unter keinen Umständen Regelungen erlassen, die im grenzüberschreitenden Effektengiroverkehr zu Schwierigkeiten führen oder diesen behindern. Ferner muss eine gesetzliche Regelung international verständlich und kommunizierbar sein. Ansonst wird das Ziel einer Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz nicht erreicht.

Um internationale Kompatibilität zu gewährleisten, hat die Arbeitsgruppe ausländische und internationale Initiativen, insbesondere die Arbeiten der Unidroit-Studiengruppe¹¹⁶ sowie

¹¹⁴ Vgl. dazu Group of Thirty (Fn. 32), 21 ff.

¹¹⁵ Vgl. dazu vorne den Text zu Fn. 12.

¹¹⁶ Vgl. vorne Ziff. 1.3.2.2.

das Securities Account Certainty Project der Europäischen Union¹¹⁷, mit Interesse verfolgt. Sie hat insbesondere auch versucht zu gewährleisten, dass der Entwurf in Übereinstimmung steht mit den sich herausbildenden internationalen Standards. Da die Reformarbeiten in der Schweiz weiter vorangeschritten sind als Gesetzgebungsprojekte im Ausland oder auf internationaler Ebene, sollte diesem Aspekt bei den weiteren Gesetzgebungsarbeiten gebührende Aufmerksamkeit gewidmet werden.

Zur Gewährleistung der Kompatibilität empfiehlt die Arbeitsgruppe schliesslich, den Erlass des BEG zur Anpassung des schweizerischen Rechts an die Finanzsicherheitenrichtlinie zu nutzen. Die Schweiz ist als Nichtmitgliedstaat der EU zu Umsetzung dieser Richtlinie zwar nicht verpflichtet. Die Richtlinie schafft jedoch einen europaweit verbindlichen Mindeststandard für Geschäfte, die an allen entwickelten Finanzmärkten von grösster Bedeutung sind. Es ist deshalb schwer vorstellbar, dass ausgerechnet der Finanzplatz Schweiz diesem Mindeststandard nicht in allen Punkten genügt. Die notwendigen Anpassungen sind ihrer Zahl nach gering und stellen überwiegend Klarstellungen des geltenden Rechts dar (vgl. z. B: Art. 287 Abs. 2 SchKG [ad Art. 8 Finanzsicherheitenrichtlinie] oder Art. 901 Abs. 3 ZGB [Art. 3 Finanzsicherheitenrichtlinie]). Materiell bedeutsamer Anpassungsbedarf ergibt sich für das Recht des Sicherungsnehmers zur Weiterverpfändung von Sicherheiten (Art. 15 BEG; vgl. dazu Art. 5 Finanzsicherheitenrichtlinie). Darüber hinaus ist auch die Befugnis des Sicherungsnehmers zur freihändigen Verwertung von Sicherheiten mit einem objektiv bestimmbareren Marktwert anzuerkennen (Art. 25 BEG; vgl. dazu Art. 4 Finanzsicherheitenrichtlinie).

1.4.3.2 Orientierung an etablierten Marktpraktiken

Ein weiterer Eckpunkt für die Gesetzgebungsarbeiten hat sich für die Arbeitsgruppe aus der Orientierung an etablierten Marktpraktiken ergeben. Eine gesetzliche Regelung der mediatisierten Wertpapierverwahrung zu schaffen ist vergleichbar mit Fundierungsarbeiten an einer massiven Stahlkonstruktion, die teilweise auf einem weichen, sandigen oder sumpfigen Boden steht. Wie bei einer nachträglichen Fundierung auf das bereits Bestehende Rücksicht genommen werden muss, so hat sich auch eine gesetzliche Regelung der mediatisierten Wertpapierverwahrung so weitgehend als möglich und vertretbar an der etablierten und anerkannten Praxis der schweizerischen und internationalen Wertpapiermärkte zu orientieren. Insbesondere sollen die Finanzintermediäre durch die gesetzliche Regelung der mediatisierten Wertpapierverwahrung nur dann zu Umbauten ihrer Verwahrungs- und Abwicklungssysteme gezwungen werden, wenn ein triftiger Grund für eine Praxisänderung gegeben ist und die Kosten mit dem Nutzen in einem vernünftigen Verhältnis stehen. Die Systeme für die Verwahrung von Wertpapieren bestehen zu einem grossen Teil aus komplexen IT-Einrichtungen. Eingriffe in solche Systeme können rasch bedeutsame Kostenfolgen nach sich ziehen. Die Arbeitsgruppe führte deshalb einen Informationsaustausch mit Vertretern von Finanzintermediären (Industriekontaktgruppe) durch, um die Kompatibilität des BEG mit heute üblichen Praktiken für die Wertpapierabrechnung und -abwicklung sicherzustellen und Systemumbauten so weit als möglich zu verhindern.

¹¹⁷ Vgl. vorne Ziff. 1.3.2.3.1.

1.4.3.3 Technologieneutralität und offene Architektur

Die Reform des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung ist notwendig, weil ökonomische und technische Entwicklungen dem geltenden Wertpapierrecht die rechtstat-sächlichen Geltungsgrundlagen entzogen haben. Die Triebkräfte, welche zur Ausbildung der verschiedenen Formen der mediatisierten Wertpapierverwahrung geführt haben, sind nach wie vor wirksam. Wie sich die Wertpapierverwahrung sowie die Abrechnung und Abwicklung von Wertpapiergeschäften in Zukunft entwickeln werden, kann deshalb heute nicht vorausgesagt werden. Eine gesetzliche Regelung muss deshalb so offen und flexibel angelegt sein, dass sie künftige technische Entwicklungen nicht hemmt und auch unter veränderten Bedingungen praktisch anwendbar bleibt (Technologieneutralität). Aus diesem Grund verzichtet das BEG darauf, das heute typische mehrstufige Verwahrungssystem mit einer zentralen Verwahrungsstelle an der Spitze, spezialisierten Unterverwahrungsstellen auf einer mittleren Ebene und Intermediären (Banken, Effekthändler) auf einer untersten Ebene abzubilden.

Anders als z. B. das französische Recht verzichtet das BEG ferner darauf, zwingend die Verwahrung von Wertpapieren durch einen Finanzintermediär vorzuschreiben. Wertpapiere sollen weiterhin durch den Anleger selber, durch einen Nicht-Finanzintermediär oder in einem Einzeldepot bzw. einem Sammeldepot mit Streifbandverwahrung durch einen Finanzintermediär verwahrt werden können (offene Architektur). Das BEG stellt deshalb Mechanismen bereit, die sowohl die Einlieferung von Wertpapieren in Systeme der mediatisierten Wertpapierverwahrung wie auch deren Herausnahme ermöglichen. Allerdings sollen auch keine falschen Anreize gesetzt werden, weshalb die Hürden für die Herausnahme aus dem System nicht künstlich niedrig gehalten werden.

1.4.3.4 Rein privatrechtliche Regelung

Die zu regelnde Materie ist der Sache nach Finanzmarktrecht, weil sie die Rechtsverhältnisse der Teilnehmer an den Finanzmärkten betrifft. Allerdings bezweckt das BEG nur, klare, transparente und verlässliche privatrechtliche Grundlagen für die mediatisierte Wertpapierverwahrung und die Übertragung dieser Wertpapiere zu schaffen. Nicht Gegenstand des BEG sind Regelungen, die primär oder ausschliesslich aufsichtsrechtlich begründet sind. Soweit aus Gründen des Anleger- oder Funktionsschutzes Regulierungen notwendig sein sollten, sind diese durch die zuständigen Behörden, insbesondere die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) oder, soweit Effektenabwicklungssysteme betroffen sind, die Schweizerische Nationalbank, zu erlassen. Voraussetzung ist, dass sich aus den jeweiligen aufsichtsrechtlichen Erlassen eine Zuständigkeit ergibt; aus dem BEG lässt sich eine solche nicht ableiten. Die klare Trennung von privatem Finanzmarktrecht und Finanzmarktaufsichtsrecht, die dem BEG zugrunde liegt, hat den Vorteil, dass neue Entwicklungen und spezifische Bedürfnisse rascher und genauer erfasst werden können.

1.4.4 Kernelemente des Entwurfs zu einem BEG

1.4.4.1 Bucheffekten als Vermögenobjekt sui generis

Wie ausgeführt, liegt dem Entwurf keine Miteigentumskonstruktion zugrunde. Das BEG schafft deshalb ein neues Vermögenobjekt *sui generis*, das es "Bucheffekte" nennt.

Bucheffekten sind nach der Legaldefinition von Art. 4 vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber einem Emittenten, die dem Effektenkonto eines Kontoinhabers gutgeschrieben sind, über die durch Gutschrift in einem Effektenkonto verfügt werden kann und die der Verwahrungsstelle und jedem Dritten gegenüber wirksam sind (Art. 4 Abs. 1 Bst. a und b BEG). Das Vermögenobjekt "Bucheffekte" weist Merkmale sowohl einer schuldrechtlichen Forderung als auch einer Sache im Sinne der schweizerischen Privatrechtsordnung auf. Wie sich aus den weiteren Bestimmungen, insbesondere des dritten Kapitels des BEG, ergibt, kommen Bucheffekten alle funktionellen Eigenschaften eines Wertpapiers zu, ohne Sache im Sinne der schweizerischen Privatrechtsordnung zu sein.

Bucheffekten entstehen in einem zweistufigen Akt: erstens mit Hinterlegung von Wertpapieren oder Globalurkunden bei einer Verwahrungsstelle oder mit Eintragung von Wertrechten im Hauptregister einer Verwahrungsstelle und zweitens mit Gutschrift dieser Rechte im Effektenkonto des Kontoinhabers (Art. 7 Abs. 1 BEG). Ebenso gehen Bucheffekten unter, wenn sie aus dem Effektenkonto ausgebucht und die unterliegenden Wertpapiere oder Globalurkunden ausgeliefert bzw. Wertrechte aus dem Hauptregister ausgelesen werden (Art. 10 BEG).

Das BEG setzt die Konzepte Sammelverwahrung, Globalurkunde und Wertrechte zwar notwendigerweise voraus, doch stehen sie nicht im Mittelpunkt der Regelung. Sind Bucheffekten erst einmal einem Effektenkonto gutgeschrieben, kommt es nicht mehr darauf an, ob sie durch Hinterlegung eines einzelnen oder vieler Wertpapiere oder durch Registrierung eines Wertrechts in einem Hauptregister entstanden sind. Weder für die Beziehungen zwischen Anleger und Verwahrungsstelle noch für die Übertragung von Bucheffekten ist die Form, wie das Recht ausgestaltet ist – ob als Wertpapier, Globalurkunde oder Wertrecht – von Bedeutung. Aus diesem Grund verzichtet das BEG auf eine Kodifizierung der Konzepte Sammelverwahrung, Globalurkunde und Wertrechte. Stattdessen schlägt die Arbeitsgruppe eine knappe gesetzliche Regelung im ersten Abschnitt des 33. Titels des Obligationenrechts (Art. 973a – Art. 973c OR) vor. Damit wird eine transparente Grundlage für das zweite Kapitel des Entwurfs geschaffen, welches die Entstehung und den Untergang von Bucheffekten regelt. Darüber hinaus finden die Art. 973a ff. OR auch auf Formen der Verwahrung Anwendung, die vom Geltungsbereich des BEG nicht erfasst sind (wie z. B. bei Verwahrung von Wertpapieren durch Emittenten, die nicht Finanzintermediäre sind).

1.4.4.2 Beschränkter Geltungsbereich des BEG

Wie bereits der VE-WVG, so geht auch das BEG von einem auf Finanzintermediäre beschränkten persönlichen Geltungsbereich aus. Das Gesetz soll also nicht anwendbar sein, wenn Wertpapiere durch andere Personen als Finanzintermediäre verwahrt werden. Dies rechtfertigt sich mit Rücksicht auf die zentrale Bedeutung des Bucheintrags im Übertragungsvorgang: Das BEG macht den Übergang des Eigentums und die Begründung von beschränkten dinglichen Rechten an Bucheffekten vom Eintrag in private Bücher abhängig. Das ist nur möglich, wenn diese Bücher hohe Gewähr für Richtigkeit und Zuverlässigkeit bieten. Bei Finanzintermediären, die der Aufsicht und Regulierung unterliegen, ist dies der Fall.

1.4.4.3 Die Rechte an Bucheffekten

Weil Regelungsgegenstand des BEG die Wertpapierverwahrung durch *Finanzintermediäre* ist, bedarf es nach Überzeugung der Arbeitsgruppe einer Regelung der Rechtsbeziehungen zwischen dem Anleger und seiner Verwahrungsstelle bzw. zwischen den Verwahrungsstellen in der Verwahrungskette. Diese beinhaltet folgende Punkte:

- In mediatisierten Verwahrungssystemen sind Identität und Anspruch eines Anlegers ausschliesslich der Verwahrungsstelle bekannt, welche für diesen Anleger das Wertpapierkonto führt. Deshalb kann der Anleger seine Ansprüche aus der Wertpapierverwahrung grundsätzlich ausschliesslich gegenüber seiner Verwahrungsstelle geltend machen.
- In mehrstufigen Verwahrungssystemen stellt sich die Frage, wie sichergestellt werden kann, dass der Bestand einer Verwahrungsstelle den aggregierten Effektenguthaben ihrer Kunden entspricht. Ferner ist klarzustellen, wie vorzugehen ist, wenn ein Unterbestand (*shortfall*) besteht.
- Die Rechte des Anlegers an mediatisiert verwahrten Wertpapieren sind als jedem Dritten gegenüber wirksam anzuerkennen. Im Konkurs einer Verwahrungsstelle äussert sich diese Drittwirksamkeit darin, dass Kundenbestände nicht in die Konkursmasse fallen, sondern aus- oder abgedondert werden können.
- Auch Gläubiger des Anlegers haben sich zur Durchsetzung ihrer Ansprüche an die Verwahrungsstelle zu halten, welche für diesen Anleger das Effektenkonto führt. Zwangsmassnahmen (Arrest, Pfändung) auf den übergeordneten Ebenen der Verwahrungspyramide sind deshalb auszuschliessen.
- Zu regeln sind schliesslich auch Rechte des Intermediärs an den von ihm verwahrten Bucheffekten, insbesondere das Nutzungsrecht (*right of use*) sowie das Retentionsrecht.

1.4.4.4 Die Übertragung von Bucheffekten

Wichtigste Teilregelung des BEG ist die Verfügung über Bucheffekten. Dabei ist zu berücksichtigen, dass eine Übertragung von Wertpapieren in aller Regel eine Reihe von Buchungen bei verschiedenen Verwahrungsstellen auf verschiedenen Ebenen der Verwahrungspyramide erfordern kann, wobei diese verschiedenen Buchungen nicht notwendigerweise sequenziell ablaufen. Das bedeutet, dass ein Buchungsvorgang auf einer unteren Ebene abgeschlossen sein kann, bevor auf einer übergeordneten Ebene ebenfalls eine Übertragung stattgefunden hat.

Das BEG anerkennt die Gutschrift im Wertpapierkonto des Anlegers bei einer Verwahrungsstelle als konstitutives Element für den Erwerb und die Übertragung von mehrstufig verwahrten Wertpapieren. Als weiteres Tatbestandselement führt das BEG die sog. Weisung ein, eine Instruktion des Anlegers an seine Verwahrungsstelle, die notwendigen Buchungen vorzunehmen. Das BEG regelt auch die Endgültigkeit und Unwiderruflichkeit dieser Instruktionen sowie die Voraussetzungen, unter denen eine fehlerhafte Gutschrift bzw. Belastung aufgrund mangelhafter Weisung rückgängig gemacht werden kann.

Das BEG gewährleistet ferner den Schutz des gutgläubigen Erwerbers von Wertpapieren vom Nichtberechtigten. Schliesslich sieht er für die Schaffung von Sicherungsrechten an mediatisiert verwahrten Wertpapieren sowie die Verwertung solcher Sicherheiten klare und einfache Regeln vor und garantiert die Wirksamkeit solcher Sicherungsrechte.

1.4.4.5 Die Haftung von Verwahrungsstellen

Das BEG regelt schliesslich Aspekte der Haftung der Verwahrungsstelle, die für die mediatisierte Wertpapierverwahrung typisch sind.

1.4.5 Nutzen und Kosten der vorgeschlagenen Reform

Die vorgeschlagenen Reformen verfolgen das Ziel, klare und kohärente privatrechtliche Rechtsgrundlagen für die mediatisierte Wertpapierverwahrung zu schaffen. Eine transparente und allgemein verständliche gesetzliche Regelung der Materie bringt Rechtssicherheit und damit Einsparungen von Transaktionskosten wie z. B. für Rechtsgutachten. Zugleich trägt sie bei zur Vermeidung von rechtlichen Risiken. Schliesslich ist das Gesetz auch darauf angelegt, dass es die Durchführung von Geschäften erlaubt, die heute aus institutionellen oder rechtlichen Gründen nicht oder nur mit unverhältnismässigem Aufwand betrieben werden können. Eine ökonomische Quantifizierung dieser Vorteile ist allerdings naturgemäss nur schwer möglich.

Auf der Kostenseite dürfte vor allem der Aufwand für die Anpassung der Verträge und Dokumentation durch die Finanzintermediäre ins Gewicht fallen. Eine solche Anpassung ist sowohl bei einem Erlass des BEG als auch bei einer Ratifikation des HWpÜ erforderlich; bei den Konsultationen während der Ausarbeitung des HWpÜ bezeichnete die schweizerische Finanzindustrie diese Kosten als vernachlässigbar. Weitere nicht bezifferbare Kosten dürfte die Ausbildung der Mitarbeiter der Finanzintermediäre verursachen. Hingegen sollten sich keine Kostenfolgen daraus ergeben, dass nach Erlass des BEG Geschäfte oder Praktiken, die heute üblich sind, nicht mehr betrieben werden können.

1.4.6 Weiterer Klärungsbedarf

Der Vorentwurf von der Crone umfasste im Anhang einen Vorschlag für einen neuen Art. 468 Abs. 1^{bis} OR, der den folgenden Wortlaut hatte:

Eine Giroüberweisung im Zahlungsverkehr gilt als Anweisung, welche mit der Einbuchung auf dem Konto des Empfängers angenommen wird.

Hintergrund dieses Vorschlags ist die Überlegung, dass Geld- und Titelseite einer Effektentransaktion grundsätzlich gleich laufen sollten. Insbesondere sollten die Unwiderruflichkeit der Weisung bzw. Anweisung sowie der Erwerb der Rechtszuständigkeit an den Effekten bzw. an der Forderung rechtlich nach gleichen Grundsätzen geregelt werden. Weichen der Zeitpunkt der Unwiderruflichkeit und der Zeitpunkt des Erwerbs ohne Grund voneinander ab, so entstehen für die Teilnehmer am Effekten giroverkehr Risiken, die an sich vermeidbar wären. Nach Art. 20 Abs. 2 BEG tritt Unwiderruflichkeit von Weisungen zur Übertragung von Bucheffekten spätestens mit der Belastung durch die Verwahrungsstelle ein, sofern sie nach dem Vertrag zwischen Verwahrungsstelle und Kontoinhaber oder den an-

wendbaren Regeln eines Effektenabwicklungssystems nicht früher eintritt. Der Erwerb der Rechtszuständigkeit erfolgt nach Art. 21 Abs. 2 mit dem Abschluss der erforderlichen Gutschrift. Das Zahlungsverkehrsrecht legt demgegenüber den Zeitpunkt der Unwiderruflichkeit auf den Zeitpunkt der Annahmeerklärung durch den Angewiesenen gegenüber dem Anweisungsempfänger fest (Art. 470 Abs. 2 OR). Widerruf ist bei der Banküberweisung also bis zu deren Annahme durch den Angewiesenen zulässig (Art. 470 Abs. 2 OR)¹¹⁸. Das jederzeitige Widerrufsrecht des Anweisenden gegenüber dem Angewiesenen, solange letzterer dem Anweisungsempfänger noch nicht die Annahme erklärt hat, kann vertraglich nicht ausgeschlossen werden, da Art. 470 Abs. 2 OR zwingend ist¹¹⁹. Die Annahme der Anweisung erfolgt bei der Banküberweisung in der Regel mit der Gutschrift. Demzufolge ist der Zeitpunkt, in welchem der Geldbetrag auf dem Konto des Begünstigten gutgeschrieben wird, als Zeitpunkt der Erfüllung und des Eintritts der Unwiderruflichkeit zu betrachten.

Eintritt der Unwiderruflichkeit und Erfüllungszeitpunkt sind somit nach geltendem Zahlungsverkehrsrecht und BEG nicht kongruent. Nach Auffassung der Arbeitsgruppe sollte daher eine Anpassung des Zahlungsverkehrsrechts vertieft geprüft werden. Sie war dazu allerdings aus Zeitgründen nicht in der Lage.

2 Besonderer Teil

2.1 Bucheffektengesetz

2.1.1 Kapitel 1: Zweck und Geltungsbereich

2.1.1.1 Artikel 1: Zweck

Der Zweckartikel beschreibt die Ziele, die mit dem Erlass des BEG verfolgt werden. Er hat einerseits programmatische Bedeutung, da er das Regelungsprogramm des Gesetzgebers umschreibt. Andererseits kommt dem Zweckartikel insoweit normative Bedeutung zu, als er die im Rahmen der teleologischen Auslegung massgebenden Regelungsziele verbindlich festlegt.

Abs. 1 nennt den primären Regelungszweck des BEG und drei Oberziele. Primärer Zweck ist die Schaffung eines einheitlichen rechtlichen Rahmens für die mediatisierte Verwahrung von Wertpapieren und Wertrechten (S. 1), und zwar unabhängig davon, ob dieser ein sachenrechtliches oder ein schuldrechtliches Konzept zugrunde liegt. Von Bedeutung ist dieser primäre Regelungszweck insbesondere bei der Füllung von Gesetzeslücken: Regelt das BEG eine Frage nicht oder nicht vollständig, so ist diese Lücke unter Beachtung des in Art. 1 festgelegten Regelungszwecks aus dem System des Gesetzes heraus zu beantworten, nicht durch Rückgriff auf das Sachenrecht des ZGB (im Falle von Wertpapieren und Globalurkunden) oder das Schuldrecht des OR (im Falle von Wertrechten).

Die Schaffung eines einheitlichen rechtlichen Rahmens für alle Formen der mediatisierten Effektenverwahrung ist nicht Selbstzweck, sondern dient drei Oberzielen, welche in S. 2 genannt werden: Schutz der Eigentumsrechte der Anleger an Kapitalmarktpapieren, För-

¹¹⁸ BGE 127 III 553.

¹¹⁹ BGE 122 III 237; vgl. auch BSK-KOLLER, Art. 470 OR Rz. 4.

derung der Effizienz bei der Abwicklung von Wertpapiergeschäften sowie Leistung eines Beitrags zur Stabilität des Finanzsystems.

Die Mediatisierung der Wertpapierverwahrung beruht wie jede Form der Finanzintermediation auf dem Vertrauen der Anleger. Dass die Eigentumsrechte der Anleger an Vermögenswerten, die bei einem Intermediär hinterlegt werden, klar und eindeutig definiert sind, ist eine grundlegende Voraussetzung für dieses Vertrauen. Indem das BEG die Eigentumsrechte an mediatisiert verwahrten Wertpapieren präziser als das geltende Recht¹²⁰ umschreibt, schützt und stärkt er das Vertrauen der Anleger in mediatisierte Verwahrsysteme. Der Begriff Eigentumsrecht ist im vorliegenden Zusammenhang nicht im engen sachenrechtlichen Sinn zu verstehen, der den Art. 641 ff. ZGB zugrunde liegt. Wegleitend ist vielmehr der Eigentumsbegriff von Art. 26 Bundesverfassung (BV; SR 101). Für diesen ist anerkannt, dass Schutzobjekt der Eigentumsgarantie nicht allein das sachenrechtlich verstandene Eigentum sein kann, sondern sämtliche Vermögensrechte des Privatrechts, einschliesslich obligatorischer Rechte¹²¹.

Als zweites Oberziel nennt das BEG die Förderung der Effizienz von Systemen zur Abrechnung und Abwicklung von Effektengeschäften (Clearing und Settlement). Diese Systeme setzen die Mediatisierung der Wertpapierverwahrung zwingend voraus. Das BEG trägt zur Effizienz von Clearing- und Settlement-Systemen dadurch bei, dass eine klare gesetzliche Regelung Unklarheiten und Unsicherheiten ausräumt. Teilnehmer und Betreiber solcher Systeme können damit die mit dem Clearing und Settlement verbundenen rechtlichen und operationellen Risiken besser erkennen und beherrschen.

Indem das BEG das Vertrauen der Anleger in die mediatisierte Verwahrung von Effekten stärkt und die Effizienz von Effektenabrechnungs- und -abwicklungssystemen fördert, trägt es schliesslich auch zur Stabilität des Finanzsystems bei. Effektenabrechnungs- und -abrechnungssysteme bilden heute ein Herzstück der Finanzmarktinfrastruktur¹²². Unsicherheiten und Unklarheiten in den rechtlichen Grundlagen dieser Systeme sind daher geeignet, sich auf das Finanzsystem als Ganzes nachteilig auszuwirken.

Absatz 2

Als einen weiteren Regelungszweck nennt das BEG Rechtssicherheit bei der grenzüberschreitenden Abwicklung von Effektengeschäften. In der Schweiz übersteigt der Anteil der Verwahrungsverhältnisse, welche ein grenzüberschreitendes Element aufweisen, denjenigen der rein innerstaatlichen Verhältnisse bei weitem¹²³. Rechtssicherheit im grenzüberschreitenden Verhältnis ist daher von grösster Bedeutung¹²⁴. Das BEG trägt dazu einerseits mit einer Reihe von Sachnormen für internationale Sachverhalte bei (vgl. Art. 4 Abs. 2, Art. 5 Abs. 2, Art. 17 Abs. 4). Andere Bestimmungen wurden bewusst so formuliert, dass sich ohne weiteres Rechtsinstitute sowohl des in- wie des ausländischen Rechts darunter subsumieren lassen (z. B. Art. 21 Abs. 4).

Der grenzüberschreitende Effektengiroverkehr ist dadurch gekennzeichnet, dass im Rahmen einer einzelnen Transaktion in der Regel mehrere Rechtsordnungen zur Anwendung berufen sind. Diese Rechtsordnungen müssen soweit als möglich sinnvoll zusammen wir-

¹²⁰ Vgl. Ziff. 1.2.7.

¹²¹ St. Galler Kommentar VALLENDER, Art. 26 BV Rz. 14, 18; Pra. 84 (1995) Nr. 23 = BGE 120 Ia 120.

¹²² Vgl. Ziff. 1.1.1.

¹²³ Vgl. Ziff. 1.1.1.

¹²⁴ Vgl. Ziff. 1.4.3.1.

ken. Abs. 2 weist daher den Rechtsanwender an, sich bei der Anwendung und Auslegung des BEG an international anerkannten Standards zu orientieren. Im Vordergrund stehen dabei die Arbeiten des Internationalen Instituts für die Vereinheitlichung des Privatrechts (Unidroit) zur Harmonisierung des Rechts betreffend indirekt verwahrte Wertpapiere¹²⁵. Weil diese Standards auf breiter rechtsvergleichender Grundlage entstanden sind, sind sie besonders geeignet, Lösungen zur Überwindung von Systemunterschieden und Brüchen zwischen den Rechtsordnungen herbeizuführen. Von Interesse sind darüber hinaus auch regionale Harmonisierungsbemühungen, insbesondere diejenigen in der Europäischen Union¹²⁶.

2.1.1.2 Artikel 2: Geltungsbereich

Das BEG ist als offenes System konzipiert, das die mediatisierte Verwahrung von Bucheffekten nicht als einzig mögliche Verwahrungsform vorsieht¹²⁷. Stattdessen soll auch weiterhin die Heimverwahrung durch den Anleger oder die Verwahrung durch Nicht-Finanzintermediäre (z. B. die Emittenten) möglich sein. Einer möglichst präzisen Umschreibung des Geltungsbereichs kommt aus diesem Grund grösste Bedeutung zu, denn Anleger, Verwahrungsstellen und Marktteilnehmer müssen jederzeit eindeutig feststellen können, ob die von ihnen gehaltenen Effekten dem BEG unterstehen oder nicht. Art. 2 umschreibt den persönlichen und sachlichen Geltungsbereich. Hingegen regelt das BEG nicht seinen räumlichen Geltungsbereich; dieser ergibt sich vielmehr aus dem HWpÜ sowie aus dem IPRG, sofern das HWpÜ sachlich nicht anwendbar ist.

Abs. 1 grenzt den *persönlichen* und *sachlichen* Geltungsbereich des BEG mit Hilfe der drei Systembegriffe Verwahrungsstelle, Effektenkonto und Bucheffekte ein. Das BEG findet mit anderen Worten dann und nur dann Anwendung, wenn *Bucheffekten* einem *Effektenkonto* gutgeschrieben sind, welches durch eine *Verwahrungsstelle* geführt wird. Was Bucheffekten sind, ergibt sich aus Art. 4; in Art. 5 findet sich eine Aufzählung der Finanzintermediäre, die Verwahrungsstelle im Sinne des BEG sind. Art. 6 Bst. a schliesslich definiert den Begriff "Effektenkonto". Diese positive Umschreibung des Geltungsbereichs setzt nicht voraus, dass es sich um ein mehrstufiges Verwahrungsverhältnis handelt. Das BEG regelt deshalb auch die Rechtsbeziehungen zwischen einem Anleger und einer Verwahrungsstelle, welche die physischen Titel in ihrem eigenen Tresor aufbewahrt, ohne dafür eine Unterverwahrungsstelle beizuziehen. Ebenso regelt das Gesetz die Verhältnisse zwischen einer zentralen Verwahrungsstelle wie z. B. der SIS und ihren Teilnehmern, obwohl in Bezug auf die Eigenbestände dieser Teilnehmer ebenfalls nur ein einstufiges Verwahrungsverhältnis vorliegt.

Abs. 2 grenzt den persönlichen und sachlichen Geltungsbereich im Sinne einer Klarstellung anhand von drei wichtigen Fallgruppen negativ ab. Nicht anwendbar ist das BEG demnach auf die sog. Einzel- oder Streifbandverwahrung¹²⁸ (Bst. a). Diese liegt vor, wenn die Verwahrungsstelle die Bestände mehrerer Einlieferer voneinander physisch getrennt oder individualisiert hält. Die Einzelverwahrung richtet sich nach Auftrags- und Hinterle-

¹²⁵ Vgl. Ziff. 1.3.2.2.

¹²⁶ Vgl. Ziff. 1.3.2.3.

¹²⁷ Vgl. Ziff. 1.4.3.3.

¹²⁸ Auch Sonderverwahrung, vgl. MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 7.

gungsvertragsrecht¹²⁹. Verwahrt die Verwahrungsstelle Wertpapiere einer bestimmten Art nur für einen einzelnen Einlieferer, so handelt es sich trotz dieser klaren Abgrenzbarkeit um Sammelverwahrung, wenn für den Fall des Hinzutretens von Beständen weiterer Einlieferer keine Trennung oder Individualisierung vorgesehen ist.

Ebenfalls nicht in den Anwendungsbereich des BEG fällt die Verwahrung von Wertpapieren, an denen der Anleger unmittelbaren Besitz ausübt, nämlich wenn der Anleger Wertpapiere zu Hause oder in einem geschlossenen Depot aufbewahrt (Bst. b). Hier stellen sich die mit der mediatisierten Verwahrung verbundenen rechtlichen und tatsächlichen Probleme nicht, weshalb eine Anwendung des BEG keinen Sinn machen würde.

Schliesslich findet das BEG ebenfalls keine Anwendung auf die Verwahrung von Wertpapieren, Globalurkunden oder Wertrechten durch den Emittenten (Bst. c). Diese sog. Emittentenverwahrung wird von vielen Gesellschaften angeboten, die für ihre Namenaktien zum Modell mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck übergegangen sind; die Emittentenverwahrung vermeidet hier einen faktischen Depotzwang. Die Rechtsverhältnisse zwischen Anleger und Emittent bestimmen sich nach Auftrags- und Hinterlegungsvertragsrecht sowie nach den neuen Art. 973a, 973b oder 973c OR. Eine Ausnahme vom Grundsatz, dass das BEG auf die Emittentenverwahrung nicht anwendbar ist, gilt dann, wenn der Emittent zugleich Verwahrungsstelle gemäss BEG ist, denn eine Differenzierung ausgerechnet für die eigenen Namenaktien der Verwahrungsstelle liesse sich nicht rechtfertigen.

2.1.1.3 Artikel 3: Regelungsgegenstand

Art. 3 zählt auf, welche Materien das BEG regelt; er gibt damit zugleich einen Überblick über die Gliederung des Gesetzes. Kapitel 2 regelt die Entstehung und den Untergang von Bucheffekten sowie die Umwandlung einer Form der mediatisierten Wertpapierverwahrung in eine andere (Bst. a). In Kapitel 3 finden sich Vorschriften, die das Verhältnis zwischen Kontoinhaber und Verwahrungsstelle betreffen (Bst. b). Nicht Gegenstand des BEG ist demgegenüber das Verhältnis zwischen Kontoinhaber und Emittent; dieses wird nach der ausdrücklichen Anordnung von Art. 7 Abs. 2 durch die Begründung von Bucheffekten nicht berührt und bestimmt sich ausschliesslich nach den Ausgabebedingungen oder den Gesellschaftsstatuten. Ebenfalls nicht zum Regelungsgegenstand des Gesetzes zählen Voraussetzungen und Wirkungen der Eintragung von Namenaktionären in das Aktienbuch. Das BEG befasst sich nur mit der Übertragung der Rechtszuständigkeit an Namenaktien; stellt das anwendbare Aktienrecht weitere Bedingungen für die Geltendmachung von Vermögens- oder Mitgliedschaftsrechten der Aktionäre bzw. Anleger auf, so bleiben diese unberührt¹³⁰. Kapitel 4 ordnet die Voraussetzungen und Rechtsfolgen der Verfügung über Bucheffekten (Bst. c); in Kapitel 5 finden sich Vorschriften zur Haftung von Verwahrungsstellen aus der Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bst. d).

¹²⁹ MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 5.

¹³⁰ Vgl. zur Übertragung von vinkulierten Namenaktien hinten Ziff. 2.1.4.3.

2.1.1.4 Artikel 4: Bucheffekten

Dreh- und Angelpunkt des BEG ist das Konzept der Bucheffekte¹³¹. An diesen zentralen Systembegriff knüpfen die materiellen Vorschriften des BEG an. Die Einführung des Begriffs ermöglicht eine einheitliche Regelung der Rechtszuständigkeit des Anlegers an mediatisiert verwahrten Wertpapieren und von deren Übertragung, unabhängig davon, ob die durch einen Emittenten begebenen Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte in einer Vielzahl von Papieren (Wertpapiere) oder einem einzigen Papier (Globalurkunde) verbrieft oder vollständig entmaterialisiert (Wertrechte) sind. Er erleichtert auch die Abkehr von der stark sachenrechtlich geprägten Terminologie und Dogmatik des bisher geltenden Rechts der mediatisiert verwahrten Wertpapiere, die nach Auffassung der Arbeitsgruppe nicht mehr angemessen ist. Deshalb rechtfertigt sich eine Legaldefinition in einem eigenen Artikel.

Absatz 1

Nach Abs. 1 sind Bucheffekten vertretbare (fungible) Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte eines Anlegers gegenüber einem Emittenten, die dem Effektenkonto eines Anlegers bei einer Verwahrungsstelle gutgeschrieben sind, über die durch Gutschrift in einem Effektenkonto verfügt werden kann (Bst. a) und die der Verwahrungsstelle sowie jedem Dritten gegenüber wirksam sind (Bst. b). Aus dieser Umschreibung ergibt sich *erstens*, dass das BEG die Rechtsbeziehungen innerhalb eines Verwahrungssystems nicht, wie z. B. das US-amerikanische Recht, als Kette bilateraler Beziehungen versteht, sondern vielmehr anerkennt, dass eine unmittelbare rechtliche Beziehung zwischen dem Anleger und dem Emittenten (dem Schuldner) besteht. Innerhalb der Verwahrungskette materialisiert sich dieses Recht *zweitens* in Form von Bucheinträgen, also von Gutschriften und Belastungen in Effektenkonten. Auch die Verfügung über Bucheffekten erfolgt durch Gutschrift (vgl. Art. 21). Ob das Recht noch in Form von Wertpapieren verbrieft ist und welches die Eigentums- und Besitzverhältnisse an dieser Urkunde sind, spielt hingegen keine Rolle mehr. *Drittens* schliesslich ist das Forderungs- oder Mitgliedschaftsrecht "der Verwahrungsstelle und jedem Dritten gegenüber wirksam" (Abs. 1 Bst. b). Wichtige Konsequenz dieser Drittwirkung ist, dass die Bucheffekten dem Zugriff der Gläubiger der Verwahrungsstelle entzogen sind (Abs. 1 Bst. b HS 2).

Der "Bucheffekte" sind alle Merkmale eines Wertpapiers eigen, obwohl sie keine körperliche Dimension aufweist und damit nicht Sache im Sinne der schweizerischen Privatrechtsordnung ist¹³². Die "Bucheffekte" ist daher als Vermögensgegenstand *sui generis* anzusprechen, der das in Kapitel 3 näher umschriebene Bündel von Rechten umfasst und über den der Anleger nach den Vorschriften von Kapitel 4 verfügen kann. Daraus erhellt, dass der Begriff der "Bucheffekte" nicht ein Oberbegriff für die verschiedenen Verwahrungsformen – Sammelverwahrung, Globalurkunde, Wertrechte – ist. Ein solches Verständnis wäre falsch: Eine Bucheffekte ist etwas anderes als ein Sammelbestand von Wertpapieren¹³³.

¹³¹ Vgl. Ziff. 1.4.4.1.

¹³² Vgl. Ziff. 1.4.4.1.

¹³³ Zu beachten ist ferner, dass der vorliegende Entwurf den Begriff "Bucheffekte" in einem weiteren Sinn gebraucht als der Vorentwurf von der Crone; dort wurden mit Bucheffekten jene Wertrechte bezeichnet, die in das Hauptregister einer zentralen Verwahrungsstelle eingetragen wurden und dadurch dingliche Wirkung erhielten.

Bucheffekten entstehen durch Hinterlegung von Wertpapieren oder Globalurkunden bei einer Verwahrungsstelle sowie durch Gutschrift im Effektenkonto (Art. 7 Abs. 1). Die Gutschrift bewirkt die Suspendierung des Miteigentums nach Bruchteilen, das der Anleger an den zum Sammelbestand gehörenden Wertpapieren gleicher Gattung hat (Art. 973a OR)¹³⁴. Zwar geht das Miteigentum nicht unter, doch kann der Anleger es nicht geltend machen, solange die Wertpapiere bei einer Verwahrungsstelle hinterlegt und die entsprechenden Rechte in einem Effektenkonto eingebucht sind. Erst nach der Auslieferung von Wertpapieren und der Ausbuchung von Bucheffekten gleicher Zahl und Gattung aus dem Effektenkonto (Art. 10 Abs. 3) lebt die sachenrechtliche Beziehungen wieder auf. Im Fall von Wertrechten tritt an die Stelle der Hinterlegung die Eintragung im Hauptregister der Verwahrungsstelle; auch hier ist zusätzlich die Gutschrift im Effektenkonto notwendig, um Bucheffekten zur Entstehung zu bringen. Sind Wertrechte solchermassen in Bucheffekten umgewandelt worden, sind die Wertrechte als eigenständiges Vermögenobjekt ebenfalls subspendiert. Das ergibt sich daraus, dass im Buch gemäss Art. 973c Abs. 2 OR die Verwahrungsstelle, welche das Hauptregister führt, als Gläubigerin einzutragen ist.

Der Begriff der Bucheffekte ist zugleich weiter und enger als derjenige der Effekte nach Börsengesetz. Einerseits erfasst der Effektenbegriff von Art. 2 Bst. a BEHG auch Derivate, und zwar unabhängig davon, ob diese verbrieft bzw. als Wertrecht ausgestaltet sind oder ob sie eine einfache schuldrechtliche Forderung darstellen (regelmässig bei OTC-Derivaten). Bucheffekten im Sinne des BEG können nur verbrieft und zur Sammelverwahrung geeignete Wertpapiere, Globalurkunden oder im Hauptregister einer Verwahrungsstelle eingetragene Wertrechte sein. Der Begriff der Bucheffekte geht andererseits insoweit über den börsengesetzlichen Effektenbegriff hinaus, als Effekte nur ein zum massenweisen Handel geeigneter Titel sein kann; Bucheffekte kann jeder Titel sein, sofern er fungibel (vertretbar) ist.

Absatz 2

Die Legaldefinition von Abs. 1 wie auch der Modus für die Begründung von Bucheffekten (Art. 7) orientieren sich am schweizerischen Recht. Was Wertpapier, was Globalurkunde und was Wertrecht ist, ergibt sich mit anderen Worten aus Normen des schweizerischen Recht (vgl. Art. 965, Art. 973b und Art. 973c OR, Art. 2 Bst. a BEHG). Der überwiegende Teil der über schweizerische Finanzintermediäre gehaltenen Effekten ist jedoch durch Emittenten im Ausland begeben; der grösste Teil davon dürfte auch im Ausland verwahrt werden¹³⁵. Abs. 2 weist den Rechtsanwender daher in grenzüberschreitenden Verwahrungsverhältnissen zu einer funktionalen Auslegung an. Ein ausländisches Finanzinstrument, das dem schweizerischen Wertpapierbegriff nicht genügt, ist dennoch als Grundlage für die Schaffung von Bucheffekten geeignet, wenn es nach dem Recht des Staates, in dem es verwahrt wird, dieselbe Funktion erfüllt wie Wertpapiere, Globalurkunden oder Wertrechte nach schweizerischem Recht.

2.1.1.5 Artikel 5: Verwahrungsstellen

Absatz 1

Das BEG ist nur anwendbar, wenn Bucheffekten einem Effektenkonto gutgeschrieben sind, das durch eine Verwahrungsstelle geführt wird. Als Verwahrungsstelle sind dabei nur

¹³⁴ Vgl. hinten Ziff. 2.1.2.2.

¹³⁵ Vgl. Ziff. 1.1.1.

gewisse Finanzintermediäre zugelassen¹³⁶. Die Beschränkung auf regulierte und beaufsichtigte Intermediäre lässt sich damit begründen, dass die weitreichenden rechtlichen Wirkungen, die das BEG den Einträgen in Effektenkonten beimisst, nur zu rechtfertigen sind, wenn in hohem Masse Gewähr für Zuverlässigkeit und Richtigkeit in der Kontoführung besteht. Davon ist auszugehen, wenn der Kontoführer einer wirksamen Aufsicht unterliegt.

Abs. 1 zählt die inländischen Finanzintermediäre auf, die sich als Verwahrungsstelle im Sinne dieses Gesetzes qualifizieren:

- Banken im Sinne der Art. 1 ff. BankG (Bst. a).
- Effektenhändler im Sinne von Art. 2 Bst. d BEHG (Bst. b).
- Fondsleitungen nach Art. 9 ff. AFG, sofern sie Anteilkonten führen (Bst. c).
- Betreiber von Systemen zur Abrechnung und Abwicklung von Effektengeschäften, die für die Stabilität des Finanzsystems von Bedeutung sind (Bst. d)¹³⁷. Erfasst sind also nur Betreiber, welche die Mindestanforderungen der Schweizerischen Nationalbank zu beachten haben (Art. 20 Abs. 2 NBG). Zur Zeit verfügen die beiden Schweizer Systembetreiber SIS und x-clear, die zentrale Gegenpartei der Börse virt-x, über eine Banklizenz und sind damit bereits durch Abs. 1 Bst. a erfasst. Betreiber von Effektenabwicklungssystemen sind jedoch so wichtig, dass sie in jedem Fall unter den Geltungsbereich des BEG fallen müssen.
- die Schweizerische Nationalbank (Bst. e), die z. B. im Rahmen ihrer Engpassfinanzierungsfazilität (Lombard)¹³⁸ für Banken, in ihrer Funktion als Bankier des Bundes und für ihr Personal Effektenkonten führt.
- die Schweizerische Post (Bst. f), die ebenfalls Effektenkonten führt (insbesondere für die von der Post vertriebenen Anlagefondsanteile), aber weder Bank noch Effektenhändler ist.

Diese Aufzählung ist, soweit inländische Finanzintermediäre in Frage stehen, abschliessend. Nicht erfasst sind somit z. B. Versicherungseinrichtungen nach dem Bundesgesetz vom 23. Juni 1978 betreffend die Aufsicht über die privaten Versicherungseinrichtungen (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG; SR 961.01) oder Pensionskassen im Sinne des Bundesgesetzes vom 25. Juni 1982 über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG; SR 831.40), selbst wenn sie ausnahmsweise für Kunden Effektenkonten führen. Denn Versicherungen und Pensionskassen sind *als Intermediäre* nur ausnahmsweise Teilnehmer von Systemen der mediatisierten Wertpapierverwahrung. Umstritten war in der Arbeitsgruppe die Zulassung der Post als Verwahrungsstelle, da die Post, soweit sie als Finanzintermediärin tätig ist, zur Zeit einer effektiven Aufsicht und Überwachung nicht untersteht. Die Begründung für die Beschränkung des Geltungsbereichs auf

¹³⁶ Vgl. Ziff. 1.4.4.2.

¹³⁷ Zum Begriff des Effektenabwicklungssystems vgl. Art. 19 Abs. 1 des Bundesgesetzes vom 3. Oktober 2003 über die Schweizerische Nationalbank (Nationalbankgesetz, NBG; SR 951.11) sowie Art. 2 der Verordnung vom 18. März 2004 zum Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank (Nationalbankverordnung, NBV; SR 951.131); vgl. dazu auch die Botschaft vom 26. Juni 2002 über die Revision des Nationalbankgesetzes, BBl 2002 6218 ff.

¹³⁸ Vgl. dazu Ziff. 2.4.1. der Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank über das geldpolitische Instrumentarium; <http://www.snb.ch/d/snb/index.html?file=recht/content_recht.html> (besucht am 17. Juni 2004).

Intermediäre, die aufgrund ihrer Beaufsichtigung besondere Gewähr für eine verlässliche Buch- und Kontenführung bieten, lässt sich daher auf die Post nicht ohne weiteres übertragen. Ausschlaggebend war jedoch die Überlegung, dass die Anleger, die Depots bei der Post unterhalten, des Schutzes durch das BEG ebenso bedürfen wie Kunden anderer Finanzintermediäre. Ausserdem sind zur Zeit Abklärungen betreffend eine Oberaufsicht über die Post im Bereich Finanzdienstleistungen im Gange.

Absatz 2

Nach dem HWpÜ kann das BEG unter Umständen auch Anwendung finden, wenn das Effektenkonto durch einen ausländischen Finanzintermediär geführt wird, nämlich bei der Wahl schweizerischen Rechts (Art. 4 HwpÜ). Abs. 2 bestimmt für diesen Fall, dass als Verwahrungsstelle auch jeder ausländische Finanzintermediär gilt, sofern er eine den in Abs. 1 genannten Intermediären vergleichbare Funktion ausübt und für Anleger Effektenkonten führt. Abs. 2 verlangt nicht, dass der ausländische Finanzintermediär einer besonderen Aufsicht untersteht. Das lässt sich damit rechtfertigen, dass es im internationalen Verhältnis im wohlverstandenen Interesse der Anleger liegt, wenn das Gesetz Anwendung findet, denn die Alternative ist weitgehende Rechtsunsicherheit. Hingegen ist eine wirksame Aufsicht Voraussetzung für die gesetzliche Ermächtigung zur Drittverwahrung im Ausland (Art. 8).

2.1.1.6 Artikel 6: Weitere Begriffe

Art. 6 definiert weitere, für das Verständnis des Gesetzes wichtige Begriffe. Ein *Effektenkonto* ist nach Bst. a ein von einer Verwahrungsstelle geführtes Konto, dem Bucheffekten gutgeschrieben oder belastet werden können. Das Effektenkonto spielt sowohl bei der Umschreibung des Geltungsbereichs (vgl. Art. 2) wie auch im gesamten Regelungskonzept des BEG eine zentrale Rolle. In der Bankpraxis wird das Effektenkonto häufig als Depot oder Depotkonto bezeichnet. *Kontoinhaber* ist gemäss Bst. b jede Person oder Personengesamtheit, auf deren Namen eine Verwahrungsstelle ein Effektenkonto führt. Kontoinhaber ist nicht nur die an Bucheffekten letztendlich rechtszuständige Person, die das Gesetz als Anleger bezeichnet (vgl. Art. 1 Abs. 1, Art. 2 Abs. 2 Bst. a und b, Art. 7 Abs. 2 und Art. 25 Abs. 3). Kontoinhaber ist mit Bezug auf ihre Kundenbestände ebenfalls die Verwahrungsstelle. Schliesslich stellt Bst. b HS 2 klar, dass eine Verwahrungsstelle auch mit Bezug auf ihre Eigenbestände (Nostro-Bestände) Kontoinhaber ist. Weil eine ganze Reihe von Gesetzesbestimmungen nur auf Kontoinhaber unter Ausschluss der kontoführenden Verwahrungsstelle Bezug nimmt (vgl. Art. 11 Abs. 1 und 3, Art. 12 Abs. 1, Art. 17 Abs. 1, Art. 18 Abs. 1), führt Bst. c den Begriff des *Kunden* ein und definiert diesen als Kontoinhaber, der nicht die kontoführende Verwahrungsstelle ist. Verzichtet wird auf eine Legaldefinition des Begriffs des Anlegers, weil dieser für das Verständnis des BEG nicht von zentraler Bedeutung ist und durchaus im umgangssprachlichen Sinn verwendet wird. Die weiteren gesetzlich definierten Begriffe des *sammelverwahrten Wertpapiers* (Bst. d), der *Globalurkunde* (Bst. e) und des *Wertrechts* (Bst. f) legt das BEG durch Verweis auf die Art. 973a, 973b und 973c OR fest.

2.1.2 Kapitel 2: Entstehung, Auslieferung und Umwandlung

2.1.2.1 Überblick

Das BEG ist als offenes und durchlässiges System mit einem beschränkten persönlichen und sachlichen Geltungsbereich konzipiert¹³⁹. Kapitel 2 stellt die rechtliche Infrastruktur zur Verfügung, die notwendig ist, um in das System der mediatisierten Effektenverwahrung hineinzukommen, um es wieder zu verlassen oder um eine Form der mediatisierten Verwahrung in eine andere Form umzuwandeln. Das Kapitel bestimmt einerseits, dass Bucheffekten entstehen durch Hinterlegung von Wertpapieren und Globalurkunden bei einer Verwahrungsstelle bzw. durch Eintragung von Wertrechten im Hauptregister einer Verwahrungsstelle sowie durch entsprechende Gutschriften im Effektenkonto des Anlegers (Art. 7). Umgekehrt gehen Bucheffekten unter, wenn Wertpapiere an die Kontoinhaber ausgeliefert und das Effektenkonto entsprechend belastet wird (Art. 10). Bucheffekten, die in bestimmter Form (z. B. als Globalurkunde) durch eine Verwahrungsstelle verwahrt werden, können grundsätzlich in eine andere Form (z. B. in Wertrechte) umgewandelt werden (Art. 9). Schliesslich setzt die mediatisierte Wertpapierverwahrung auch die Möglichkeit voraus, dass eine Verwahrungsstelle weitere Intermediäre beizieht; Art. 8 regelt die Zulässigkeit und Schranken dieser sog. Drittverwahrung.

2.1.2.2 Artikel 7: Entstehung von Bucheffekten

Absatz 1

Die Entstehung von Bucheffekten setzt einerseits einen tatsächlichen Vorgang voraus, nämlich die physische Einlieferung der Wertpapiere oder Globalurkunden bei der Verwahrungsstelle (Abs. 1 Bst. a und b). Mit Einlieferung ist die Übertragung des Besitzes (Art. 922 Abs. 1 ZGB) an der Urkunde auf die Verwahrungsstelle gemeint. Bei Wertrechten ist eine physische Einlieferung nicht möglich; an ihre Stelle tritt die Eintragung im Hauptregister einer Verwahrungsstelle (Abs. 1 Bst. c). Andererseits bedarf es zur Entstehung von Bucheffekten der Gutschrift der entsprechenden Zahl und Gattung Bucheffekten im Effektenkonto des Kontoinhabers. Erst mit dem vollständigen Abschluss beider Vorgänge – Einlieferung bzw. Eintragung im Hauptregister *und* Gutschrift – sind Bucheffekten als eigenständige Vermögensobjekte entstanden, an denen der Anleger die in Kapitel 3 beschriebenen Rechte hat und über die er nach den Vorschriften von Kapitel 4 verfügen kann.

Soweit Bucheffekten durch Einlieferung von Wertpapieren oder Globalurkunden entstehen, wird dadurch die sachenrechtliche Beziehung des Hinterlegers zu den Urkunden (vgl. Art. 973a Abs. 2 und 973b Abs. 2 OR) nicht aufgehoben. Der Anleger kann jedoch während der Dauer der mediatisierten Verwahrung aus seinem Miteigentum am Sammelbestand der hinterlegten Wertpapiere bzw. an der Globalurkunde keine Rechte mehr ableiten. Insbesondere kann er Bucheffekten grundsätzlich nur nach den Vorschriften des 4. Kapitels des BEG übertragen. Art. 27 Abs. 3 nimmt zwar Bezug auf die Möglichkeit einer Übertragung von Bucheffekten durch Abtretung (Art. 164 ff. OR), doch gehen die Rechte von Personen, die sie nach den Vorschriften des BEG erworben haben, den Rechten des Zessionars immer vor. Auch die Ansprüche im Konkurs der Verwahrungsstelle (vgl. Art. 17 f.) oder gegenüber einem Erwerber von Bucheffekten (Art. 26) richten sich nicht nach sachenrechtlichen Vorschriften, sondern nach dem BEG. Deshalb lässt sich

¹³⁹ Vgl. Ziff. 1.4.3.3.

sagen, dass die sachenrechtliche Beziehung des Anlegers zu den bei einer Verwahrungsstelle eingelieferten Wertpapieren und Globalurkunden während der Dauer der mediatisierten Verwahrung suspendiert ist. Erst im Falle einer Auslieferung (Art. 10) lebt sie wieder auf¹⁴⁰.

Absatz 2

Der Vorgang der Entstehung von Bucheffekten hat grundsätzlich keinen Einfluss auf die Rechte des Anlegers gegenüber dem Emittenten. Das heisst insbesondere, dass Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte, die dem Anleger durch das Eigentum an einer Schuldverschreibung oder einer Aktie vermittelt werden, nicht in entsprechende Rechte gegen die Verwahrungsstelle umgedeutet werden. Die Verwahrungsstelle vermittelt diese Rechte bloss; sie ist hinsichtlich der Bucheffekten ihrer Kunden nicht selber Rechtsträgerin. Das BEG unterscheidet sich insofern grundsätzlich von der Lösung, die Artikel 8 des US-amerikanischen UCC zugrunde liegt. Dieser versteht die Rechtsbeziehungen innerhalb einer Verwahrungskette nicht als einheitliches Rechtsverhältnis, sondern als Kette bilateraler Beziehungen. Die Verwahrungsstelle vermittelt dem Anleger demgemäss nicht bloss ein Recht, sondern ist dessen Trägerin. Die Entscheidung, von einem einheitlichen, durchgehenden Rechtsverhältnis auszugehen, hat den Vorteil, dass ein solches die wirtschaftliche Berechtigung besser reflektiert. Diese Lösung ist auch ohne weiteres mit dem Unidroit-Entwurf¹⁴¹ vereinbar, der weder dem einen noch dem anderen Ansatz den Vorzug gibt.

Dass dem BEG die Vorstellung einer direkten rechtlichen Beziehung zwischen Anleger und Emittent zugrunde liegt, heisst *nicht*, dass die Ausübung dieser Rechte (z. B. Auszahlung von Zinsen oder Dividenden) nicht je nachdem über eine Verwahrungsstelle erfolgen muss. Das BEG befasst sich mit diesen Vorgängen nicht, sondern überlässt deren Regelung der vertraglichen Vereinbarung zwischen Kontoinhaber, Verwahrungsstelle und Emittent.

Absatz 3

Bei Wertrechten ist die Eintragung im Hauptregister Voraussetzung für die Anwendbarkeit des BEG. Sie tritt an die Stelle der bei Wertrechten begrifflich ausgeschlossenen Einlieferung bei der Verwahrungsstelle. Das Hauptregister hat in erster Linie die Funktion, Publizität hinsichtlich der in einem System zirkulierenden Bucheffekten zu schaffen, die in Form von Wertrechten begründet wurden¹⁴². Diese Funktion setzt voraus, dass das Hauptregister für eine bestimmte Emission durch eine einzige Verwahrungsstelle geführt wird. Die zu registrierenden Informationen beschränken sich auf das Notwendigste; anzugeben sind die Emission (z. B. durch die Valoren- oder ISIN-Nummer) sowie die Anzahl und die Stückelung der im Hauptregister eingetragenen Wertrechte. Da sich die Zahl dieser Wertrechte im Laufe der Zeit ändern kann, z. B. durch Aufstockung einer Emission oder durch Verbriefung von Wertrechten in Wertpapiere gemäss Art. 9 und Auslieferung nach Art. 10, kann sich die Gesamtzahl der eingetragenen Wertrechte ändern. Im Hauptregister sind solche Änderungen stets nachzutragen. Nicht Teil der im Hauptregister einzutragenden Informationen ist die Rechtszuständigkeit an den entsprechenden Bucheffekten. Diese

¹⁴⁰ Vgl. vorne Ziff. 2.1.1.4.

¹⁴¹ Vgl. vorne Ziff. 1.3.2.2.

¹⁴² Eine solche Publizität ist zwar auch bei Wertpapieren bzw. Globalurkunden nicht gewährleistet. Die Verbindung von Recht und Urkunde (Art. 965 OR) bewirkt jedoch, dass nicht mehr Bucheffekten geschaffen werden können, als Wertpapiere hinterlegt sind.

ergibt sich ausschliesslich aus den Effektenkonten, welche die registerführende Verwahrungsstelle für ihre Teilnehmer führt. Das Hauptregister erbringt somit nur Publizität für das Bestehen der Bucheffekten, nicht aber für deren Zuordnung zu einem bestimmten Berechtigten.

In Bezug auf die Art und Weise der Publikation hat die Verwahrungsstelle einen grossen Spielraum. Wesentlich ist, dass jedermann ohne besonderen Interessennachweis auf öffentlichem Weg zu den im Hauptregister einzutragenden Informationen gelangen kann. Ausreichend ist z. B. die Publikation der nach Abs. 3 erforderlichen Informationen auf der Website der Verwahrungsstelle, welche das Hauptregister führt. Auch die konkrete Form des Hauptregisters wird offen gelassen; es bleibt der Verwahrungsstelle überlassen, ob sie für sämtliche Bucheffekten-Emissionen zusammen oder für jede Bucheffekten-Emission einzeln ein Hauptregister führen will.

Das Hauptregister ist zu unterscheiden vom Buch, das der Emittent von Wertrechten nach Art. 973c Abs. 2 OR zu führen hat. Die Eintragung in dieses Buch ist konstitutiv für die Begründung von Wertrechten, während die Eintragung im Hauptregister Voraussetzung für die sachliche Anwendbarkeit des BEG ist.

2.1.2.3 Artikel 8: Drittverwahrung

Die mediatisierte Wertpapierverwahrung umfasst in aller Regel mindestens zwei Ebenen, nämlich die Depotbank des Anlegers sowie eine zentrale Verwahrungsstelle (in der Schweiz z. B. die SIS)¹⁴³. Insbesondere im grenzüberschreitenden Verhältnis kann die Verwahrungskette jedoch ohne weiteres ein halbes Dutzend Finanzintermediäre umfassen. Der Einbezug von Unter- und Zwischenverwahrungsstellen ist in der mediatisierten Wertpapierverwahrung die Regel, nicht die Ausnahme. Die Drittverwahrung ist in vielen Fällen auch gar nicht vermeidbar, weil schweizerische Depotbanken nur ausnahmsweise Teilnehmer der zentralen Verwahrungsstellen sind, bei denen ausländische Effekten endverwahrt werden.

Aus Sicht des Anlegers ist nicht ohne Bedeutung, über wie viele und welche Zwischen- und Unterverwahrungsstellen Effekten gehalten werden. Mit jedem Intermediär, der zusätzlich in die Verwahrungskette einbezogen wird, erhöhen sich die Risiken¹⁴⁴. Während diese Risiken im Binnenverhältnis für den Anleger überschaubar sind, ist im grenzüberschreitenden Verhältnis eine verlässliche Beurteilung auch für institutionelle Investoren nur mit grössten Schwierigkeiten möglich. Insbesondere ist bei der grenzüberschreitenden Verwahrung von Wertpapieren zu bedenken, dass die Rechtsstellung des Anlegers nach ausländischem Recht in aller Regel nicht vollständig mit derjenigen nach schweizerischem Recht übereinstimmen wird.

Nach geltendem Recht muss eine Verwahrungsstelle deshalb die Zustimmung des Anlegers einholen, wenn sie für die Verwahrung eine Zwischen- oder Unterverwahrungsstelle beiziehen will. In der Praxis erteilt der Anleger seine Zustimmung durch Unterzeichnung des Depotvertrags, der entsprechende vorformulierte Vertragsklauseln umfasst. Art. 8 geht demgegenüber grundsätzlich von einer gesetzlichen Ermächtigung zur Drittverwahrung im

¹⁴³ Vgl. Ziff. 1.1.2.

¹⁴⁴ Man kann in diesem Zusammenhang von Intermediationsrisiko sprechen; so STEVEN L. SCHWARCZ, *Indirectly Held Securities and Intermediary Risk*, *Uniform Law Review* 2001, 283-299.

In- und Ausland aus (Abs. 1). Nur wenn nicht davon ausgegangen werden kann, dass ein vernünftiger und informierter Anleger mit einer Drittverwahrung einverstanden wäre, ist weiterhin die Zustimmung des Kontoinhabers einzuholen, die in diesem Fall allerdings ausdrücklich zu erteilen ist (Abs. 2). Nicht in Art. 8, sondern in Art. 973a Abs. 1 OR geregelt ist die Ermächtigung zur Sammelverwahrung von Wertpapieren.

Wo eine gesetzliche Ermächtigung zur Drittverwahrung vorliegt, übernimmt die als Dritte beigezogene Verwahrungsstelle die Verwahrung als selbständige Unterbeauftragte und nicht als Hilfsperson im Sinne von Art. 101 OR. Es liegt somit ein Fall von befugter Substitution vor (Art. 28 Abs. 2). Vertraut eine Verwahrungsstelle einem Dritten Bucheffekten zur Verwahrung an, obwohl weder eine gesetzliche Ermächtigung noch eine Zustimmung des Kontoinhabers vorliegt, so ist von einer unbefugten Substitution auszugehen. Die Verwahrungsstelle haftet in diesem Fall für die Handlungen des Dritten wie für ihre eigenen (Art. 28 Abs. 3).

Absatz 1

Liegt keiner der in Abs. 2 Bst. a und b genannten Fälle vor, so ist die Verwahrungsstelle von Gesetzes wegen befugt, Bucheffekten bei einer anderen Verwahrungsstelle verwahren zu lassen. Als Drittverwahrung gilt dabei jeder Einbezug eines Dritten in die Verwahrungskette. Das kann einerseits durch Einschaltung einer Unter- oder Zwischenverwahrungsstelle geschehen, die zwischen die Verwahrungsstelle des Kontoinhabers und die zentrale Verwahrungsstelle tritt. Drittverwahrung liegt auch vor, wenn eine Verwahrungsstelle bisher physisch bei sich verwahrte Wertpapiere oder Globalurkunden einer anderen Verwahrungsstelle anvertraut oder ein Hauptregister durch eine andere Verwahrungsstelle führen lässt.

Die gesetzliche Ermächtigung von Abs. 1 gilt sowohl für die Verwahrung im Inland als auch im Ausland. Trotz der mit einer grenzüberschreitenden Verwahrung verbundenen Risiken drängt sich eine gesetzliche Ermächtigung auch zur Drittverwahrung im Ausland auf, weil es für die Verwahrung ausländischer Effekten dazu keine Alternative gibt. Deshalb ist davon auszugehen, dass ein Anleger, der ausländische Effekten erwirbt, mit dem Einbezug ausländischer Verwahrungsstellen in die Verwahrungskette einverstanden ist.

Absatz 2

Die gesetzliche Ermächtigung zur Drittverwahrung gilt nur für jene Fälle, in denen man davon ausgehen kann, dass ein vernünftiger und informierter Anleger damit einverstanden wäre. Abs. 2 nennt zwei Fallgruppen, in denen eine solche Zustimmung des Kontoinhabers nicht zu vermuten und daher ausdrücklich zu erteilen ist. Eine ausdrückliche Zustimmung ist erstens erforderlich, wenn Bucheffekten im Ausland bei einer nicht beaufsichtigten Verwahrungsstelle verwahrt werden sollen (Bst. a). Die Aufsicht muss angemessen und nicht der Beaufsichtigung durch schweizerische Behörden gleichwertig sein. Erforderlich ist jedoch, dass sich die Aufsicht auf die Intermediationsfunktion der ausländischen Verwahrungsstelle bezieht. Nicht angemessen wäre demnach z. B. eine Beaufsichtigung ausschliesslich zur Durchsetzung von Vorschriften über die Bekämpfung der Geldwäsche. Zweitens ist eine ausdrückliche Zustimmung zur Drittverwahrung erforderlich, wenn bei der Verwahrungsstelle Wertpapiere hinterlegt sind und der Kontoinhaber Verwahrung durch eben diese Verwahrungsstelle verlangt hat (Bst. b).

Der Kontoinhaber muss seine Zustimmung ausdrücklich geben. Das heisst, dass in den in Abs. 2 genannten Fällen eine stillschweigende Zustimmung (Art. 1 Abs. 2 OR) zur Dritt-

verwahrung nicht möglich ist. Nicht erforderlich ist eine Aufklärung des Kontoinhabers über die mit einer Auslandsverwahrung verbundenen rechtlichen und operationellen Risiken, obwohl das nach Auffassung der Arbeitsgruppe wünschbar wäre. Sie hat jedoch davon Abstand genommen, eine solche Aufklärung zu verlangen, weil diese in jedem Fall nur in sehr allgemeiner und damit wenig aussagekräftiger Form praktikabel wäre und weil Auslandsverwahrung seit jeher und ohne spezifische Aufklärung praktiziert wird. Der wirksamste Beitrag zur Beschränkung der mit einer Auslandsverwahrung verbundenen Risiken besteht ohnehin in der Förderung der Bestrebungen zur Modernisierung und Harmonisierung des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung.

2.1.2.4 Artikel 9: Umwandlung

Zur offenen Architektur des BEG gehört ebenfalls die Möglichkeit, in bestimmter Form (z. B. als Globalurkunde) ausgestaltete Bucheffekten jederzeit in jede andere Form (z. B. Wertrechte oder sammelverwahrte Wertpapiere) umzuwandeln. Zwar steht ausser Frage, dass eine vollständige Entmaterialisierung der Wertpapiere Effizienz- und Sicherheitsvorteile aufweist¹⁴⁵. Dennoch besteht kein Grund, die Entscheidung darüber nicht letztlich den Anlegern und Emittenten zu überlassen. Art. 9 stellt deshalb klar, dass eine bestimmte Form jederzeit in jede andere Form umgewandelt werden kann. Im Übrigen ist danach zu unterscheiden, ob der Anstoss zur Umwandlung vom Emittenten (Abs. 1) oder vom Kontoinhaber ausgeht (Abs. 2).

Absatz 1

Der Emittent kann Bucheffekten, die in bestimmter Form ausgestaltet sind, jederzeit und ohne Zustimmung des Kontoinhabers in jede andere Form umwandeln (Abs. 1). Er kann also sammelverwahrte Wertpapiere in Globalurkunden oder Wertrechte umwandeln oder umgekehrt Wertrechte in einer oder einer Mehrzahl von Urkunden verbrieften. Vorbehalten bleiben abweichende Bestimmungen der Ausgabebedingungen oder der Gesellschaftsstatuten. Der Emittent trägt die Kosten einer Umwandlung.

Absatz 2

Während dem Emittenten aus Kostengründen eher an einer Entmaterialisierung gelegen sein dürfte, wird das Interesse des Einzelanlegers demgegenüber in erster Linie auf die Möglichkeit einer Verbriefung seiner Bucheffekten in Form von Wertpapieren gerichtet sein, insbesondere weil nur Wertpapiere nach Art. 10 auslieferbar sind. Nach Abs. 2 hat der Anleger daher einen Anspruch darauf, dass seine in Form von Wertrechten oder einer Globalurkunde verwahrten Bucheffekten als Wertpapiere (Einzelurkunden) verbrieft werden. Dieser Anspruch kann durch die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten ausgeschlossen werden. Der Anleger trägt die Kosten einer Verbriefung, es sei denn, die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten sehen eine andere Kostenverteilung vor. Weil Systeme der mediatisierten Wertpapierverwahrung Effizienz- und Sicherheitsvorteile aufweisen, will das BEG keine adversen Anreize schaffen.

Absatz 3

Umwandlungsvorgänge in beide Richtungen sind mit dem Risiko verbunden, dass der Gesamtbestand der durch einen Emittenten begebenen Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte irrtümlicherweise verändert wird. Deshalb verpflichtet Abs. 3 die mit der Umwand-

¹⁴⁵ Vgl. Ziff. 1.1.2 und 1.1.3.

lung befasste Verwahrungsstelle dazu, dieses Risiko mit geeigneten Verfahren und wirksamen Kontrollen so weit als möglich zu beschränken.

2.1.2.5 Artikel 10: Auslieferung

Absatz 1

Da das BEG als offenes System konzipiert ist, muss es auch die Möglichkeit vorsehen, Effekten aus dem System der mediatisierten Verwahrung wieder herauszunehmen, um sie durch einen Nicht-Finanzintermediär, in einem geschlossenen Depot bei einem Finanzintermediär oder allenfalls sogar zu Hause zu verwahren. Art. 10 schafft die rechtlichen Voraussetzungen dafür, indem er dem Kontoinhaber das Recht einräumt, von der Verwahrungsstelle jederzeit die Auslieferung von Wertpapieren gleicher Zahl und Gattung zu verlangen, wie seinem Effektenkonto Bucheffekten gutgeschrieben sind. Es liegt in der Natur der Sache, dass ein solcher Anspruch nur besteht, wenn bei der Verwahrungsstelle Wertpapiere hinterlegt sind (Bst. a) oder der Anleger nach Art. 9 einen Anspruch auf Verbriefung seiner Bucheffekten in Wertpapiere hat (Bst. b). Ein Anspruch auf Auslieferung einer Globalurkunde ist allenfalls denkbar, wenn der Kontoinhaber an allen darin verbrieften Einzelrechten rechtszuständig ist oder wenn er einen Anspruch auf Verbriefung in Teil-Globalurkunden hat. Auch auf die Auslieferung von Wertrechten ist Art. 10 höchstens analog anwendbar, etwa wenn ein Emittent, der nicht Verwahrungsstelle ist, für seine Aktionäre eine Emittentenverwahrung anbietet.

Absatz 2

Der Kontoinhaber hat die Kosten der Auslieferung zu tragen, es sei denn, dass die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten etwas anderes bestimmen. Auch hier geht es darum, adverse Anreize zu vermeiden. Der Kontoinhaber hat Anspruch auf "gute Lieferung", d. h. auf Auslieferung von Wertpapieren, die hinsichtlich Druck und Qualität den Anforderungen des Marktes entsprechen, auf dem diese Wertpapiere gehandelt werden¹⁴⁶.

Absatz 3

Schliesslich ist die Verwahrungsstelle auch hier verpflichtet, Sorge zu tragen, dass es nicht zu einer Duplizierung von Effekten kommt. Deshalb darf eine Auslieferung erst erfolgen, wenn Bucheffekten gleicher Zahl und Gattung dem Effektenkonto des Anlegers belastet sind. Mit dieser Ausbuchung gehen die Bucheffekten unter; die dinglichen Rechte des Anlegers an den Wertpapieren, die sich nicht nach diesem Gesetz bestimmen, leben wieder auf.

2.1.3 Kapitel 3: Verwahrung von Bucheffekten

2.1.3.1 Artikel 11: Verfügbare Bucheffekten

Überblick

Zu den zentralen Pflichten einer Verwahrungsstelle gehört die sichere Aufbewahrung der bei ihr hinterlegten Vermögenswerte. Das bedeutet bei herkömmlichen Verwahrungsformen (etwa der Haus- oder Einzelverwahrung), die hinterlegten Vermögenswerte während

¹⁴⁶ Für an der Schweizer Börse SWX kotierte Titel ergeben sich diese Anforderungen aus der Richtlinie betr. Verbriefung von Valoren vom 1. September 1997 sowie der Richtlinie betr. Herstellung von kotierungsfähigen Wertpapieren (Druckvorschriften) vom 2. März 1992; dazu HUBER / HODEL / STAUB GIEROW (Fn. 14), Art. 21 KR Rz. 1 ff.

der gesamten Dauer der Verwahrung an einem sicheren Ort, z. B. in einem Tresor, aufzubewahren (vgl. Art. 472 Abs. 1 OR). Auch in gestuften Verwahrungssystemen ist die sichere Aufbewahrung zu gewährleisten, doch trifft diese Pflicht in erster Linie die zentrale Verwahrungsstelle am Ende der Verwahrungskette. Für die Verwahrungsstellen auf den unteren Ebenen der Verwahrungspyramiden treten andere Pflichten in den Vordergrund. Einerseits müssen sie die Kontenbestände auf den verschiedenen Ebenen der Verwahrungspyramide koordinieren. Eine Verwahrungsstelle muss namentlich sicherstellen, dass sie bei übergeordneten Verwahrungsstellen ausreichend Effekten hält, um die Ansprüche der ihr angeschlossenen Anleger zu befriedigen. Je mehr Stufen die Verwahrungspyramide umfasst, desto komplizierter wird dieser Abgleichungsprozess.

Sind die aggregierten Effekthabenden der Anleger durch den Effektenbestand der Verwahrungsstelle nicht voll gedeckt, so spricht man von Unterbestand (*shortfall*). Ein Unterbestand kann als Folge von Fehlbuchungen oder operationellen Problemen auftreten. Häufiger ergeben sich Unterbestände jedoch aus den Abwicklungszyklen, die namentlich durch börsenrechtliche Regeln vorgegeben sind. So schreibt etwa die Schweizer Börse SWX einen Abwicklungszyklus von T+3 vor¹⁴⁷. Erwirbt also ein Anleger bestimmte Titel, so werden die Titel im Sammelkonto seiner Verwahrungsstelle bei der übergeordneten Verwahrungsstelle drei Tage nach dem Geschäftsabschluss (*Trade*) gutgeschrieben (*Settlement*). Die vorbehaltlose Gutschrift auf dem Effektenkonto des Anlegers wird jedoch nach dem von den meisten Schweizer Verwahrungsstellen angewandten System des sog. *contractual settlement* bereits unmittelbar nach dem Geschäftsabschluss, also im Zeitpunkt T+0, vorgenommen¹⁴⁸. Bei der Verwahrungsstelle des Anlegers verursacht diese Gutschrift bis zum *Settlement* einen Unterbestand, weil die aggregierten Effekthabenden ihrer Kunden grösser sind als ihr Sammelbestand bei der übergeordneten Verwahrungsstelle¹⁴⁹.

Treten in einer Verwahrungskette Unterbestände auf, so ergeben sich daraus für den Anleger Risiken, die bei rein statischen Systemen nicht auftreten. Ist die Verwahrungsstelle wegen eines Unterbestandes vorübergehend nicht in der Lage, den Anspruch des Anlegers auf Verfügung über Bucheffekten (Art. 21) oder Auslieferung von Bucheffekten (Art. 10) auszuführen, so besteht für den Anleger ein Erfüllungsrisiko. Ist die Verwahrungsstelle auf Dauer nicht zur Lieferung der Effekten in der Lage und kommt es zum Konkurs der Verwahrungsstelle, so trägt der Anleger das Risiko, dass sein Anspruch auf Absonderung der Bucheffekten (Art. 17 und 18) nicht voll gedeckt ist. Bei der Einschätzung dieser Risiken ist allerdings immer im Auge zu behalten, dass als Verwahrungsstellen ausschliesslich Finanzintermediäre zugelassen sind, die einer Aufsicht unterstehen; diese hat vorrangig das Ziel, eine Schädigung der Anleger durch Insolvenz von Intermediären nach Möglichkeit zu vermeiden. Darüber hinaus weist das System des *contractual settlement* erhebliche Vorteile auf. Insbesondere erlaubt es eine raschere Abwicklung von Effekthandelsgeschäften und verbessert damit die Marktliquidität, was sich wiederum positiv auf die Stabilität der Abrechnungs- und Abwicklungssysteme auswirkt. Die mit Unterbeständen verbundenen Risiken lassen sich darüber hinaus durch geeignete Risikomanagement-

¹⁴⁷ Vgl. HUBER / HODEL / STAUB GIEROW (Fn. 14), Art. 25 KR Rz. 6 (unter Hinweis auf Ziff. 5.18 und 5.19 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der SWX).

¹⁴⁸ Vgl. zum *contractual settlement* das Zirkular 7215 der SBVg vom 27. November 2002.

¹⁴⁹ Umgekehrt ist der Sammelbestand der Verwahrungsstelle des Veräusserers grösser als die Effekthabenden ihrer Anleger (sofern die Belastung beim Veräusserer spätestens im Zeitpunkt T+0 stattfindet).

Techniken begrenzen und kontrollieren, z. B. durch ein Limitensystem, das Unterbestände nur bis zu einem bestimmten Anteil am Gesamtbestand zulässt, durch Eigenkapitalvorschriften oder durch Versicherungslösungen. Schliesslich werden die Risiken der Anleger auch durch die Bestimmung wirksam begrenzt, dass im Konkurs der Verwahrungsstelle deren Lieferansprüche gegen andere Intermediäre von Amtes wegen abgedeckt werden (Art. 17 Abs. 1 Bst. c). Aus diesen Gründen sollte *contractual settlement* nach Überzeugung der Arbeitsgruppe weiterhin möglich sein.

Art. 11, der als zeitgemässe Formulierung von Art. 472 Abs. 1 OR gesehen werden kann, legt deshalb fest, dass die Effektenguthaben der Kunden einer Verwahrungsstelle grundsätzlich durch verfügbare Bucheffekten in entsprechendem Umfang gedeckt sein müssen (Abs. 1). Verfügbar sind nach Abs. 2 neben den Guthaben der Verwahrungsstelle bei einer übergeordneten Verwahrungsstelle unter gewissen Voraussetzungen auch Lieferansprüche. Damit ist das *contractual settlement* weiterhin möglich. Abs. 3 regelt die Rechtsfolgen eines Unterbestandes ausserhalb des Konkurses der Verwahrungsstelle und auferlegt dieser eine Pflicht zur Beschaffung von Bucheffekten. Im Konkurs einer Verwahrungsstelle ergeben sich die Rechtsfolgen eines Unterbestandes im Übrigen aus Art. 18.

Absatz 1

Unterbestände sind grundsätzlich zu vermeiden. Abs. 1 auferlegt deshalb der Verwahrungsstelle die Pflicht, jederzeit Bucheffekten verfügbar zu halten, deren Zahl und Gattung mindestens der Summe der Bucheffekten entspricht, die in den Effektenkonten ihrer Kunden als Guthaben ausgewiesen sind. Die zu deckenden Effektenguthaben ergeben sich aus den Effektenkonten der Kunden; d. h. aller Kontoinhaber mit Ausnahme der kontoführenden Verwahrungsstelle (Art. 6 Bst. c). Nicht einzurechnen sind somit die Eigenbestände der Verwahrungsstelle. Die Summe der verfügbaren Bucheffekten muss die Effektenguthaben mindestens decken; sind Eigenbestände vorhanden, wird die Summe der verfügbaren Bucheffekten grösser sein als diejenige der Effektenguthaben der Kunden.

Absatz 2

Welche Bucheffekten verfügbar im Sinne von Abs. 1 sind, sagt Abs. 2. Verfügbar sind nach *Bst. a* einmal die Bucheffekten, die einem Effektenkonto der Verwahrungsstelle bei einer anderen (übergeordneten) Verwahrungsstelle gutgeschrieben sind. Dabei kommt es nicht darauf an, ob diese Bucheffekten einem Kunden-Sammelkonto (sog. *Loro-Konto*) oder einem auf den Namen der (untergeordneten) Verwahrungsstelle lautenden Konto (sog. *Nostro-Konto*) gutgeschrieben sind. Werden Eigen- und Kundenbestände über dasselbe (nicht-segregierte) Sammelkonto gehalten, so gilt im Konkurs die Vermutung, dass die Bucheffekten zu den Kundenbeständen zählen (Art. 17 Abs. 2). Auch wenn Eigen- und Kundenbestände über getrennte Konten gehalten werden (Segregation), kann zur Deckung eines Unterbestandes auf die Eigenbestände zurückgegriffen werden (Art. 18).

Anrechenbar sind gemäss *Bst. b* ferner die bei der betreffenden Verwahrungsstelle sammelverwahrten Wertpapiere, Globalurkunden und die im Hauptregister bei dieser Verwahrungsstelle eingetragenen Wertrechte. *Bst. b* ist nur für zentrale Verwahrungsstellen am Ende einer Verwahrungskette von Bedeutung, die ja ihrerseits keine Effektenguthaben bei einer übergeordneten Verwahrungsstelle halten.

Schliesslich sind nach *Bst. c* auch frei verfügbare Ansprüche auf Lieferung von Bucheffekten anrechenbar. *Bst. c* ermöglicht die Beibehaltung des *contractual settlement*, also der Gutschrift auf untergeordneter Ebene im Zeitpunkt T+0 und damit vor Lieferung der Titel

auf übergeordneter Ebene. Daraus erhellt, dass eine Anrechnung von Lieferansprüchen im Sinne von Art. 11 nur in Betracht kommt, wenn eine Verwahrungsstelle das *contractual settlement* auch tatsächlich praktiziert. Wickelt sie nach dem System des sog. *actual settlement* ab, d. h. Gutschrift im Effektenkonto des Kunden erst nach Lieferung dieser Bucheffekten auf der oberen Verwahrungsebene, sind die Effektenguthaben durch Bestände im Sinne der Bst. a und b zu decken. Zu beachten ist, dass die nach Bst. c *anrechenbaren* Lieferansprüche nicht deckungsgleich sind mit den nach Art. 17 Abs. 1 Bst. c *absonderbaren* Lieferansprüchen. Zur Deckung der Effektenguthaben anrechenbar sind insbesondere auch Lieferansprüche gegen ausländische Verwahrungsstellen, die nicht nach Art. 17 (möglicherweise jedoch nach ausländischem Recht¹⁵⁰) absonderbar sind. Für die Zwecke von Art. 11 anrechenbar sind Lieferansprüche nur dann, wenn die zur Lieferung verpflichtete Verwahrungsstelle aufrechtstehend und nicht in Verzug ist. Deshalb können sie nur während der Frist angerechnet werden, die für eine ordentliche Abwicklung üblich oder vorgeschrieben ist. Massgebend sind die Vorschriften bzw. Usancen des betreffenden Marktes. Da an der Schweizer Börse SWX ein Abwicklungszyklus von T+3 vorgeschrieben, sind Lieferansprüche aus Geschäften an der SWX nur während drei Tagen anrechenbar. Auch auf den meisten ausländischen Börsenplätzen ist heute ein Zyklus von T+3 üblich. Im Sinne einer Obergrenze legt Bst. c die höchstzulässige Frist auf acht Tage fest; das entspricht dem längsten derzeit praktizierten Settlementzyklus¹⁵¹.

Absatz 3

Ist die Menge der im Sinne von Abs. 2 verfügbaren Bucheffekten kleiner als die Summe der Effektenguthaben, so hat die Verwahrungsstelle den Unterbestand zu beseitigen, indem sie Bucheffekten in entsprechendem Umfang erwirbt. Abs. 3 befasst sich nur mit den zivilrechtlichen Rechtsfolgen bei Auftreten eines Unterbestandes ausserhalb eines Konkurs- oder Liquidationsverfahrens. Fällt die Verwahrungsstelle, die einen Unterbestand aufweist, in Konkurs, so bestimmen sich die Ansprüche der Kunden nach den Art. 17 und 18.

Art. 11 weist zwar enge Berührungspunkte zu aufsichtsrechtlichen Regelungen auf, lässt aber die Befugnis der Aufsichtsbehörden unberührt, Massnahmen zur Erkennung, Begrenzung und Kontrolle der mit Unterbeständen verbundenen Risiken anzuordnen. Diese Befugnis ergibt sich aus den anwendbaren aufsichtsrechtlichen Erlassen und nicht aus dem BEG.

2.1.3.2 Artikel 12: Trennung von Eigen- und Kundenbeständen

Die mediatisierte Wertpapierverwahrung zeichnet sich dadurch aus, dass auf einer übergeordneten Verwahrungsebene die Bestände der Teilnehmer der tieferen Ebene in Sammelkonten zusammengefasst werden. Viele Verwahrungsstellen, darunter auch die meisten schweizerischen, halten neben den Kundenbeständen (*Loro*-Bestände) regelmässig auch ihre Eigenbestände (*Nostro*-Bestände) in demselben Sammelkonto. Gewisse Rechtsordnungen¹⁵² untersagen aus Gründen des Anlegerschutzes eine solche Vermischung und verpflichten die Verwahrungsstelle, Eigen- und Kundenbestände über zwei

¹⁵⁰ Vgl. dazu hinten Ziff. 2.1.3.7.

¹⁵¹ Vgl. dazu International Securities Services Association, Handbook, Lincolnwood Ill. 2004 (Loseblattsammlung).

¹⁵² So in Luxemburg; vgl. Art. 4 LCTIF.

verschiedene Konten zu halten (sog. Segregation). Allerdings besteht auf internationaler Ebene in dieser Frage bisher kein Einvernehmen¹⁵³.

Die Arbeitsgruppe verzichtet darauf, eine Bestimmung vorzuschlagen, welche die Verwahrungsstellen zwingen würde, Eigen- und Kundenbestände auf übergeordneter Ebene zu trennen. Zwar anerkennt sie, dass eine Trennung in Kunden- und Eigenbestände die Überschaubarkeit der Rechtsverhältnisse verbessern und damit die Kontrolle der rechtlichen Risiken erleichtern würde. Andererseits wird die Rechtsstellung der Kunden durch das BEG bereits dadurch gestärkt, dass bei nicht-segregierten Sammelkonten eine Fremdvermutung greift (Art. 17 Abs. 2) und Unterbestände darüber hinaus selbst bei Segregierung durch Rückgriff auf die Eigenbestände der Verwahrungsstelle auszugleichen sind (Art. 18 Abs. 1). Schliesslich handelt es sich bei der Segregation um eine primär aufsichtsrechtlich zu behandelnde Frage, die im Rahmen eines privatrechtlichen Gesetzes offen bleiben kann.

Art. 12 beschränkt sich deshalb auf die Klarstellung der Rechtsverhältnisse, wenn Eigen- und Kundenbestände getrennt gehalten werden. Aus welchem Grund segregiert wird, ist nicht von Belang; neben aufsichtsrechtlicher Anordnung kann die Trennung von Eigen- und Kundenbeständen auch vertraglich vereinbart oder von der Verwahrungsstelle freiwillig eingeführt worden sein.

Absatz 1

Klarstellungsbedarf besteht bei Nicht-Segregation insbesondere in zwei Fällen. Eine erste Konstellation kann vorliegen, wenn die Verwahrungsstelle und die übergeordnete Verwahrungsstelle, nicht jedoch der Anleger, Teilnehmer eines multilateralen Netting-Systems sind. Nach Art. 17 Abs. 5 geht diese Netting-Vereinbarung dem Absonderungsrecht des Anlegers aus Gründen des Systemschutzes grundsätzlich vor¹⁵⁴. Deshalb ist es möglich, dass Lieferansprüche von Anlegern durch Netting-Vereinbarungen erfasst und damit aufgerechnet werden. Abs. 1 Bst. a stellt klar, dass Kundenbestände von Netting-Vereinbarungen nicht berührt werden, sofern sie von den Eigenbeständen der Verwahrungsstelle getrennt sind. Eine zweite Unsicherheit besteht hinsichtlich der Reichweite von Pfand-, Rückbehalts- und Verwertungsrechten der zentralen Verwahrungsstelle oder eines Dritten. Werden Eigen- und Kundenbestände über dasselbe Konto gehalten, dann entscheidet sich nach der Abrede zwischen Verwahrungsstelle und zentraler Verwahrungsstelle bzw. Dritten, ob diese am gesamten Effektenkonto ein Rückbehaltsrecht oder ein anderes Recht geltend machen können. Sind die Bestände segregiert, dann ist demgegenüber ausgeschlossen, dass die zentrale Verwahrungsstelle oder Dritte an diesen Effekten Rechte geltend machen, es sei denn, der Anleger habe zugestimmt (Bst. b).

Absatz 2

Sind Eigen- und Kundenbestände segregiert, so kann nach Abs. 2 die Verwahrungsstelle über Bucheffekten eines Kunden erst verfügen, nachdem sie diese in Ausübung eines Nutzungsrechts nach Art. 14 oder eines Weiterverpfändungsrechts nach Art. 15 in ihr eigenes Effektenkonto übertragen hat. Die rechtliche Grundstruktur von Nutzungsgeschäf-

¹⁵³ Vgl. EFMLG (Fn. 108), 19: "...in order to ensure the greatest possible level of protection for investors, it is important for assets lodged with CSDs or registrars to be recorded in such a way as to differentiate between financial instruments held on behalf of the clients account administrators and custodians, and those held by the latter on their own behalf." Demgegenüber hat sich die Unidroit-Arbeitsgruppe bisher in dieser Frage nicht festgelegt.

¹⁵⁴ Vgl. Ziff. 2.1.3.7.

ten (Ausleihe, Veräusserung) ist also auch buchungsmässig nachzuvollziehen bzw. in den Effektenkonten sichtbar zu machen.

2.1.3.3 Artikel 13: Rückbehalts- und Verwertungsrecht

Nach Art. 895 ZGB besteht an beweglichen Sachen und Wertpapieren, die sich mit Willen des Schuldners im Besitze eines Gläubigers befinden, ein Retentionsrecht. Auch Verwahrungsstellen haben an den bei ihnen hinterlegten Wertpapieren ein Retentionsrecht. Im geltenden Recht besteht allerdings insofern eine Lücke, als sich Art. 895 ZGB nach h. L. nur auf Sachen, nicht aber auf Rechte bezieht¹⁵⁵. Wertrechte sind demnach nicht retinierbar, obwohl sie sich funktionell in keiner Weise von sammelverwahrten oder global verurkundeten Wertpapieren unterscheiden. Art. 13 regelt deshalb das Retentionsrecht der Verwahrungsstelle, das sogenannte Rückbehaltsrecht, in einer modernisierten Form.

Absatz 1

Voraussetzung für die Geltendmachung des Rückbehaltsrechts der Verwahrungsstelle an Bucheffekten ist wie bei Art. 895 Abs. 1 ZGB Fälligkeit der zu sichernden Forderung sowie Konnexität zwischen dem Rückbehaltsobjekt und dieser Forderung. Konnexität ist nach Abs. 1 gegeben, wenn die zu sichernde Forderung aus der Verwahrung der retinierten Bucheffekten stammt (z. B. Depotgebühren). Darüber hinaus besteht ein hinreichender Zusammenhang zwischen Sicherungsforderung und Rückbehaltsobjekt auch, wenn die Verwahrungsstelle den Kauf von Bucheffekten vorfinanziert hat und das Rückbehaltsrecht der Sicherung des Kaufpreises dient.

Sind die Voraussetzungen für die Geltendmachung des Rückbehaltsrechts gegeben, so kann die Verwahrungsstelle rückbehaltene Bucheffekten, die an einem repräsentativen Markt gehandelt werden, nach Art. 25 Abs. 1 freihändig verwerten und sich aus dem Verwertungserlös befriedigen. Andere Bucheffekten hat sie gemäss Art. 25 Abs. 7 nach den Vorschriften über die Pfandverwertung (Art. 151 ff. SchKG) zu verwerten.

Absatz 2

Die innere Rechtfertigung des Rückbehaltsrechts ergibt sich daraus, dass die Verwahrungsstelle nicht zur Herausgabe von Vermögenswerten gezwungen sein soll, solange Forderungen gegen den Kontoinhaber noch offen sind. Gibt sie diese Vermögenswerte freiwillig und ohne Vorbehalt frei, besteht umgekehrt kein Grund mehr, der Verwahrungsstelle an diesen Vermögensobjekten ein bevorzugtes Recht einzuräumen. Abs. 2 stellt klar, dass das Rückbehaltsrecht erlischt, wenn die Verwahrungsstelle die Bucheffekten vorbehaltlos auf ein anderes Effektenkonto, bei sich selber oder bei einer anderen Verwahrungsstelle, überträgt.

2.1.3.4 Artikel 14: Nutzung von Bucheffekten durch die Verwahrungsstelle

Auf den Finanzmärkten haben sich verschiedene Praktiken herausgebildet, welche das Recht von Verwahrungsstellen oder Sicherungsnehmern voraussetzen, über die ihnen anvertrauten Vermögenswerte zu verfügen (*right of use*). Dazu zählt insbesondere die Wertpapierleihe (Securities Lending and Borrowing). Nutzungsrechte sind vor allem aus Effizienzgründen sinnvoll. Die Möglichkeit, über Effekten (weiter-)verfügen zu können, ver-

¹⁵⁵ Vgl. BSK-RAMINI / SCHULIN / VOGT, Art. 895 ZGB Rz. 18 ff.

bessert ausserdem die Liquidität der Märkte und verringert somit deren Volatilität. Deshalb besteht auch aus aufsichtsrechtlicher und systemstabilitätspolitischer Sicht ein Interesse daran, dass solche Praktiken durch verlässliche rechtliche Rahmenbedingungen unterstützt werden¹⁵⁶. Der einzelne Anleger zieht aus dem Nutzungsrecht der Verwahrungsstelle an seinen Bucheffekten, falls vereinbart, einen Vorteil in Form eines Zusatzentgelts. Allerdings nimmt er dafür auch gewisse Risiken in Kauf, weil an die Stelle seines "dinglichen" Rechts an den Effekten ein obligatorischer Rückübereignungsanspruch tritt¹⁵⁷. Aus privatrechtlicher Sicht ist das Nutzungsrecht einer Verwahrungsstelle unproblematisch, sofern es durch die irrtumsfrei zustande gekommene Zustimmung des hinreichend informierten Kontoinhabers gedeckt ist. Davon geht auch das geltende schweizerische Recht aus (vgl. Art. 481 OR [Hinterlegung vertretbarer Sachen]; vgl. auch Art. 887 ZGB [Weiterverpfändung]).

Als Anwendungsfall des *right of use* ist auch die Weiterverpfändung von Sicherheiten zu betrachten. Das BEG regelt die Verfügung über Bucheffekten zu Sicherungszwecken in Art. 15, weil dafür europarechtliche Vorgaben bestehen¹⁵⁸.

Absatz 1

Das BEG anerkennt ausdrücklich die Zulässigkeit der Nutzung von Bucheffekten durch die Verwahrungsstelle. Voraussetzung ist, dass der Kontoinhaber der Verwahrungsstelle dieses Recht einräumt. Als Nutzungsrecht gilt jede Befugnis der Verwahrungsstelle, über die ihr anvertrauten Bucheffekten in eigenem Namen und auf eigene Rechnung zu verfügen. Kein Nutzungsrecht im Sinne von Abs. 1 liegt vor, wenn die Verwahrungsstelle als direkte oder indirekte Stellvertreterin des Kontoinhabers handelt.

Absatz 2

Die Ermächtigung zur Weiterverfügung muss ausdrücklich und schriftlich erteilt werden; sie darf nicht in Allgemeinen Geschäftsbedingungen enthalten sein. Damit übernimmt das BEG die Anforderungen an die Zustimmung zu *Securities-Lending*-Programmen, welche die EBK aufgestellt hat¹⁵⁹. Diese gehen weiter als das geltende Hinterlegungsvertragsrecht, das für das Recht des Aufbewahrers zur Verfügung über hinterlegte Wertpapiere bloss eine ausdrückliche Zustimmung des Hinterlegers voraussetzt (Art. 481 Abs. 3 OR).

2.1.3.5 Artikel 15: Weiterverpfändung von Bucheffekten durch Sicherungsnehmer

Einen Sondertatbestand des Nutzungsrechts stellt die Weiterverpfändung von Bucheffekten dar. Eine Weiterverpfändung liegt vor, wenn der Sicherungsnehmer ein ihm übergebenes Pfand zur Besicherung von eigenen Forderungen verwendet. Nach Art. 887 ZGB ist die Weiterverpfändung eines Faustpfandes mit Zustimmung des Verpfänders zulässig. Für die Weiterverpfändung durch Banken findet sich eine Sonderregelung in Art. 17 BankG und Art. 33 der Verordnung vom 17. Mai 1972 über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung, BankV; SR 952.02). Diese geht ebenfalls davon aus, dass eine Weiterver-

¹⁵⁶ Vgl. dazu Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) / Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*, Basel, Juli 1999.

¹⁵⁷ Diese Risiken sind einlässlich erörtert in IOSCO / CPSS, a. a. O., 39–45.

¹⁵⁸ Vgl. Ziff. 2.1.3.5.

¹⁵⁹ Vgl. EBK-Jahresbericht 2002, 47 f.

pfändung möglich ist, macht sie jedoch von einer qualifizierten Zustimmung des Verpfänders abhängig und schränkt sie im Übrigen in mehrfacher Hinsicht ein¹⁶⁰.

Obwohl die Weiterverpfändung blosser Anwendungsfall des umfassenderen Nutzungsrechts ist, rechtfertigt sich ihre Regelung in einem eigenen Artikel. Art. 15 orientiert sich an Art. 5 der Finanzsicherheitenrichtlinie und dient ihrer Umsetzung in das schweizerische Recht¹⁶¹. Die Norm geht den bankengesetzlichen Vorschriften über die Weiterverpfändung (Art. 17 BankG und Art. 33 BankV) als die speziellere Regelung vor¹⁶².

Absatz 1

Grundsätzlich darf die Verwahrungsstelle Sicherheiten nur weiterverpfänden, wenn sie vom Kontoinhaber dazu ermächtigt worden ist. Die Anforderungen an diese Ermächtigung gehen jedoch weniger weit als nach Art. 14. Ausreichend ist eine Ermächtigung in Schriftform, weil Art. 5 i. V. m. Art. 3 der Finanzsicherheitenrichtlinie weitergehende Formanforderungen ausschliesst. Als Weiterverpfändung i. S. v. Art. 15 gilt jedes Rechtsgeschäft, mit welchem die Verwahrungsstelle einem Dritten ein Sicherungsrecht an Bucheffekten einräumt, die sie selber als Sicherheit entgegengenommen hat. Neben dem Pfand im Sinne eines beschränkten dinglichen Rechts ist damit auch die Einräumung eines Vollrechts an Bucheffekten zu Sicherungszwecken – die Sicherungsübereignung bzw. das irreguläre Pfandrecht – erfasst.

Absatz 2

Hat die Verwahrungsstelle von ihrem Recht zur Weiterverpfändung Gebrauch gemacht, so muss sie bei Fälligkeit der gesicherten Verbindlichkeit eine Sicherheit derselben Art zurückgeben. Sofern vereinbart, kann sie die Bucheffekten stattdessen gemäss Art. 25 verwerten. Abs. 2 entspricht sinngemäss Art. 5 Abs. 2 der Finanzsicherheitenrichtlinie.

Absatz 3

Wird das Recht zur Weiterverpfändung ausgeübt und die Sicherheit nach Fälligkeit der gesicherten Verbindlichkeit zurückerstattet, so unterliegen die rückerstatteten Bucheffekten demselben Sicherungsrecht wie die ursprünglich verpfändeten Bucheffekten. Die Bucheffekten werden damit erneut Gegenstand der ursprünglichen Sicherungsvereinbarung, wie wenn über die Bucheffekten nie verfügt worden wäre. Das bedeutet insbesondere, dass für die Bestimmung der Rangfolge die ursprüngliche Gutschrift massgebend ist, nicht die Gutschrift im Rahmen der Rückerstattung. Auch die Anfechtungsfristen nach Art. 285 ff. SchKG laufen vom Zeitpunkt der Bestellung der ursprünglichen Sicherheit an. Abs. 3 entspricht sinngemäss Art. 5 Abs. 3 der Finanzsicherheitenrichtlinie.

¹⁶⁰ Die Ermächtigung zur Weiterverpfändung muss in einer besonderen Urkunde enthalten sein (Art. 17 Abs. 1 BankG). Die Weiterverpfändung darf zudem nur zur Sicherstellung einer Forderung erfolgen, die nicht höher ist als die Forderung der Bank gegen den Pfandschuldner (Art. 17 Abs. 2 BankG). Die Bank muss weiter sicherstellen, dass der Pfandgegenstand nicht durch Rechte Dritter belastet wird (Art. 17 Abs. 2 BankG und Art. 33 Abs. 1 BankV). Die gesamte Weiterverpfändung verschiedener Faustpfanddepots ist unzulässig (Art. 33 Abs. 3 BankV); schliesslich ist die Weiterverpfändung nur zu Refinanzierungszwecken zulässig (Art. 33 Abs. 1 BankV). Die EBK hat in einer Verfügung vom 24. April 2002 i. S. SIS x-clear AG den Anwendungsbereich von Art. 17 BankG und Art. 33 BankV allerdings eingeschränkt, indem sie feststellte, dass die Normen auf das Effektenclearing und die dazu erforderlichen Sicherungsgeschäfte "im Rahmen der zeitgemässen und auch von den massgebenden internationalen Aufsichtsgremien empfohlenen Abwicklung mit einer zentralen Gegenpartei nicht anwendbar" sind (EBK-Bulletin 43, 62 ff.).

¹⁶¹ Zu den Gründen s. Ziff. 1.4.3.1.

¹⁶² Vgl. dazu auch Anhang, Art. 17 Abs. 3 BankG.

2.1.3.6 Artikel 16: Ausweis

Wertpapiere öffentlichen Glaubens erfüllen neben der Transport- auch eine Legitimationsfunktion: sie dienen nicht nur der Übertragung von Rechten, sondern auch deren Geltendmachung (vgl. Art. 965 und Art. 975 f. OR). Mediatisiert verwahrte Wertpapiere können diese Funktion offensichtlich nicht erfüllen, weil der Kontoinhaber keinen unmittelbaren Besitz an den Papieren hat. Im Verhältnis zum Emittenten legitimiert sich der Kontoinhaber in der Praxis stattdessen durch einen Ausweis seiner Verwahrungsstelle (z. B. Depotauszug). Art. 16 verleiht dem Kontoinhaber einen Anspruch auf jederzeitige Ausstellung einer solchen Bescheinigung (der im Übrigen bereits nach auftragsrechtlichen Grundsätzen besteht; vgl. Art. 400 OR).

Der Ausweis ist blosses Beweismittel; er hat für die Geltendmachung des aus Bucheffekten fließenden Rechts keine materielle Bedeutung. Das heisst einerseits, dass der Kontoinhaber sein Recht auch ohne Ausweis geltend machen kann. Andererseits kann sich der Emittent nicht auf die Rechtszuständigkeit des Vorlegers des Ausweises verlassen; er erfüllt nur gültig durch Leistung an den materiell Berechtigten. Der Ausweis entlastet den Kontoinhaber somit nicht vom Nachweis der materiellen Berechtigung¹⁶³. Werden die Anlegeransprüche durch die Verwahrungsstelle geltend gemacht, ist die Vorlage eines Ausweises ohnehin nicht erforderlich; hier können auch keine Zweifel über die Legitimation des Ansprechers entstehen.

2.1.3.7 Artikel 17: Absonderung von Bucheffekten im Konkurs der Verwahrungsstelle

Zu den wichtigsten Elementen des Rechtsschutzes in mediatisierten Verwahrungssystemen gehört die Gewährleistung der Eigentumsrechte der Anleger im Konkurs der Verwahrungsstelle. Der Anleger muss Gewissheit haben, dass die Wertpapiere und Wertrechte, die er über eine Verwahrungsstelle hält, in deren Konkurs nicht in die Konkursmasse fallen und nicht zur Befriedigung der Kurrentgläubiger herangezogen werden können. Das ist eine Regel von fundamentaler Bedeutung, die in allen massgebenden Rechtsordnungen und Regelungsmodellen anerkannt ist¹⁶⁴.

Das BEG verwirklicht diesen Schutz durch die Art. 17 und 18. Art. 17 statuiert ein Absonderungsrecht des Kontoinhabers an Bucheffekten und Wertpapieren, welche die Verwahrungsstelle auf Rechnung der Kontoinhaber hält. Art. 18 erstreckt das Absonderungsrecht auf Eigenbestände der Verwahrungsstelle, wenn die Ansprüche der Kontoinhaber nicht voll gedeckt sind. Art. 17 lehnt sich in Aufbau und Terminologie eng an das bankengesetzliche *Absonderungsrecht* (Art. 16 i. V. m. Art. 37d BankG) an¹⁶⁵, ist jedoch auf die mediatisierte Wertpapierverwahrung zugeschnitten. Der persönliche Geltungsbereich der Bestimmung ist allerdings weiter als derjenige der bankengesetzlichen Vorschriften¹⁶⁶.

¹⁶³ Zu Urkunden ohne Wertpapiercharakter vgl. MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 3 Rz.10 ff.

¹⁶⁴ Vgl. Vorentwurf Unidroit, Art. 6 und 8; Belgien: Art. 12 Dekret No. 62; Luxemburg: Art. 7 Abs. 1 LCTIF; USA: § 8–503(a) UCC.

¹⁶⁵ Vgl. auch Art. 16 AFG, welcher das Institut der Absonderung in das schweizerische Recht eingeführt hat; vgl. BODMER / KLEINER / LUTZ (Fn. 64), Art. 37b BankG Rz. 7.

¹⁶⁶ Art. 16 i.V.m. Art. 37d BankG findet auf Banken sowie neuerdings auf Effektenhändler, nicht jedoch auf die anderen in Art. 5 genannten Verwahrungsstellen Anwendung (vgl. Art. 36a BEHG i. V. m. Art. 37d BankG).

Der Anwendungsbereich sowohl von Art. 17 als auch von Art. 18 unterscheidet sich von demjenigen der übrigen Bestimmungen des BEG. Weil beide Bestimmungen als konkursrechtlich zu qualifizieren sind, bestimmt sich ihr räumlich-persönlicher Anwendungsbereich im internationalen Verhältnis nach den Vorschriften über das internationale Konkursrecht. Die Art. 17 und 18 gelangen somit im internationalen Verhältnis im Wesentlichen nur im Konkurs schweizerischer Verwahrungsstellen zur Anwendung¹⁶⁷. Ob im Konkurs einer ausländischen Verwahrungsstelle ein Ab- oder Aussonderungsrecht oder ein funktional entsprechendes Recht besteht, beurteilt sich nach dem ausländischen Konkursstatut.

Absatz 1

Der Kreis der einer Absonderung zugänglichen Werte und Rechte im Falle der Eröffnung eines Liquidations-, Konkurs- oder Nachlassverfahrens über eine Verwahrungsstelle¹⁶⁸ umfasst drei Gruppen:

- Bucheffekten, die einem Effektenkonto der Verwahrungsstelle bei einer übergeordneten Verwahrungsstelle gutgeschrieben sind (Bst. a): Dabei geht es in erster Priorität um Bucheffekten, die auf den Namen der Kontoinhaber (Kunden-Sammelkonto) lauten. Hält eine Verwahrungsstelle Kunden- und Eigenbestände über dasselbe Sammelkonto, so wird von diesen Bucheffekten vermutet, dass sie zu den Kundenbeständen zählen (Abs. 2); auch sie sind abzusondern. Sind die Effektenguthaben der Kontoinhaber der insolventen Verwahrungsstelle immer noch nicht gedeckt, so kann nach Art. 18 Abs. 1 auch auf Eigenbestände der insolventen Verwahrungsstelle gegriffen werden, die einem segregierten Effektenkonto gutgeschrieben sind.
- Sammelverwahrte Wertpapiere, Globalurkunden und eingetragene Wertrechte, die bei der insolventen Verwahrungsstelle verwahrt sind (Bst. b): Bst. b hat den Fall im Auge, dass die Verwahrungsstelle am Ende der Verwahrungskette insolvent wird; hier bestehen keine absonderbaren Effektenguthaben gegenüber einer übergeordneten Verwahrungsstelle.
- Frei verfügbare Ansprüche der Verwahrungsstelle gegenüber Dritten auf Lieferung von Bucheffekten aus Kassageschäften, frei abgelaufenen Termingeschäften, Deckungsgeschäften oder Emissionen für Rechnung der Kontoinhaber (Bst. c): Bst. c verfolgt das Ziel, die Praxis des *contractual settlement*¹⁶⁹ konkursfest zu machen. Sachlich entspricht er Art. 16 Ziff. 3 BankG, der wiederum ein Anwendungsfall des in Art. 401 Abs. 3 OR für Auftragsverhältnisse vorgesehenen Vorzugsrechts ist¹⁷⁰. Erfasst sind sowohl Lieferansprüche gegen andere Verwahrungsstellen wie auch gegen Dritte, z. B. einen Verkäufer von Bucheffekten.

Absatz 2

Hält die Verwahrungsstelle Eigen- und Kundenbestände bei einer Drittverwahrungsstelle zusammengefasst auf einem einzigen Sammelkonto, so gilt die Vermutung, dass es sich dabei um Bucheffekten der Kontoinhaber handelt (so auch Art. 37d Abs. 2 BankG). Das heisst, dass in diesem Fall zunächst die für die Kontoinhaber benötigten Bestände abge-

¹⁶⁷ Damit ist nicht ausgeschlossen, dass Art. 17 f. auch in einem ausländischen Insolvenzverfahren berücksichtigt werden können. Das entscheidet sich jedoch nach dem anwendbaren ausländischen Recht.

¹⁶⁸ Der Begriff des Liquidations-, Konkurs- oder Nachlassverfahrens, bei dessen Eröffnung dem Kontoinhaber die Aussonderung seiner Bucheffekten zusteht, bestimmt sich nach den Art. 25 ff. revBankG.

¹⁶⁹ Vgl. dazu vorne Ziff. 2.1.3.1.

¹⁷⁰ BODMER / KLEINER / LUTZ (Fn. 64), Art. 16 BankG Rz. 22.

sondert werden und nur die verbleibenden Titel in den Eigenbestand der Verwahrungsstelle eingestellt werden können. Ein Unterbestand geht also voll zulasten der Verwahrungsstelle, so dass die Kontoinhaber lediglich zu Schaden kommen, wenn der Unterbestand den Eigenbestand übersteigt. Die vorrangige Befriedigung der Kunden erfolgt je getrennt für die einzelnen Vermögenswerte¹⁷¹. Abs. 2 ist, wie Art. 37d Abs. 2 BankG, als Vermutung formuliert, wobei für den Beweis des Gegenteils in erster Linie die Bücher der insolventen Verwahrungsstelle in Betracht kommen.

Absatz 3

Aus Abs. 1 ergibt sich, dass die Absonderung, anders als die konkursrechtliche Aussonderung (Art. 242 SchKG), von Amtes wegen erfolgt. Abs. 3 legt deshalb die Grundzüge des Absonderungsverfahrens fest und stellt klar, dass die Absonderung im Wesentlichen darin besteht, die vorhandenen Vermögenswerte auf eine andere Verwahrungsstelle zu übertragen. Das versteht sich von selbst für Bucheffekten; diese können nur übertragen werden, indem sie einem Effektenkonto gutgeschrieben werden (Art. 4 Abs. 1), denn Effektenkonten können definitionsgemäss nur durch Verwahrungsstellen geführt werden (Art. 6 Bst. b). Erst nach Übertragung der Bucheffekten auf die andere Verwahrungsstelle kann der Kontoinhaber nach Massgabe von Art. 10 sein Auslieferungsrecht geltend machen. Auch bei den Ansprüchen nach Abs. 1 Bst. b wird eine physische Auslieferung nur ausnahmsweise in Frage kommen, weil Kontoinhaber hier in aller Regel andere Verwahrungsstellen sein dürften. Schliesslich lassen sich auch die nach Abs. 1 Bst. c aussonderbaren Lieferansprüche nur durch Gutschrift auf einem Effektenkonto erfüllen; hier kommt eine direkte Auslieferung an den wirtschaftlich berechtigten Anleger ebenfalls nur in Betracht, sofern dieser einen Anspruch nach Art. 10 hat. Daraus erhellt, dass die Kontoinhaber im Konkurs ihrer Verwahrungsstelle eine vorübergehende Einschränkung ihrer Dispositionsbefugnis hinnehmen müssen. Das ist durchaus beabsichtigt, denn im Konkurs besteht ein vordringliches Interesse daran, die blockierten Vermögenswerte rasch wieder verfügbar zu machen. Das ist mit einer globalen Übertragung auf eine neue Verwahrungsstelle einfacher und wesentlich schneller zu bewerkstelligen als mit einer Abarbeitung individueller Auslieferungsansprüche. Bei der Entscheidung über das konkrete Vorgehen steht dabei dem Konkursverwalter bzw. der zuständigen Liquidationsbehörde ein weiter Ermessensspielraum zu.

Das Absonderungsrecht steht unter Vorbehalt des Rückbehaltsrechts der Verwahrungsstelle (Art. 13). Die Absonderung kann somit nur erfolgen, sofern die Forderungen der Verwahrungsstelle befriedigt oder sichergestellt sind.

Absatz 4

Art. 17 schützt die Rechte des Kontoinhabers im Konkurs der Verwahrungsstelle, mit welcher er in einer direkten Kontobeziehung steht. Diese Rechte sind jedoch auch gefährdet, wenn eine Drittverwahrungsstelle i. S. v. Art. 8 in Konkurs fällt. Insbesondere bei Drittverwahrung im Ausland kann es für den Kontoinhaber eine nicht hinnehmbare Last darstellen, wenn er sich um die Absonderung kümmern müsste. Daher bestimmt Abs. 4, dass die Verwahrungsstelle diese Ansprüche anzumelden hat. Dabei bestimmt sich nach der Vereinbarung zwischen Kontoinhaber und Verwahrungsstelle bzw. dem auf diese anwendbaren Recht, welche Schritte die Verwahrungsstelle im einzelnen zu unternehmen hat.

¹⁷¹ BODMER / KLEINER / LUTZ (Fn. 64), Art. 37b BankG Rz. 18.

Absatz 5

Abreden über die Aufrechnung von wechselseitigen Ansprüchen (Netting-Vereinbarungen) sind in den vergangenen Jahren unter Finanzmarktteilnehmern zu einem wichtigen Element der Risikokontrolle geworden. Von besonderer Bedeutung ist dabei das sog. *close-out netting*. Dabei handelt es sich um eine vertragliche Vereinbarung, nach der bei einem Insolvenzereignis (z. B. Konkurs, Nachlassverfahren, andere Formen der Zahlungsunfähigkeit, aufsichtsrechtliche Zwangsmassnahmen) alle zwischen den Parteien bestehenden Verbindlichkeiten auf der Grundlage ihres Gegenwartswerts bzw. bei Ersatzansprüchen auf der Basis des Ersatzwerts verrechnet werden, so dass pro Währung eine einzige Nettoforderung übrig bleibt. Zusätzlich wird in der Regel vereinbart, dass sich so ergebende Nettosummen pro Währung in eine einzige Abrechnungswährung zu konvertieren sind. Aus aufsichtsrechtlicher und systemstabilitätspolitischer Sicht sind Netting-Vereinbarungen positiv zu bewerten, weil sie dazu beitragen, beim Ausfall eines Finanzmarktteilnehmers das dichte Geflecht von vertraglichen Beziehungen mit anderen Marktteilnehmern auf ein überschaubares Mass zu reduzieren und damit den Stress, dem die Finanzmärkte bei einer Insolvenz eines grösseren Teilnehmers ausgesetzt sind, zu minimieren. Das ist ein gewichtiges Interesse nicht nur der Finanzintermediäre und der Aufsichtsbehörden, sondern auch der Kunden der Intermediäre¹⁷². Deshalb anerkennen Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG und Art. 27 Abs. 3 BankG die Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit von Vereinbarungen über das *close-out netting*.

Grundsätzlich können Netting-Vereinbarungen auch schuldrechtliche Ansprüche auf Lieferung von Effekten erfassen, wenn Effektenhandelsgeschäfte zustande gekommen, aber beim Ausfall einer Verwahrungsstelle noch nicht (vollständig) abgewickelt sind¹⁷³. Die Nicht- oder Teilabwicklung kann zwischen Kunde und Bank resp. Effektenhändler gegeben sein, aber auch zwischen der Bank resp. dem Effektenhändler und einem oder mehreren weiteren Gliedern in der Verwahrungskette (Korrespondenzbank oder zentrale Verwahrungsstelle). Der Netting-Mechanismus kann deshalb in verschiedenen Fallkonstellationen mit dem Absonderungsanspruch nach Art. 17 kollidieren, wenn die der Absonderung unterliegenden Ansprüche zugleich Gegenstand einer Netting-Vereinbarung sind. Wie diese Kollisionsfälle zu entscheiden sind, ist heute unklar.

Abs. 5 entscheidet diesen Konflikt aus Effizienzüberlegungen und im Interesse der Stabilität des Finanzsystems zugunsten eines Vorrangs von Netting-Abreden. Netting erlaubt durch Anwendung der konkursrechtlichen Differenzmethode eine einfache und zeitverzuglose Bereinigung der gegenseitigen Rechte und Pflichten von Finanzmarktteilnehmern. Die Absonderung kommt demgegenüber nicht ohne ein zeitraubendes Verfahren aus¹⁷⁴. Die vertraglichen Leistungen werden beim Netting auch willkürfrei und zu fairen Bedingungen verrechnet, da deren Wert gemäss Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG nach einem objektiven Markt- oder Börsenpreis bestimmt werden muss. Das Netting vermeidet weiter Unklarheiten darüber, ob Ansprüche des Systembetreibers gegenüber dem Teilnehmer, welche gemäss Art. 37d Abs. 1 BankG einer Absonderung der Teilnehmeransprüche ent-

¹⁷² Die insolvenz- und aufsichtsrechtliche Anerkennung von Netting-Vereinbarungen gehörte deshalb in den vergangenen Jahren weltweit mit zu den wichtigsten Anliegen von Finanzmarktreformen; vgl. z. B. Art. 8 der Finanzsicherheitenrichtlinie sowie Art. 3 Finalitätsrichtlinie, vorne Ziff. 1.3.2.3.2.

¹⁷³ Siehe die Hinweise bei MARTIN HESS, Die zentrale Gegenpartei im Effektenhandel – rechtliche Aspekte des Clearing, AJP 2004, 687, Fn. 93.

¹⁷⁴ BODMER / KLEINER / LUTZ (Fn. 64), Art. 37b BankG Rz. 7ff.

gegenstehen, zu Recht erhoben werden¹⁷⁵. Der Vorrang der Netting-Abreden vor Absonderungsrechten hat allerdings zur Folge, dass der Kontoinhaber gewisse Lieferansprüche, die nach Art. 17 absonderungsfähig wären, nicht absondern kann, weil sie mit dem Netting (teilweise oder ganz) untergehen. Soweit ihm der Erwerbspreis bereits belastet worden ist, kann er diesen nur als Kurrentforderung geltend machen.

2.1.3.8 Artikel 18: Unterbestand

Die Verwahrungsstelle ist grundsätzlich verpflichtet, jederzeit ausreichend Bucheffekten zu halten, um die Effektenguthaben ihrer Kunden zu decken (Art. 11 Abs. 1). Dennoch kann es aus operationellen Gründen vorkommen, dass mit Bezug auf bestimmte Bucheffekten die Bestände der Verwahrungsstelle kleiner sind als die Effektenguthaben¹⁷⁶. Solche Unterbestände sind zu beseitigen, indem die Verwahrungsstelle Bucheffekten in ausreichendem Umfang zukauf (Art. 11 Abs. 3). Ist eine Deckung durch Zukauf nicht mehr möglich, weil über die Verwahrungsstelle ein Liquidations-, Konkurs- oder Nachlassverfahren eröffnet worden ist, so bestimmen sich die Rechtsfolgen demgegenüber nach Art. 18.

Absatz 1

Genügen die nach Art. 17 absonderbaren Bucheffekten zur vollständigen Befriedigung der Ansprüche der Kunden nicht, so wird der Unterbestand darüber hinaus aus dem Eigenbestand der Verwahrungsstelle gedeckt. Zurückgegriffen wird dabei auf die Bucheffekten der Gattung, für welche ein Unterbestand vorliegt. Erfasst sind nicht nur Bucheffekten der Verwahrungsstelle, die diese zusammen mit den Bucheffekten der Kontoinhaber verwahrt; hier ergibt sich ein Vorrecht der Kontoinhaber bereits aus der Fremdvermutung von Art. 17 Abs. 2. Vielmehr kann zur Deckung von Unterbeständen nach Art. 18 auch auf Bucheffekten der Verwahrungsstelle zurückgegriffen werden, die diese getrennt von den Bucheffekten ihrer Kontoinhaber hält. Dieser Zugriff auf segregierte Eigenbestände lässt sich damit rechtfertigen, dass ein ungedeckter Unterbestand meistens die Folge operationeller Mängel ist, z. B. weil eine Verwahrungsstelle Bucheffekten falsch verbucht oder darüber missbräuchlich verfügt. Auch ausländische oder internationale Regelungsmodelle sehen für diesen Fall ein Zugriffsrecht der Anleger auf die Eigenbestände der Verwahrungsstelle vor¹⁷⁷.

Absatz 2

Lassen sich die Ansprüche der Kunden auch nach Rückgriff auf die Eigenbestände der Verwahrungsstelle nicht vollständig befriedigen, so tragen die Kunden den Unterbestand anteilmässig. Jeder Kontoinhaber erhält Bucheffekten im Umfang seines Anteils am Gesamtbestand; in gleichem Umfang hat er den Verlust zu tragen. In diesem Umfang steht ihm eine Ersatzforderung zu (Abs. 2 S. 2). Dabei handelt es sich nicht um eine Schadenersatzforderung gegen die Verwahrungsstelle im Sinne von Art. 28, weshalb eine Exkulpation nicht möglich ist.

¹⁷⁵ Siehe BODMER / KLEINER / LUTZ (Fn. 64), Art. 37b BankG Rz. 14; DIETER ZOBL, Kollisionen zwischen Sachen- und Zwangsvollstreckungsrecht, Gedanken und Bemerkungen zum Ausbau der Aussonderungsrechte im Bankenkonzurs, in: Rechtskollisionen, Festschrift für Anton Heini, Zürich 1995, 556.

¹⁷⁶ Vgl. vorne Ziff. 2.1.3.1.

¹⁷⁷ Vgl. dazu Vorentwurf Unidroit, Art. 6; vgl. ferner für Belgien: Art. 12 Abs. 4, Art. 13 Abs. 4 Dekret No 62; Luxemburg: Art. 7 Abs. 2 LCTIF; USA: § 8-503(a) UCC und Official Comment, N. 1.

2.1.3.9 Artikel 19: Pfändung und Arrest

Weil Bucheffekten über Sammelkonten gehalten werden, kennt die übergeordnete Verwahrungsstelle in aller Regel weder die Identität des Anlegers noch dessen Anteil am Sammelbestand. Deshalb ist die Arrestnahme bei einer übergeordneten Verwahrungsstelle nicht sinnvoll. Sie kann auch zur Blockierung von ganzen Sammelbeständen führen und ist daher geeignet, das reibungslose Funktionieren von Effektenabrechnungs- oder -abwicklungssystemen zu beeinträchtigen.

Aus diesen Gründen besteht international breiter Konsens, dass in der mediatisierten Wertpapierverwahrung das sog. *upper-tier attachment* auszuschliessen ist¹⁷⁸. Darunter versteht man den Vollzug von Zwangsvollstreckungsmassnahmen bei einer anderen Verwahrungsstelle als derjenigen, welche für den Schuldner, gegen den sich die Massnahme richtet, das Effektenkonto führt. Das *upper-tier attachment* ist auch im Interesse der Stabilität des Finanzsystems auszuschliessen.

Das geltende schweizerische Zwangsvollstreckungsrecht schliesst Zwangsvollstreckungsmassnahmen bei einer übergeordneten Verwahrungsstelle nicht eindeutig aus. Verschiedene Bestimmungen des SchKG sehen eine Zuständigkeit am Ort der gelegenen Sache vor (Art. 51 Abs. 1, Art. 52 und Art. 272 Abs. 1 SchKG). Wo mediatisiert verwahrte Bucheffekten als gelegen gelten, ist bisher nicht eindeutig geklärt. Für Wertpapiere, die im Ausland sammelverwahrt sind, hat das Bundesgericht allerdings entschieden, dass diese ungeachtet ihrer rechtlichen Ausgestaltung bei der depotführenden Schweizer Bank verarrestiert werden können¹⁷⁹. Angesichts der Bedeutung der Frage erscheint eine Klarstellung notwendig.

Absatz 1

Zwangsvollstreckungsmassnahmen, die Bucheffekten eines Pfändungs- oder Arrestschuldners zum Gegenstand haben, sind nach Abs. 1 ausschliesslich bei der Verwahrungsstelle zu vollziehen, die für diesen Schuldner das Effektenkonto führt, welchem die betreffenden Effekten gutgeschrieben sind (Abs. 1). Die Bestimmung ist als Präzisierung der Vorschriften über die örtliche Zuständigkeit für den Vollzug der Pfändung (Art. 89 SchKG) zu verstehen. Die örtliche Zuständigkeit für die Anordnung eines Arrests bleibt davon unberührt. Auch vorsorgliche Massnahmen nach kantonalem oder eidgenössischem Zivilprozessrecht sind ausschliesslich bei dieser Verwahrungsstelle zu vollziehen.

Absatz 2

Die Zuständigkeitsordnung von Art. 19 ist zwingend. Deshalb ist jede Pfändung oder jeder Vollzug eines Arrests, die an einem anderen Ort erfolgen, nichtig. Das entspricht der herrschenden Lehre und Rechtsprechung zu Art. 89 SchKG¹⁸⁰.

2.1.4 Kapitel 4: Verfügung über Bucheffekten

2.1.4.1 Überblick

Weil das geltende Recht der mediatisierten Wertpapierverwahrung teilweise auf sachen- und teilweise auf schuldrechtlichen Konzepten beruht, gelten auch für die Verfügung über

¹⁷⁸ Vgl. Vorentwurf Unidroit, Art. 4 Abs. 3; Luxemburg: Art. 15 LCTIF; vgl. Auch EFMLG (Fn. 108) 25.

¹⁷⁹ BGE 102 III 94.

¹⁸⁰ BGE 91 III 41, 88 III 7.

mediatisiert verwahrte Wertpapiere unterschiedliche Regeln¹⁸¹. Sammelverwahrte Wertpapiere und Globalurkunden werden nach sachenrechtlichen Grundsätzen, namentlich durch Besitzeinweisung (Art. 924 ZGB), übertragen, während die Verfügung über Wertrechte durch schriftliche Abtretung (Art. 164 ff. OR) erfolgt. Das hat weitreichende Konsequenzen, insbesondere auch für die Möglichkeit eines Erwerbs kraft guten Glaubens.

Es ist ein wichtiges Ziel des BEG, Voraussetzungen und Rechtswirkungen der Verfügung über Bucheffekten einheitlich und unabhängig davon zu regeln, ob die Bucheffekten durch Sammelverwahrung von Wertpapieren, durch Hinterlegung einer Globalurkunde oder durch Ausgabe von vollständig entmaterialisierten Rechten begründet werden. Wirtschaftlich gesehen, liegt ein einheitlicher Sachverhalt vor, der auch rechtlich einheitlich beurteilt werden sollte. Das gilt umso mehr, als für den Anleger am Anfang der Verwahrungskette oft überhaupt nicht erkennbar ist, ob bei der zentralen Verwahrungsstelle am Ende der Verwahrungspyramide viele Papiere (sammelverwahrte Wertpapiere), ein Papier (Globalurkunde) oder überhaupt kein Papier mehr vorhanden ist (Wertrechte).

Das BEG regelt die Verfügung über Bucheffekten im 4. Kapitel, das zwei Abschnitte umfasst. Der erste Abschnitt (Art. 20–25) bestimmt, welches die Voraussetzungen und Rechtsfolgen der Verfügung sind. Von grundsätzlicher Bedeutung ist dabei Art. 21, der die konstitutive Wirkung des Bucheintrags, d. h. der Gutschrift im Effektenkonto des Erwerbers, für die Verfügung über Bucheffekten anerkennt (Art. 21 Abs. 1 Bst. b). Ein Bucheintrag bewirkt den Übergang der Rechtszuständigkeit an Bucheffekten jedoch nur, sofern ihm eine Weisung des verfügenden Kontoinhabers zugrunde liegt (Art. 21 Abs. 1 Bst. a). Der Verfügungsvorgang bei Bucheffekten umfasst damit ähnlich wie im Immobiliarsachenrecht (vgl. Art. 963 ZGB) zwei Tatbestandselemente, die kumulativ erfüllt sein müssen. Die Anforderungen an eine wirksame Weisung ergeben sich dabei aus Art. 20. Nach Art. 23 bestimmt sich, unter welchen Voraussetzungen eine Buchung rückgängig gemacht werden kann, wenn die Weisung mangelhaft war. Art. 24 regelt spiegelbildlich den Fall einer fehlerhaften Gutschrift in einem Effektenkonto. Art. 22 anerkennt für die Verpfändung von Bucheffekten sowie für die Begründung einer Nutzniessung alternative Verfügungsformen, die ohne Buchung auskommen. Art. 25 sieht die Möglichkeit einer freihändigen Verwertung von Bucheffekten vor, an denen ein Pfandrecht begründet wurde.

Der zweite Abschnitt (Art. 26 und 27) regelt die Wirkungen von Verfügungen gegenüber Dritten. Dabei geht es einerseits um den Schutz des gutgläubigen Erwerbers, ein zentrales Regelungsthema des Wertpapierrechts, welches Voraussetzung für die Verkehrsschutzfunktion der Wertpapiere ist. Auch eine gesetzliche Ordnung der mediatisierten Wertpapierverwahrung kommt um eine Regelung des Erwerbs kraft guten Glaubens nicht herum¹⁸², auch wenn die Fallgruppen, in denen ein Gutgläubensschutz aktuell werden kann, sich von denjenigen unterscheiden, die bei Verfügungen über physische Wertpapiere typischerweise auftreten¹⁸³. Art. 26 bestimmt, dass der gutgläubige Erwerber in seinem Erwerb geschützt ist, auch wenn der Erwerb aufgrund einer mangelhaften Weisung erfolgt ist oder der Veräußerer zur Verfügung über die Bucheffekten nicht befugt war. Andererseits regelt der zweite Abschnitt die Rangfolgeordnung mehrerer Rechte, die an Bucheffekten drittwirksam bestellt wurden.

¹⁸¹ Vgl. dazu Ziff. 1.2.

¹⁸² Vgl. dazu Vorentwurf Unidroit, Art. 14-18; USA: § 8–502; vgl. auch § 8–510 UCC; Belgien: Art. 10 Dekret No 62; vgl. auch EFMLG (Fn 108) 26 f.

¹⁸³ Vgl. dazu vorne Ziff. 1.2.7.1.

2.1.4.2 Artikel 20: Weisung

Der Tatbestand der Verfügung über Bucheffekten setzt neben der Gutschrift im Effektenkonto des Erwerbers als Grundlage (Art. 21 Abs. 1 Bst. b) auch eine Weisung des verfügenden Kontoinhabers (Art. 21 Abs. 1 Bst. a) voraus. Art. 20 regelt gewisse Aspekte des zweiten Elements, der Weisung. Er legt die grundsätzliche Pflicht der Verwahrungsstelle zur Ausführung von Weisungen des Kontoinhabers fest (Abs. 1) und bestimmt, welche Einreden die Verwahrungsstelle der Weisung entgegensetzen darf (Abs. 2). Schliesslich regelt Art. 20 den Zeitpunkt, an dem Unwiderruflichkeit der Weisung eintritt (Abs. 3).

Die *Weisung* ist eine einseitige, rechtsgeschäftliche und empfangsbedürftige Willenserklärung des Kontoinhabers an seine Verwahrungsstelle, die vom Kontoinhaber oder von dessen rechtsgeschäftlichem oder gesetzlichem Vertreter ausgehen kann. Sie hat eine Willensäusserung des Kontoinhabers zum Gegenstand, die Übertragung der Bucheffekten auf den Erwerber vorzunehmen. Ist der Erwerber derselben Verwahrungsstelle angeschlossen wie der Kontoinhaber, von dem die Weisung ausgeht, so nimmt die Verwahrungsstelle in der Regel eine Belastung des Kontos des Veräusserers und eine entsprechende Gutschrift im Konto des Erwerbers vor. Sind an der Übertragung jedoch weitere Verwahrungsstellen beteiligt, so ist die Verwahrungsstelle des Veräusserers verpflichtet, eine entsprechende Weisung an die übergeordnete Verwahrungsstelle weiterzuleiten.

Die Weisung weist gewisse Ähnlichkeiten mit der Anweisung im Sinne von Art. 466 ff. OR auf, ist von dieser jedoch klar zu unterscheiden. Insbesondere ist sie keine Doppelermächtigung¹⁸⁴; sie richtet sich ausschliesslich an die Verwahrungsstelle und nicht an den Erwerber der Bucheffekten. Durch die Weisung wird die Verwahrungsstelle auch nicht zur Leistung von Bucheffekten berechtigt; vielmehr erschöpft sich ihre Wirkung darin, die Verwahrungsstelle zu ermächtigen und zu verpflichten, eine Belastung des Kontos des Veräusserers vorzunehmen. Ausserdem ist die Widerruflichkeit für die Weisung in Art. 20 anders geregelt als für die Anweisung (Art. 470 OR). Die Weisung ist deshalb als Rechtsinstitut *sui generis* zu qualifizieren, auf das Regeln verwandter Institute nur mit Zurückhaltung übertragen werden dürfen.

Absatz 1

Die Verwahrungsstelle ist nach Abs. 1 verpflichtet, Weisungen des Anlegers zur Verfügung über Effekten zu befolgen. Die Möglichkeit, über eine Sache oder ein Recht durch Übertragung auf ein anderes Rechtssubjekt verfügen zu können, ist zentrales Element der Absolutheit ("Dinglichkeit") des Eigentumsanspruchs, weshalb es sich rechtfertigt, diese Befugnis des Kontoinhabers und die korrelierende Pflicht der Verwahrungsstelle ausdrücklich festzuhalten. Die Verwahrungsstelle ist zur Ausführung von Weisungen allerdings nur nach Massgabe ihres Vertrags mit dem Kontoinhaber verpflichtet. Die Ausführung kann insbesondere davon abhängig sein, dass die Person, von welcher die Weisung ausgeht, ihre Legitimation ausreichend nachweist. Auch eine ausreichende Deckung des Effektenkontos ist häufig Bedingung für die Ausführung von Weisungen.

Absatz 2

Abs. 2 stellt klar, dass die Verwahrungsstelle den Rechtsgrund der Weisung nicht zu überprüfen hat. Sie darf also die Ausführung einer Weisung nicht verweigern, selbst wenn

¹⁸⁴ Vgl. zur Anweisung als Doppelermächtigung ZK-OSER / SCHÖNENBERGER, Vorbem. zum 18. Titel Rz. 1, 2.

sie Kenntnis von Mängeln im Grundverhältnis erhalten würde. Vorbehalten bleiben öffentlich-rechtliche Beschränkungen der Verfügbarkeit, z. B. aufgrund von Vorschriften über die Geldwäscherei, eines Arrestes oder einer Kontosperrung im Rahmen gerichtlicher Anordnungen über den einstweiligen Rechtsschutz. Aus Abs. 2 ergibt sich auch, dass die Verwahrungsstelle nicht zur Verantwortung gezogen werden kann, wenn sie eine Weisung trotz Mängeln im Grundverhältnis ausführt. Insofern kann man sagen, dass die Weisung vom Grundgeschäft unabhängig ("abstrakt") ist.

Absatz 3

Abs. 3 legt fest, bis zu welchem Zeitpunkt eine Weisung widerrufen werden kann und wann eine Weisung unwiderruflich wird. Da das Vorliegen einer Weisung Tatbestandselement des Verfügungsvorganges ist, treten keine Verfügungswirkungen ein, wenn eine Weisung rechtzeitig widerrufen wird. Dementsprechend kann der Kontoinhaber, der seine Weisung rechtzeitig widerruft, die Stornierung einer in Ausführung der widerrufenen Weisung erfolgten Buchung verlangen, die zu einer Belastung seines Kontos geführt hat (Art. 23 Abs. 1 Bst. d). Für den Zeitpunkt des Eintritts der Unwiderruflichkeit verweist Abs. 3 auf den Vertrag zwischen der Verwahrungsstelle und ihrem Kontoinhaber bzw. auf die anwendbaren Regeln eines Effektenabwicklungssystems, falls der Kontoinhaber Systemteilnehmer ist. In jedem Fall tritt Unwiderruflichkeit der Weisung jedoch mit ihrer Ausführung und der Belastung des Effektenkontos ein. Unwiderruflichkeit der Weisung i. S. v. Art. 20 tritt somit früher ein als Unwiderruflichkeit der Anweisung i. S. v. Art. 466 ff. OR¹⁸⁵. Im Effekten giroverkehr rechtfertigt sich die Verweisung auf die zugrunde liegenden vertraglichen Regelungen damit, dass durch die Weisung unter Umständen eine ganze Kette von Buchungen ausgelöst wird, deren Rückabwicklung geeignet ist, die Sicherheit des Rechtsverkehrs zu beeinträchtigen. Darüber hinaus bestehen vor allem bei Effektenabwicklungssystemen komplexe und differenzierte Regelungen der Unwiderruflichkeit, in welche nicht ohne Not eingegriffen werden sollte.

Abs. 3 regelt die Gründe, welche zum Erlöschen einer Weisung führen können, nicht abschliessend. Nicht erfasst sind das Erlöschen aufgrund des Todes des Kontoinhabers oder dessen Verlusts der Handlungsfähigkeit. Grundsätzlich ist dafür auf die im Stellvertretungsrecht massgebenden Regelungen zu verweisen (Art. 35 Abs. 1 OR). Auch die Eröffnung eines Konkurses über den Kontoinhaber führt zwingend zum Erlöschen der noch nicht ausgeführten Weisung. Ausgenommen sind nach Art. 27 Abs. 2 revBankG Aufträge für Effekentransaktionen, die vor Konkurseröffnung in ein Effektenabwicklungssystem eingebracht worden sind; sie bleiben durch die Konkurseröffnung unberührt, sofern sie nach den Regeln des Systems unwiderruflich sind.

2.1.4.3 Artikel 21: Verfügung

Art. 21 regelt die Voraussetzungen und Wirkungen der Verfügung über Bucheffekten. Als Verfügung im Sinne des BEG ist jedes Rechtsgeschäft zu verstehen, das eine Änderung im Bestand der Bucheffekten des Verfügenden bewirkt. Neben der Übertragung der vollen Rechtszuständigkeit an Bucheffekten ("des Eigentums") umfasst der Verfügungsbegriff

¹⁸⁵ Nach Art. 470 Abs. 1 und 2 OR ist eine Anweisung jederzeit widerruflich, solange sie nicht angenommen ist. Unwiderruflichkeit tritt auch nach erbrachter Leistung ein, wobei im Bankverkehr die Gutschrift auf dem Konto des Empfängers als Zeitpunkt der Leistung gilt. Die Widerruflichkeit der nicht angenommenen bzw. ausgeführten Anweisung ist dabei zwingendes Recht.

auch die Begründung von Sicherungsrechten an Bucheffekten, entweder in Form eines Vollrechts oder in Form eines Pfandrechts, sowie die Begründung von Nutzniessungen daran. Für die Bestellung von Pfandrechten und Nutzniessungen ergeben sich aus Art. 22 weitere, alternative Verfügungsformen. Darüber hinaus bestimmt Art. 21 auch den sachlichen Geltungsbereich des 4. Kapitels (Abs. 3 und 4).

Absatz 1

Abs. 1 definiert den Tatbestand der Verfügung über Bucheffekten als Vorgang, der zwei Elemente umfasst: einerseits eine Weisung des verfügenden Kontoinhabers an seine Verwahrungsstelle, eine Übertragung von Bucheffekten vorzunehmen (Bst. a; vgl. dazu Art. 20), und andererseits die Gutschrift im Effektenkonto des Erwerbers (Bst. b). Aus Bst. b ergibt sich, dass die Gutschrift im Effektenkonto des Erwerbers konstitutiv für den Erwerb von Bucheffekten oder die Begründung von Sicherungsrechten daran ist. Keine Verfügungswirkung kommt demgegenüber der Belastung von Effektenkonten zu. Sie bewirkt weder den Verlust der Rechtszuständigkeit des Veräusserers, noch ist sie für deren Erwerb von Bucheffekten von Bedeutung. Diese Festlegung auf eine einzige Buchung ist deshalb notwendig, weil die Übertragung von Bucheffekten häufig eine ganze Reihe von Buchungen bei verschiedenen Verwahrungsstellen auf verschiedenen Ebenen der Verwahrungspyramide auslöst. Die Buchungsvorgänge sind untereinander in der Regel zeitlich nicht koordiniert; eine Buchung am Ende der Übertragungskette kann deshalb durchaus abgeschlossen sein, bevor der Vorgang auch bei allen übergeordneten Verwahrungsstellen verbucht ist. Deshalb muss das BEG sich auf eine bestimmte, eindeutig definierte und leicht feststellbare Buchung festlegen. Das Abstellen auf die Gutschrift im Effektenkonto des Erwerbers für den Rechtsübergang hat den Vorteil der Einfachheit und Klarheit; zudem sind praktikable Alternativen nicht ersichtlich. Sie hat den Nachteil, dass theoretisch eine Gutschrift (und damit der Erwerb von Bucheffekten) möglich ist, ohne dass die Bucheffekten bei der Verwahrungsstelle des Veräusserers auch bereits belastet wurden. Diese Gefahr ist allerdings weitgehend auf den grenzüberschreitenden Effektenverkehr beschränkt; im reinen Binnenverhältnis wird sie durch eine entsprechende Ausgestaltung der Abwicklungssysteme weitgehend ausgeschlossen. Auch für den grenzüberschreitenden Effektenverkehr hat die Wertpapierindustrie die Absicht, Standards für harmonisierte Buchungsvorgänge zu entwickeln, welche diese Risiken ausschliessen¹⁸⁶. Im Übrigen wird es Sache der Aufsichtsbehörden sein, geeignete operationelle Anforderungen aufzustellen.

Die Gutschrift im Effektenkonto des Erwerbers, die gestützt auf eine wirksame Weisung erfolgt, bewirkt den Erwerb der Rechtszuständigkeit an den Bucheffekten durch den Erwerber, entweder in Form eines Vollrechts ("des Eigentums") oder in Form eines beschränkten dinglichen Rechts daran. Diese Rechtsfolge tritt grundsätzlich nur ein, wenn beide Tatbestandselemente erfüllt sind, also wenn gestützt auf eine wirksame Weisung gebucht wird. Fehlt es im Zeitpunkt der Gutschrift an einer gültigen und wirksamen Weisung, so bestimmt sich nach Art. 23, ob der Veräusserer seine Rechtszuständigkeit (vorbehaltlich eines Rückforderungsanspruchs gegen den bösgläubigen Erwerber, Art. 26 Abs. 2) definitiv verloren hat oder ob er einen Anspruch auf Stornierung hat. Art. 24 und 26 regeln die Folgen des Wegfalls der Weisung für den Erwerber. Im Verhältnis zwischen den beteiligten Verwahrungsstellen, einschliesslich der Unter- und Zwischenverwahrungsstel-

¹⁸⁶ Vgl. Group of Thirty (Fn. 32), 29 ff.

len, bestimmt sich nach Art. 24, ob und unter welchen Voraussetzungen fehlerhafte Gutschriften rückgängig gemacht werden können.

Absatz 2

Abs. 2 präzisiert einerseits den Zeitpunkt, in dem die Verfügung über Bucheffekten abgeschlossen ist, nämlich wenn die erforderlichen Buchungen im Effektenkonto des Erwerbers vollzogen sind. Andererseits stellt Abs. 2 klar, dass im Falle einer Vollrechtsübertragung, d. h. wenn die Verfügung den Übergang des Eigentums an Bucheffekten bewirken soll, der Veräusserer sein Recht nicht bereits mit der Belastung seines Kontos, sondern erst mit Abschluss der Buchungen verliert. Der Veräusserer bleibt also bis zum Abschluss des Verfügungsvorgangs Träger des fraglichen Rechts, auch wenn er nach der Belastung seines Kontos über diese Bucheffekten nicht mehr verfügen kann. Diese Regelung verhindert die Entstehung subjektloser Rechte, die bei zeitlich gestreckten Übertragungsvorgängen – wenn also Bucheffekten bereits ausgebucht, aber noch nicht eingebucht sind – sonst nicht zu vermeiden wären.

Absatz 3

Kapitel 4 regelt ausschliesslich den *rechtsgeschäftlichen Erwerb* von Bucheffekten auf dem Wege der *Einzelrechtsnachfolge*. Nicht nach Art. 20 ff. bestimmen sich der Erwerb von Gesetzes wegen oder durch behördlichen Akt sowie der rechtsgeschäftliche Erwerb auf dem Wege der Universalsukzession. Abs. 3 macht deshalb einen Vorbehalt zugunsten der Vorschriften über den Erwerb durch Erbgang, Fusion, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung. Ein Übergang der Rechtszuständigkeit *ex lege* erfolgt mit dem Tode des Erblassers nach den Vorschriften über das Erbrecht (Art. 560 Abs. 1 und 2 ZGB). Ebenfalls zu einem Erwerb *ipso iure* führen die Begründung der Gütergemeinschaft unter Ehegatten (Art. 222 Abs. 1 i. V. m. Art. 652 ff. ZGB) sowie gewisse Auflösungsstatbestände (Art. 188 [Konkurseröffnung über einen Ehegatten]; Art. 242 Abs. 1 i. V. m. Art. 236 Abs. 2 ZGB [Scheidung, Trennung etc.]). Auch nach dem Bundesgesetz vom 3. Oktober 2003 über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz, FusG; SR 221.301)¹⁸⁷ erwirbt der Erwerber Bucheffekten mit dem Handelsregistereintrag (vgl. Art. 22, 52, 67, 73 FusG). Der Zuschlag bei der Zwangsverwertung durch öffentliche Versteigerung (Art. 125, 257–259 SchKG) führt gleichermassen unmittelbar und von Gesetzes wegen zum Erwerb des Eigentums. Ein gerichtliches Urteil oder ein Urteilssurrogat können dieselbe Wirkung haben, sofern sie gestaltend wirken. Je nach anwendbarer Zivilprozessordnung tritt hier Übergang der Rechtszuständigkeit mit Eintritt der Rechtskraft des Urteils oder Urteilssurrogats ein.

Absatz 4

Der Erwerb von vinkulierten Namenaktien ist im schweizerischen Recht wie auch in vielen ausländischen Rechtsordnungen ein Sonderfall des rechtsgeschäftlichen Erwerbs auf dem Wege der Einzelrechtsnachfolge, bei dem neben wertpapierrechtlichen auch gesellschaftsrechtliche Vorschriften zu beachten sind. Abs. 4 macht einen generellen Vorbehalt zugunsten gesellschaftsrechtlicher Vorschriften. Das heisst, dass neben den Voraussetzungen von Art. 21 allenfalls auch gesellschaftsrechtliche Bedingungen erfüllt sein müssen, um den Übergang der vollen Rechtszuständigkeit an Namenaktien zu bewirken.

¹⁸⁷ Kein von Abs. 3 erfasster Fall ist hingegen die Übernahme eines Geschäfts (Art. 181 OR); hier erfolgt der Erwerb von Bucheffekten auf dem Wege der Einzelrechtsnachfolge nach Abs. 1.

Handelt es sich dabei um Namenaktien eines schweizerischen Emittenten, so ergeben sich die Voraussetzungen aus den Art. 685c und 685f OR. Das bedeutet, dass sich im Falle eines börsenmässigen Erwerbs von kotierten Namenaktien die Voraussetzungen des Erwerbs ausschliesslich nach Art. 21 bestimmen (Art. 685f Abs. 1 S. 1 OR). Demgegenüber werden vinkulierte Namenaktien, die nicht an einer Börse kotiert sind, erst mit der Zustimmung der Gesellschaft erworben (Art. 685c OR). Beim ausserbörslichen Erwerb von kotierten Namenaktien schliesslich erfolgt der Rechtsübergang erst mit Einreichen eines Gesuchs um Anerkennung als Aktionär (Art. 685f Abs. 1 S. 2 OR). Nach Auffassung der Arbeitsgruppe lässt sich der Vorrang der aktienrechtlichen Ordnung bei nicht-kotierten Aktien angesichts deren relativ beschränkter Bedeutung für die Kapitalmärkte vertreten. Im Falle des nicht-börsenmässigen Erwerbs kotierter Namenaktien stellt der Vorbehalt von Art. 685f Abs. 1 S. 2 OR hingegen eine Gefährdung des Rechtsverkehrs dar. Die Arbeitsgruppe schlägt deshalb eine Anpassung dieser Bestimmung vor¹⁸⁸. Bei Namenaktien ausländischer Emittenten ist das entsprechende ausländische Recht zu befragen, ob für den Erwerb von Namenaktien neben der Weisung und der Gutschrift noch weitere Voraussetzungen erfüllt sein müssen.

Neben Art. 685b OR gibt es noch weitere Fälle, in denen der Erwerb von Bucheffekten von der Zustimmung oder Mitwirkung des Emittenten oder eines Dritten abhängig ist. So dürfen nach Art. 685 OR nicht voll liberierte Namenaktien nur mit Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden. Art. 967 Abs. 3 OR sieht allgemein die Möglichkeit vor, durch Vertrag für die Übertragung eines Wertpapiers die Mitwirkung des Schuldners oder anderer Personen vorzuschreiben. Abs. 4 S. 2 stellt klar, dass andere Beschränkungen der Übertragbarkeit von Bucheffekten (als der Erwerb von vinkulierten Namenaktien) dem Erwerber und anderen Dritten gegenüber keine Wirkung entfalten und somit den Erwerb nicht zu hindern vermögen. Das gilt unabhängig davon, ob der Erwerber die Beschränkung der Übertragbarkeit kannte oder nicht. Beschränkungen der Übertragbarkeit sind mit dem Erfordernis der Fungibilität, welches ein zentrales Merkmal der Bucheffekte ist (vgl. Art. 4 Abs. 1), nicht vereinbar; sie können auch eine Gefährdung des Rechtsverkehrs darstellen.

2.1.4.4 Artikel 22: Pfandrechte und Nutzniessung

Für die Verpfändung von Bucheffekten sieht das BEG einerseits den ordentlichen Verfügungsmodus gemäss Art. 21 vor; ein Pfandrecht wird demnach mit Wirkung gegenüber Dritten begründet durch Übertragung auf ein auf den Namen des *Pfandnehmers* lautendes Effektenkonto bei der Verwahrungsstelle des Pfandgebers oder des Pfandnehmers. Daneben sieht Art. 22 alternative Möglichkeiten für die Begründung von Pfandrechten und Nutzniessungen an Bucheffekten vor. Nach Abs. 1 kann ein Pfandrecht bestellt werden, indem die Verwahrungsstelle mit Zustimmung des Pfandgebers dem Pfandnehmer gegenüber erklärt, dessen Weisungen ohne weitere Zustimmung oder Mitwirkung des Pfandgebers zu befolgen. Auch eine Nutzniessung an Bucheffekten wird auf diese Weise begründet (Abs. 4). Ein Pfandrecht zugunsten der Verwahrungsstelle wird nach Abs. 2 mit Abschluss des Pfandvertrags bestellt.

¹⁸⁸ Vgl. hinten Ziff. 2.1.6.4.1.

Art. 22 regelt nur das Pfandgeschäft im Sinne der dinglichen Verfügung, welche dem Pfandrecht Wirkung jedem Dritten gegenüber verleiht. Diese Regelung ist jedoch abschliessend und geht damit den Art. 900 Abs. 1 und 901 Abs. 2 ZGB vor (vgl. Art. 901^{bis} ZGB). Das heisst insbesondere, dass der Vertrag über die Verpfändung von Bucheffekten keinen Formvorschriften unterliegt. Das BEG kommt damit einer Vorgabe der Finanzsicherheitenrichtlinie nach, nach deren Art. 3 "die Bestellung und die Wirksamkeit einer Finanzsicherheit sowie die prozessuale Beweisführung bei einer Finanzsicherheit oder die Besitzverschaffung an einer Finanzsicherheit [nicht] von der Erfüllung von Formerfordernissen abhängen" darf. Im Übrigen ist der Pfandvertrag als Kausalgeschäft der dinglichen Verfügung nicht Gegenstand der Regelung des BEG.

Absatz 1

Ein Pfandrecht kann nach Abs. 1 bestellt werden, indem die Verwahrungsstelle im Einverständnis mit dem Kontoinhaber (Pfandgeber) dem Pfandnehmer gegenüber erklärt, dessen Weisungen ohne weitere Zustimmung oder Mitwirkung des Kontoinhabers auszuführen. Mit dieser Erklärung verliert der Pfandgeber die ausschliessliche Gewalt über die Bucheffekten, so dass die Pfandrechtsbestellung den Anforderungen von Art. 884 Abs. 3 ZGB genügt. Die Erklärung muss auf der Grundlage eines schriftlichen Vertrags erfolgen, einer Vereinbarung zwischen Pfandgeber und Verwahrungsstelle, dass die Verwahrungsstelle die Bucheffekten zugunsten eines Pfandnehmers halten soll. Die Schriftlichkeit des Vertrags gewährleistet eine minimale Publizität. Insbesondere werden damit Manipulationen zu Lasten der anderen Gläubiger des Pfandgebers erschwert. Die Erklärung der Verwahrungsstelle dem Pfandnehmer gegenüber ist hingegen formlos wirksam und entfaltet als einseitige rechtsgeschäftliche Willenserklärung mit Zugang beim Pfandnehmer Wirkung.

Die Begründung eines Pfandrechts nach Abs. 1 hat vor allem den Vorteil, dass sie einfacher, günstiger und häufig auch rascher möglich ist als die etwas umständliche Umbuchung in ein Effektenkonto des Pfandnehmers. Im grenzüberschreitenden Verhältnis hat sie auch den Vorteil, dass sie einer einzigen Rechtsordnung unterliegt. Sie hat den Nachteil, dass der Pfandnehmer sich allenfalls das Rückbehaltsrecht der Verwahrungsstelle (Art. 13) oder ein Pfandrecht der Verwahrungsstelle i. S. v. Abs. 2 entgegenhalten lassen muss. Die freihändige Verwertung ist, sofern sie vereinbart wurde, sowohl bei der Pfandbestellung durch Umbuchung in ein separates Effektenkonto wie auch bei der Pfandbestellung nach Abs. 1 möglich (Art. 25).

Absatz 2

Pfandrechte werden häufig zwischen einem Kontoinhaber und dessen Verwahrungsstelle (z. B. seiner Depotbank) vereinbart. In der Regel werden solche Pfandrechte mittels besonderer Pfandverträge, gelegentlich jedoch auch in Form von Pfandklauseln in Allgemeinen Geschäftsbedingungen eingeräumt. Eine solche Vereinbarung bewirkt nach geltendem Recht die Begründung eines dinglichen Pfandrechts an Wertpapieren, wobei der Erwerb des Pfandbesitzes durch Besitzwandlung (*brevi manu traditio*) erfolgt¹⁸⁹. Im Fall von Wertrechten, die nach schuldrechtlichen Grundsätzen verpfändet werden, wird das Pfandrecht mit der schriftlichen Abfassung des Pfandvertrags mit Wirkung gegenüber Dritten begründet (Art. 900 Abs. 1 ZGB). Publizität über die Begründung dieses Pfandrechts wird *de lege lata* weder im einen noch im anderen Fall effektiv hergestellt.

¹⁸⁹ BK-ZOBL, Syst. Teil Rz. 132, und Art. 884 ZGB Rz. 681, je m. w. Hinw.

Es besteht kein Anlass, unter dem BEG an dieser Rechtslage materiell etwas zu ändern. Deshalb verzichtet das BEG im Fall der Verpfändung von Bucheffekten zugunsten der kontoführenden Verwahrungsstelle darauf, die dingliche Wirkung des Pfandrechts von einer Buchung abhängig zu machen, die in diesem Fall bloss eine nutzlose Formalität wäre. Schützenswerte Drittinteressen werden dadurch nicht verletzt. Will ein Dritter dem Kontoinhaber Kredit gegen die Verpfändung dieser Bucheffekten gewähren und sicher sein, dass ihm die Depotbank kein Pfandrecht entgegenhält, so muss er darauf bestehen, dass die Bucheffekten nach Art. 21 Abs. 1 in ein anderes Effektenkonto (bei derselben oder einer anderen Verwahrungsstelle) umgebucht werden. Abs. 2 S. 2 stellt ausdrücklich klar, dass das Pfandrecht mit vorbehaltloser Ausführung einer Weisung des Kontoinhabers zur Übertragung der Bucheffekten auf ein anderes Effektenkonto erlischt.

Absatz 3

Zu den tragenden Grundsätzen des schweizerischen Mobiliarpfandrechts zählt das Spezialitätsprinzip. Es besagt, dass Gegenstand der Verpfändung ein einzelnes, bestimmbares Recht sein muss¹⁹⁰. Der Grundsatz der Spezialität gilt auch für die Verpfändung von Forderungen und anderen Rechten¹⁹¹. Eine buchstabengeheure Anwendung würde bei der Verpfändung von Bucheffekten dazu zwingen, entweder sämtliche einem Konto gutgeschriebenen Effekten zu verpfänden oder das Pfandobjekt z. B. durch Nennung von ISIN- oder Valorenummern bis auf Titelebene zu spezifizieren. Der Zwang zur Verpfändung ganzer Konten nimmt dem Pfandschuldner die Möglichkeit, wirtschaftlich nicht belastete Bucheffekten zur Sicherung anderer Kredite zu verwenden. Der Pfandnehmer ist andererseits in aller Regel nicht an einem Sicherungsrecht an bestimmten Titelkategorien, sondern bloss an einer bestimmten Wertquote interessiert. Abs. 3 sieht daher ausdrücklich vor, dass sich die Anmerkung sowohl auf bestimmte Bucheffekten wie auch auf alle einem Konto gutgeschriebenen Bucheffekten oder auf einen bloss wertmässig bestimmten Anteil an einer Gesamtheit von Bucheffekten beziehen kann. Vorauszusetzen ist das Vorliegen einer Abrede darüber, wie im Sicherungsfall die zu verwertenden Bucheffekten zu bestimmen sind. Ist diese Bedingung erfüllt, so steht der Anerkennung von bloss wertmässig bestimmten Teilpfandrechten an einer Sach- oder Rechtsgesamtheit nichts entgegen.

Absatz 4

Die Nutzniessung ist neben dem Pfandrecht das zweite beschränkte dingliche Recht, mit dem Bucheffekten realistischere Weise belastet werden können. Entsprechend dem Grundsatz von Art. 746 Abs. 1 ZGB, wonach zur Bestellung einer Nutzniessung bei beweglichen Sachen oder Forderungen die Übertragung auf den Erwerber erforderlich ist, kann auch an Bucheffekten eine Nutzniessung durch Gutschrift im Effektenkonto des Nutzniessers (Art. 21 Abs. 1) begründet werden. Darüber hinaus sieht Art. 22 die Möglichkeit vor, eine Nutzniessung an Bucheffekten mit Wirkung gegenüber Dritten auch nach den in Abs. 1 vorgesehenen Modalitäten zu begründen. Die Verwahrungsstelle muss somit mit Zustimmung des belasteten Kontoinhabers (des "Eigentümers" in der Terminologie der Art. 745 ff. ZGB) dem Berechtigten gegenüber erklären, dessen Nutzniessung anzuerkennen und keine damit unverträglichen Verfügungen zuzulassen.

¹⁹⁰ BSK-BAUER, Art. 884 ZGB Rz. 44.

¹⁹¹ BSK-BAUER, Art. 899 ZGB Rz. 19.

2.1.4.5 Artikel 23: Stornierung einer Belastung

Das BEG knüpft dingliche Wirkungen ausschliesslich an die Gutschrift im Effektenkonto des Erwerbers, nicht an die Belastung des Veräussererkontos (Art. 21 Abs. 1 Bst. b). Auch der Verlust der Rechtszuständigkeit des Veräusserers tritt erst ein, wenn die Gutschrift im Konto des Erwerbers abgeschlossen ist (Art. 21 Abs. 2 S. 2). Faktisch verliert ein Kontoinhaber jedoch bereits mit der Belastung seines Kontos die Möglichkeit, über seine Bucheffekten zu verfügen. Deshalb hat ein Kontoinhaber ein gewichtiges Interesse, eine Belastung rasch rückgängig zu machen. Art. 23 regelt die Voraussetzungen und Verfahren zur Stornierung einer Belastung, wenn diese erfolgt ist, ohne dass eine Weisung des Kontoinhabers vorlag oder wenn die Weisung an einem gravierenden Mangel litt.

Absatz 1

Nach Abs. 1 hat der Kontoinhaber in vier Fällen Anspruch auf Stornierung: wenn die Weisung nichtig ist (Bst. a), wenn die Weisung nicht vom Kontoinhaber oder dessen Vertreter stammt (Bst. b), wenn der Weisung ein Erklärungsirrtum oder ein Übermittlungsfehler zugrunde lag (Bst. c) oder wenn die Weisung durch den Kontoinhaber rechtzeitig widerrufen wurde (Bst. d).

Nichtig ist eine Weisung dann, wenn sie einen unmöglichen oder widerrechtlichen Inhalt hat oder gegen die guten Sitten verstösst (Art. 20 Abs. 1 OR). Ein nichtiger Rechtsakt vermag keine rechtsgeschäftlichen Wirkungen zu entfalten; deshalb muss das Vorliegen einer nichtigen Weisung zwingend die Korrektur der Belastung zur Folge haben. Der Nichtigkeitsgrund muss sich auf die Weisung beziehen; eine Weisung, die in Ausführung eines widerrechtlichen oder sittenwidrigen Rechtsgeschäfts erteilt wird, ist selber nicht notwendigerweise widerrechtlich oder sittenwidrig. Anwendungsfälle von Bst. a dürften deshalb selten sein.

Dass eine Belastung zu stornieren ist, die aufgrund einer Weisung erfolgt, welche weder vom Kontoinhaber noch von einem gewillkürten oder gesetzlichen Vertreter des Kontoinhabers stammt (Bst. b), versteht sich von selbst. Denn Willenserklärungen eines unbeteiligten Dritten vermögen keine Rechtswirkungen zu Lasten eines Kontoinhabers zu begründen.

Bst. c erfasst Fälle eines Erklärungsirrtums (Art. 24 Abs. 1 Ziff. 1-3 OR), wenn der Kontoinhaber sich also beim Abfassen seiner Weisung über den Gegenstand, den Umfang oder den Empfänger der Verfügung irrt. Ebenfalls storniert werden muss im Falle eines Übermittlungsfehlers (Art. 27 OR). Bst. c verweist hinsichtlich der Tatbestandsvoraussetzungen auf die Irrtumsregeln des Obligationenrechts.

Schliesslich ist eine Belastung ebenfalls zu stornieren, wenn der Kontoinhaber zwar irrtumsfrei eine Weisung erteilte, diese jedoch rechtzeitig widerrufen hat. Bis wann eine Weisung widerrufen werden kann, bestimmt sich gemäss Art. 20 Abs. 3 nach dem Vertrag zwischen Verwahrungsstelle und Kontoinhaber bzw. nach den Regeln des Effektenabwicklungssystems.

Absatz 2

Die Stornierung hat nach Abs. 2 zur Folge, dass der Kontoinhaber gestellt wird, "wie wenn die Buchung nie statt gefunden hätte". Stornierung bewirkt also *restitutio in integrum*. Die Belastung ist vollumfänglich rückgängig zu machen. Buchungstechnisch geschieht dies,

indem die Belastung durch eine entsprechende Gutschrift ausgeglichen oder, sofern nach den anwendbaren Buchungsregeln zulässig, einfach gestrichen wird.

Absatz 3

Anstelle der Stornierung kann der Kontoinhaber auch verlangen, dass die Verwahrungsstelle ihm den Wert der Bucheffekten im Zeitpunkt der Belastung ersetzt. Wertverluste seit dem Zeitpunkt der mängelbehafteten Belastung gehen somit nicht zu Lasten des Kontoinhabers. Das drängt sich deshalb auf, weil ein Stornierungs- bzw. Ersatzanspruch nach Art. 23 in jedem Fall nur besteht, wenn die Weisung an einem gravierenden Mangel leidet (Abs. 1) und die Verwahrungsstelle dies erkennen konnte (Abs. 4). Eine Spekulation durch den belasteten Kontoinhaber ist ausgeschlossen, weil der massgebliche Zeitpunkt für die Berechnung des Wertersatzes derjenige der Belastung ist.

Absatz 4

Nach Abs. 4 besteht kein Anspruch auf Stornierung, wenn die Verwahrungsstelle nachweist, dass sie den Mangel der Weisung nicht kannte und trotz Anwendung zumutbarer Massnahmen und Verfahren nicht erkennen konnte. Der Verwahrungsstelle steht also ein Entlastungsbeweis offen. Daraus erhellt, dass Art. 23 ein Verschulden der Verwahrungsstelle vermutet, wenn eine Buchung aufgrund einer Weisung erfolgt, die mit den in Abs. 1 genannten gravierenden Mängeln behaftet ist. Die Verwahrungsstelle kann diese Vermutung widerlegen, indem sie den Nachweis erbringt, dass die Mängel für sie nicht erkennbar waren. Praktische Bedeutung dürfte der Entlastungsbeweis insbesondere bei einer Verfügung aufgrund einer Weisung eines unbeteiligten Dritten (Abs. 1 Bst. b) haben; hier kann sich die Verwahrungsstelle durch den Nachweis entlasten, dass sie für die Legitimationsprüfung allgemein anerkannte Verfahren anwendet und die fehlende Legitimation dennoch nicht erkennen konnte. Auch im Falle einer mit einem Nichtigkeitsgrund (Abs. 1 Bst. a) oder einer mit einem Erklärungsirrtum oder einem Übermittlungsfehler (Abs. 1 Bst. c) behafteten Weisung ist ein Entlastungsbeweis denkbar. Beim Widerruf einer Weisung (Abs. 1 Bst. d) steht demgegenüber weniger die Erkennbarkeit als vielmehr die Rechtzeitigkeit der Weisung im Vordergrund; diese ist durch den Kontoinhaber nachzuweisen. Gelingt der Verwahrungsstelle der Entlastungsbeweis, so hat der Kontoinhaber keinen Anspruch auf Stornierung. Ihm verbleibt jedoch die Möglichkeit, Rückleistungsansprüche gegen den Erwerber geltend zu machen, sofern dieser nicht kraft guten Glaubens Rechtszuständigkeit an den Bucheffekten erworben hat (Art. 26 Abs. 2).

Absatz 5

Abs. 5 regelt die Verjährung des Anspruchs auf Stornierung bzw. Wertersatz. Diese tritt nach Ablauf eines Jahres seit der Entdeckung des Mangels (relative Frist), in jedem Fall jedoch mit Ablauf von fünf Jahren seit dem Tag der Belastung (absolute Frist) ein. Die Verkürzung der Verjährungsfrist gegenüber der ordentlichen Frist von zehn Jahren nach Art. 127 OR lässt sich damit rechtfertigen, dass es sich um ausgeprägte Verkehrsgeschäfte handelt. Mit der absoluten Frist von fünf Jahren wird immerhin dem Umstand Rechnung getragen, dass Fehlbuchungen gelegentlich erst längere Zeit nach Abschluss eines Geschäfts bemerkt werden und die Abklärungen ebenfalls Zeit in Anspruch nehmen können.

2.1.4.6 Artikel 24: Stornierung einer Gutschrift

Absatz 1

Nach Art. 21 Abs. 1 ist der Erwerb von Bucheffekten mit der Gutschrift im Effektenkonto des Erwerbers abgeschlossen. Vorausgesetzt ist, dass der Erwerb durch eine wirksame Weisung des verfügenden Kontoinhabers gedeckt ist. Art. 24 regelt das Vorgehen, wenn die Gutschrift also ohne Vorliegen einer Weisung erfolgt oder auf andere Weise durch die Weisung nicht gedeckt ist. Erfasst sind sowohl Fälle, in denen eine Buchung ohne jede Weisung vorgenommen wird, wie auch solche, in denen eine autorisierte Weisung durch eine der Verwahrungsstellen in der Verwahrungskette falsch gelesen oder verstanden wurde. Eine Gutschrift ohne Vorliegen einer Weisung ist z. B. denkbar, wenn eine Verwahrungsstelle aufgrund einer gefälschten Weisung bucht oder eine echte Weisung eines Kontoinhabers falsch versteht und Bucheffekten deshalb einem falschen Konto gutschreibt. Mit der Wendung "oder durch eine Weisung nicht gedeckt ist" werden vor allem Irrtumsfälle erfasst, z. B. wenn zu viele oder falsche Bucheffekten einem Konto gutgeschrieben werden.

In allen diesen Fällen kann die Verwahrungsstelle die Gutschrift rückgängig machen, d. h. durch eine entsprechende Belastung ausgleichen. Voraussetzung ist, dass dem entsprechenden Konto Bucheffekten dieser Gattung noch gutgeschrieben sind (Abs. 2). Die Verwahrungsstelle ist im Übrigen verpflichtet, dem Kontoinhaber die Stornierung mitzuteilen.

Absatz 2

Eine Stornierung der Gutschrift ist nicht möglich, wenn dem Effektenkonto Bucheffekten dieser Gattung nicht mehr gutgeschrieben sind, weil der Kontoinhaber über die Bucheffekten bereits weiter verfügt hat. Ein Stornorecht auch bei Weiterverfügung zuzulassen hiesse, der Verwahrungsstelle das Recht einzuräumen, dem Kontoinhaber durch einseitigen Akt eine Lieferverpflichtung aufzuerlegen. Ob und zu welchen Bedingungen der Kontoinhaber einen bestimmten Titel beschaffen kann, hängt massgeblich von der Art des Titels und der Liquidität der Märkte für diesen Titel ab. Sind diese Märkte illiquid, kann die Beschaffung eines Titels wirtschaftlich eine Härte darstellen oder sogar unmöglich sein. Deshalb erscheint es angemessener, die ungerechtfertigte Bereicherung des Kontoinhabers durch Geldzahlung auszugleichen. Abs. 2 S. 2 räumt deshalb der Verwahrungsstelle einen Anspruch auf Wertersatz ein, wobei sich der Wert grundsätzlich nach der Bereicherung des Kontoinhabers (nicht nach der allenfalls der Verwahrungsstelle obliegenden Ersatzpflicht) bestimmt. Bereicherungsrechtlichen Grundsätzen entspricht auch, dass die Pflicht zur Leistung von Wertersatz entfällt, wenn der Kontoinhaber sich der Bereicherung in gutem Glauben entäussert hat (vgl. Art. 64 OR).

Absatz 3

Der Anspruch auf Stornierung einer fehlerhaften Buchung (Abs. 1) bzw. auf Wertersatz (Abs. 2) verjährt mit Ablauf eines Jahres seit Entdeckung des Mangels (relative Verjährungsfrist) bzw. mit Ablauf von fünf Jahren seit dem Tage der Gutschrift (absolute Verjährungsfrist). Diese Regelung entspricht Art. 23 Abs. 5; für die Begründung ist darauf zu verweisen.

2.1.4.7 Artikel 25: Verwertung

Die Verwendung von Kapitalmarktpapieren als Sicherheiten gehört auf den Finanzmärkten zu den wichtigsten Risikominderungstechniken¹⁹². Eine Sicherheit ist jedoch nur so viel wert wie das Verfahren zur ihrer Verwertung. Werden Finanzinstrumente als Sicherheit gestellt, ist dabei von grösster Bedeutung, dass Sicherheiten rasch verwertet werden können. Die Verwertung durch Zwangsvollstreckungsbehörden genügt diesen Anforderungen nicht. Deshalb anerkennen viele Rechtsordnungen eine Befugnis des Sicherungsnehmers, Sicherheiten freihändig zu verwerten, sofern sich der Preis der Sicherheit objektiv bestimmen lässt¹⁹³.

Nach geltendem schweizerischem Recht sind Abreden, die dem Pfandgläubiger das Recht einräumen, auf privatem Wege die Verwertung vorzunehmen, grundsätzlich gültig¹⁹⁴. Pfandgläubiger und -schuldner können auch den Selbsteintritt des Pfandgläubigers gültig vereinbaren. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts ist eine solche Abrede mit dem Verbot des Verfallsvertrags (Art. 894 ZGB) vereinbar, sofern die Bedingungen des Selbsteintritts auch die Interessen des Verpfänders angemessen berücksichtigen. Das ist nach herrschender Lehre und Rechtsprechung gegeben, wenn es um Pfänder geht, die einen Markt- oder Börsenpreis haben oder deren Wert auf andere Weise objektiv bewertet werden kann¹⁹⁵. Gemäss einer langjährigen Rechtsprechung des Bundesgerichts sind die private Verwertung und der Selbsteintritt jedoch ausgeschlossen, sobald der Schuldner einem Zwangsvollstreckungsverfahren unterworfen ist¹⁹⁶. Die Unwirksamkeit von Abreden über die private Verwertung wird aus dem Grundsatz hergeleitet, dass Pfandgegenstände zur Konkursmasse zu ziehen sind¹⁹⁷; darüber hinaus habe man es mit verfahrensrechtlichen Vorschriften zu tun, die im Interesse der Gesamtheit der Konkursgläubiger aufgestellt seien. Handelt es sich beim Verpfänder um eine Bank oder einen Effektenhändler, so schützt nunmehr immerhin Art. 27 Abs. 3 revBankG die Wirksamkeit von im Voraus getroffenen Abreden über die freihändige Verwertung von Effekten, sofern diese an einem repräsentativen Markt gehandelt werden.

Art. 25 kodifiziert diese Praxis und stellt darüber hinaus klar, dass Abreden über die freihändige Verwertung von Bucheffekten auch im Konkurs des Sicherungsgebers wirksam bleiben. Die freihändige Verwertung kann nur für Bucheffekten wirksam vereinbart werden, die an einem repräsentativen Markt gehandelt werden und für welche deshalb ein nach objektiven Kriterien bestimmter Preis vorliegt. Andere Bucheffekten können nur nach den Vorschriften über die Pfandverwertung (Art. 151 ff. SchKG) verwertet werden (Abs. 5). Ein Handel an einem repräsentativen Markt liegt vor, wenn für Vermögenswerte der geschuldeten Art und Güte an einem bestimmten Ort eine minimale Anzahl gleichartiger Geschäfte abgeschlossen wird, so dass sich daraus ein Durchschnittspreis errechnen lässt. Auch Bucheffekten, die zum Handel an einer Börse nicht zugelassen oder dort nicht täglich gehandelt werden, können dennoch an einem repräsentativen Markt im Sinne dieses Artikels gehandelt werden. Ob das Handelsgeschehen über Infrastruktureinrichtungen wie z. B.

¹⁹² Dazu Committee on the Global Financial System, Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics, Basel, März 2001.

¹⁹³ Vgl. auch Art. 4 der Finanzsicherheitenrichtlinie (vgl. vorne Ziff. 1.3.2.3.3).

¹⁹⁴ Vgl. etwa Art. 324 Abs. 1 SchKG.

¹⁹⁵ BGE 119 II 344.

¹⁹⁶ BGE 44 III 49, 81 III 57, 108 III 91, 116 III 23.

¹⁹⁷ Art. 198, 232 Abs. 2 Ziff. 4 SchKG.

eine Börse oder ohne solche Einrichtungen wie z. B. im Telefonhandel abläuft, ist nicht massgebend.

Absatz 1

Die Abs. 1 – 6 anerkennen und regeln das Recht des Sicherungsnehmers, die ihm verpfändeten oder als Sicherheit übereigneten Bucheffekten freihändig zu verwerten. Vorausgesetzt ist, dass die im Sicherungsvertrag festgelegten Bedingungen vorliegen; die Verwahrungsstelle hat diese allerdings nicht zu prüfen (Abs. 5). Bilden die Bucheffekten Gegenstand eines regulären Pfandrechts, muss das Recht zur freihändigen Verwertung im Sicherungsvertrag ausserdem vereinbart worden sein. Im Fall einer Sicherungsübereignung ergibt sich die Befugnis zur freihändigen Verwertung demgegenüber bereits daraus, dass im Aussenverhältnis eine Vollrechtsstellung besteht und der Sicherungsnehmer nach dem *pactum fiduciae* berechtigt ist, davon im Sicherungsfall Gebrauch zu machen. Auch beim irregulären Pfandrecht ist das Recht zur freihändigen Verwertung in der umfassenden Rechtsstellung, die der Sicherungsnehmer erwirbt, mit enthalten. Indem Art. 25 sowohl verpfändete als auch zu Vollrecht übertragene Bucheffekten erfasst, erübrigen sich aufwendige Abgrenzungs- und Qualifikationsvorgänge.

Abs. 1 sieht zwei Arten der freihändigen Verwertung vor, nämlich einerseits den Verkauf der Bucheffekten (Bst. a) und andererseits die Aneignung der Bucheffekten durch den Sicherungsnehmer (sog. Selbsteintritt, Bst. b). In jedem Fall ist der Erlös mit der gesicherten Forderung zu verrechnen. Daraus erhellt, dass die Aneignung nur zahlungshalber, nicht an Zahlungen statt erfolgen kann; auch bei einem Selbsteintritt ist der Sicherungsnehmer mit anderen Worten zur Abrechnung und zur Herausgabe eines allfälligen Überschusses verpflichtet (Abs. 4). Das ergibt sich aus dem Verbot des Verfallsvertrags, nach dem jede Abrede, wonach die Pfandsache bei Nichtbefriedigung des Gläubigers diesem als Eigentum zufallen soll, ungültig ist (Art. 894 ZGB). Art. 4 der Finanzsicherheitenrichtlinie geht zwar weiter und sieht auch die Möglichkeit einer Aneignung an Zahlungen statt vor (Art. 4 Abs. 1). Das Verbot des Verfallsvertrags ist allerdings als Bestandteil der schweizerischen öffentlichen Ordnung zu charakterisieren¹⁹⁸, weshalb von der Möglichkeit einer Aneignung an Zahlungen statt abzusehen ist. Diese Möglichkeit wird durch Art. 4 Abs. 3 Finanzsicherheitenrichtlinie auch den Mitgliedstaaten der Europäischen Union eröffnet; diese sind zur Anerkennung der Aneignung nicht verpflichtet, sofern ihr Recht dieses Institut bei Inkrafttreten der Richtlinie nicht vorsah.

Absatz 2

Während Abs. 1 im Wesentlichen bewährte Lehre und Rechtsprechung kodifiziert, geht Abs. 2 weiter und stellt klar, dass das Recht zur freihändigen Verwertung von verpfändeten oder sicherungsübereigneten Bucheffekten auch in der Zwangsvollstreckung gegen den Sicherungsgeber wirksam ist. Der Konkurs des Sicherungsgebers ist der mit weitem Abstand wichtigste Sicherungsfall; ein Recht zur freihändigen Verwertung, das im Konkurs nicht wirksam ist, nützt daher kaum etwas. Die vom Bundesgericht zur Rechtfertigung seiner Rechtsprechung genannten Gründe, insbesondere das Interesse an einer Gleichbehandlung der Gläubiger, steht im vorliegenden Zusammenhang einem konkursfesten Verwertungsrecht nicht entgegen, weil die Voraussetzungen, unter denen ein Sicherungsnehmer zur Verwertung schreiten kann (Abrechnungspflicht, Pflicht zur Herausgabe des Überschusses), eine Benachteiligung der übrigen Gläubiger ausschliessen.

¹⁹⁸ BSK-BAUER, Art. 894 ZGB Rz. 19 f.

Absatz 3

Die Verwertung ist dem Sicherungsgeber anzukündigen, damit dieser allenfalls notwendige Dispositionen treffen kann. Fristen und Modalitäten der Anzeige ergeben sich aus dem Sicherungsvertrag. Handelt es sich beim Sicherungsgeber um einen institutionellen oder einen qualifizierten Anleger, so ist Abs. 3 dispositives Recht; der Sicherungsgeber kann in diesem Fall auf die Ankündigung verzichten. Der Begriff des qualifizierten Anlegers stammt aus dem Entwurf zu einem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG; vgl. Art. 9 KAG); dieser wird vom Bundesrat näher umschrieben (Art. 9 Abs. 1 KAG).

Absatz 4

Nach Art. 894 ZGB ist jede Abrede, wonach die Pfandsache bei Nichtbefriedigung des Gläubigers diesem als Eigentum zufällt, ungültig. Gegenüber dem zulässigen Selbstverkaufsrecht und dem Selbsteintritt ist der Verfallsvertrag abzugrenzen durch die Pflicht des Pfandgläubigers zur Abrechnung sowie zur Herausgabe eines allfälligen Überschusses¹⁹⁹. Deshalb auferlegt auch Abs. 4 dem Pfandnehmer eine Abrechnungspflicht sowie eine Pflicht zur Herausgabe eines allfälligen Überschusses.

Absatz 5

Ob ein Sicherungsnehmer ein Recht zur freihändigen Verwertung von Pfändern hat, ergibt sich nicht aus dem BEG, sondern aus der Sicherungsvereinbarung. Deshalb hat die Verwahrungsstelle nach dieser Bestimmung in keinem Fall zu prüfen, ob die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt sind.

Absatz 6

Schreitet der Sicherungsnehmer durch Anweisung an die Verwahrungsstelle zur Verwertung, ohne dass die vertraglich vereinbarten Voraussetzungen dafür vorlagen, haftet er dem Sicherungsgeber für den daraus entstehenden Schaden. Abs. 6 stellt klar, dass Art. 25 diese Haftung in keiner Weise berührt.

Absatz 7

Das Recht zur freihändigen Verwertung kann nur für Sicherheiten vereinbart werden, die an einem repräsentativen Markt gehandelt werden. Andere Sicherheiten sind demgegenüber nach Abs. 7 nach den Vorschriften über die Pfandverwertung (Art. 151 ff. SchKG) zu verwerten. Werden Sicherheiten nicht an einem repräsentativen Markt gehandelt, so lässt sich für diese auch kein objektiver Wert feststellen; der Sicherungsnehmer könnte auch nicht mehr seiner Pflicht zur Abrechnung und zur Herausgabe des Überschusses nachkommen. Im Konkurs des Sicherungsgebers bestünde damit auch eine ernsthafte Gefahr einer Benachteiligung der Gläubiger. Aus diesen Gründen ist der Sicherungsnehmer für die Verwertung von nicht marktgängigen Sicherheiten auf das Zwangsvollstreckungsverfahren nach SchKG zu verweisen.

2.1.4.8 Artikel 26: Schutz des gutgläubigen Erwerbers

Überblick

Der Schutz des Rechtsverkehrs ist ein zentrales Anliegen des Wertpapierrechts. Auch in der mediatisierten Wertpapierverwahrung stellt sich dieses Anliegen, wobei die Schwer-

¹⁹⁹ Vgl. BSK-BAUER, Art. 894 ZGB Rz. 11 ff.; ZK-OFTINGER / BÄR, Art. 891 ZGB Rz. 48, BK-ZOBL, Art. 891 ZGB Rz. 45.

punkte hier anders gelagert sind als bei Verfügungen über physische Titel. Insbesondere bietet die mediatisierte Wertpapierverwahrung in hohem Mass Schutz vor dem Diebstahl von Wertpapieren. Nicht ausgeschlossen ist demgegenüber, dass eine Verwahrungsstelle oder ein Mitarbeiter einer Verwahrungsstelle ohne Ermächtigung des Kontoinhabers über Bucheffekten verfügt. Es kann auch vorkommen, dass dem Veräusserer die Urteils- oder Handlungsfähigkeit abgeht oder dass eine Verfügung nach Eröffnung des Konkurses über ihn ausgeführt wird. Ohne weiteres denkbar ist auch, dass das Kausalgeschäft zwischen dem Veräusserer und dem Erwerber nichtig oder anfechtbar ist. Schliesslich lassen sich bei der Übertragung von mediatisiert gehaltenen Wertpapieren Fehler und Irrtümer nie vollständig vermeiden, so dass der Mangel auch innerhalb der Überweisungskette liegen kann. Aus diesen Gründen kommt auch das BEG nicht darum herum, Regeln für mangelhafte Geschäfte zum Schutz gutgläubiger Erwerber vorzusehen²⁰⁰.

Absatz 1

Nach Abs. 1 wird der Erwerber von Bucheffekten in seinem Erwerb geschützt, sofern der Erwerb in gutem Glauben und entgeltlich erfolgt. Sind diese beiden Tatbestandsvoraussetzungen erfüllt, so erwirbt der Erwerber kraft guten Glaubens die Bucheffekten, ein Pfandrecht oder ein Nutzniessungsrecht daran, auch wenn der Veräusserer zur Verfügung nicht befugt war oder die Weisung an einem Mangel litt. Die bisher rechtszuständige Person hat gegen den Erwerber keinen Rückabwicklungs- oder Ausgleichsanspruch. Sind die Voraussetzungen von Art. 23 erfüllt, so kann sie jedoch gegen ihre Verwahrungsstelle einen Anspruch auf Stornierung geltend machen.

Der Erwerb kraft guten Glaubens heilt nur die in Abs. 1 genannten Mängel, d. h. das Fehlen der Verfügungsberechtigung auf Seiten des Veräusserers oder den Mangel der Weisung. Nicht heilbar ist demgegenüber das Fehlen der Urteils- oder Handlungsfähigkeit auf Seiten des Veräusserers. Es gibt im schweizerischen Recht in Bezug auf die Handlungsfähigkeit keinen Schutz des guten Glaubens, d. h. es wird niemand in seinem Vertrauen auf die Handlungsfähigkeit eines anderen geschützt²⁰¹. Das gilt bei Wertpapieren öffentlichen Glaubens²⁰² und hat somit gleichermassen für den Erwerb von Bucheffekten zu gelten. Ebenfalls nicht heilbar ist der Verlust der Verfügungsfähigkeit durch Eröffnung des Konkurses über den Verfügenden. Nach Art. 204 Abs. 1 SchKG sind Rechtshandlungen, welche der Schuldner nach der Konkurseröffnung in Bezug auf Vermögensstücke vornimmt, die zur Konkursmasse gehören, den Konkursgläubigern gegenüber ungültig. Dabei

²⁰⁰ Vgl. dazu auch vorne Ziff. 2.1.4.1.

²⁰¹ Vgl. BK-BUCHER, Art. 17/18 ZGB Rz. 148; ZK-JÄGGI, Art. 3 ZGB Rz. 69; vgl. auch BGE 55 II 157.

²⁰² BK-BUCHER, Art. 17/18 ZGB Rz. 116, 148; ZK-JÄGGI, Art. 3 ZGB Rz. 69; Art. 965 OR Rz. 142; BGE 89 II 391 (obiter); eine Ausnahme gilt für Schuldbrief und Gült; dazu BGE 89 II 391; auch im Wechselrecht führt die Handlungsunfähigkeit des sich wechselfähig Verpflichtenden nicht zur Nichtigkeit des Wechsels; vgl. BK-BUCHER, Art. 17/18 ZGB Rz. 118.

kommt es grundsätzlich nicht darauf an, ob die Konkureröffnung bereits veröffentlicht worden ist²⁰³. Diese Interessenabwägung muss auch für Verfügungen über Bucheffekten nach Konkureröffnung gelten.

Das Vorhandensein des guten Glaubens wird vermutet (Art. 3 Abs. 1 ZGB). Massgeblich ist dabei der Zeitpunkt des Erwerbs, d. h. der Abschluss der Buchungen im Effektenkonto des Erwerbers gemäss Art. 21 bzw. das Vorliegen aller Voraussetzungen für die Pfandbestellung gemäss Art. 22. Die Berufung auf den guten Glauben ist ausgeschlossen, wenn der Erwerber bei der Aufmerksamkeit, wie sie nach den Umständen von ihm verlangt werden durfte, nicht gutgläubig sein konnte (Art. 3 Abs. 2 ZGB). Als massgebliche Umstände sind dabei auch die Verhältnisse in einem bestimmten Wirtschaftszweig zu berücksichtigen²⁰⁴. Grundsätzlich gilt, dass Art. 3 Abs. 2 ZGB keine allgemeine Erkundigungspflicht statuiert und dass sich nur erkundigen muss, wer Grund zum Verdacht hat²⁰⁵. Eine solche Pflicht besteht jedoch für jene Geschäftszweige, die dem Angebot von Waren zweifelhafter Herkunft und folglich mit Rechtsmängeln behafteter Sachen in besonderem Masse ausgesetzt sind. Das ist im Wertpapierhandel ausgeprägt *nicht* der Fall. Vielmehr ist hier zu berücksichtigen, dass die Organisation des Effekten giroverkehrs eine Verfügung durch den Nichtberechtigten in aller Regel ausschliesst.

Eine weitere Tatbestandsvoraussetzung von Abs. 1 ist Erwerb gegen Entgelt, d. h. im Austausch mit einer Gegenleistung. Wer demgegenüber Bucheffekten vom Nichtberechtigten durch Schenkung erwirbt, kann sich nicht auf den Erwerb kraft guten Glaubens berufen. Der Erwerber ist somit grundsätzlich nach den Vorschriften von Art. 26 Abs. 2 zur Rückerstattung der geschenkten Bucheffekten verpflichtet. Da Abs. 2 die Rückabwicklung nach bereicherungsrechtlichen Grundsätzen vorsieht, besteht indessen kein Anspruch, wenn der Erwerber im Zeitpunkt der Rückforderung nicht mehr bereichert ist (Art. 65 Abs. 1 OR).

Absatz 2

Ist ein Übertragungsgeschäft mangelhaft und sind die Tatbestandsvoraussetzungen von Abs. 1 nicht erfüllt, so ist das Geschäft rückgängig zu machen. Dabei erfolgt die Rückabwicklung nach den Vorschriften des Obligationenrechts über die ungerechtfertigte Bereicherung (Art. 62 ff. OR). Der Kontoinhaber hat somit grundsätzlich nachzuweisen, dass der Empfänger der Bucheffekten aus seinem Vermögen bereichert wurde und die Bereicherung ungerechtfertigt ist (Art. 62 Abs. 1 OR). Der Bereicherungsanspruch kann eine Leistungskondiktion sein, etwa wenn die Weisung des entreicherten Kontoinhabers den Namen des Empfängers falsch angibt und eine Stornierung nicht möglich ist, weil die Verwahrungsstelle den Fehler nicht erkennen konnte (Art. 23 Abs. 1 Bst. c und Art. 23 Abs. 4). Sie ist eine Zufallskondiktion, wenn der Fehler der Verwahrungsstelle des entreicherten Kontoinhabers, einer Zwischenverwahrungsstelle oder der Verwahrungsstelle des

²⁰³ Eine Ausnahme gilt nach Art. 204 Abs. 2 SchKG nur, wenn der Gemeinschuldner einen vor Konkureröffnung ausgestellten Wechsel bei Verfall bezahlt, sofern der Wechselinhaber keine Kenntnis von der Konkureröffnung hatte und bei Nichtzahlung den wechselrechtlichen Regress (Art. 1033, 1045 ff. OR) hätte ausüben können; vgl. ferner Art. 205 Abs. 2 SchKG für die befreiende Wirkung von Zahlungen an den Gemeinschuldner nach Konkureröffnung und vor deren Publikation. Vgl. für einen Fall, in dem der Gemeinschuldner nach Konkureröffnung, aber vor Eintragung der Konkureröffnung im Grundbuch einen Schuldbrief ausgestellt und begeben hat, BGE 115 III 111. Das Bundesgericht gelangte zum Schluss, dass "die von Gesetzes wegen mit der Konkureröffnung eintretende Verfügungsunfähigkeit des Gemeinschuldners ... keinerlei Wirkungen gegenüber dem Rechtserwerb des gutgläubigen Dritten zu entfalten vermag".

²⁰⁴ Vgl. BGE 113 II 397.

²⁰⁵ Vgl. BGE 122 III 1, 100 II 8 E. 4a, 83 II 133 E. 1, 77 II 138, 38 II 468 E. 2.

bereicherten Kontoinhabers unterläuft. Liegt eine Leistungskondition vor, so hat der Entreicherte ausserdem nachzuweisen, dass er sich über die Schuldspflicht im Irrtum befand (Art. 63 Abs. 1 OR). Das wäre z. B. dann nicht der Fall, wenn der entreicherte Kontoinhaber Zweifel an seiner Pflicht zur Lieferung von Bucheffekten hat und dennoch eine entsprechende Weisung erteilt. Nicht nachzuweisen ist Irrtum bei unfreiwilliger Leistung (Art. 63 Abs. 3 OR) oder bei Leistung eines Urteilsunfähigen. Hat der Erwerber über die Bucheffekten bereits weiterverfügt und dafür keine Gegenleistung oder nicht den vollen Wert als Gegenleistung erhalten, so steht ihm die Einrede der nicht mehr vorhandenen Bereicherung offen (Art. 64 OR).

Der Kontoinhaber hat nach dem Wortlaut von Abs. 2 Anspruch auf die "Rückerstattung von Bucheffekten derselben Zahl und Gattung". Er ist mit anderen Worten so zu stellen, wie wenn die mit einem Mangel behaftete Verfügung nicht stattgefunden hätte (*restitutio in integrum*). Das gilt jedoch nur, sofern dem Effektenkonto des Erwerbers Bucheffekten dieser Gattung noch gutgeschrieben sind. Hat der Erwerber über die Bucheffekten bereits weiterverfügt, so geht der Anspruch auf die Gegenleistung, die er für die Verfügung erhalten hat; hat er Bucheffekten ohne Kenntnis des Rückerstattungsanspruchs veräussert und dafür keine Gegenleistung erhalten, so steht ihm die Entreichereinrede (Art. 64 OR) offen. Abs. 2 begründet somit weder eine Pflicht des Erwerbers, Bucheffekten dieser Gattung zu beschaffen, noch ein Folgerecht des Kontoinhabers an Bucheffekten, die weiter übertragen wurden (vgl. Abs. 2 S. 2).

Nach Abs. 2 S. 3 bleiben weitere schuldrechtliche Ansprüche vorbehalten. In Betracht kommen einerseits die Vorschriften über die unechte Geschäftsführung ohne Auftrag (Art. 423 Abs. 1 OR). Gegenüber dem Bereicherungsanspruch hat die unechte Geschäftsführung ohne Auftrag den Vorteil, dass sie dem Geschäftsherrn die Aneignung der Vorteile aus der Geschäftsführung erlaubt. Falls das Verhalten des Erwerbers widerrechtlich ist und dieser sich ein Verschulden vorhalten lassen muss, können ferner Ansprüche aus unerlaubter Handlung gegeben sein (Art. 41 ff. OR). Nicht ausgeschlossen sind schliesslich auch vertragliche Ansprüche (Art. 68 ff., Art. 97 ff. OR), sofern zwischen Veräusserer und Erwerber ein Vertragsverhältnis besteht oder bestand.

Negativ ergibt sich aus dem Verweis von Abs. 2 auf das Obligationenrecht, dass eine Vindikation der Bucheffekten (Art. 641 Abs. 2 ZGB) oder die Restituierung nach den Regeln über den Besitzschutz (Art. 927, Art. 933 ff. i. V. m. Art. 938-946 ZGB) ausgeschlossen ist. Für eine Rückabwicklung nach schuldrechtlichen Grundsätzen gibt es mehrere gute Gründe. Einerseits können nach schweizerischer Auffassung grundsätzlich nur körperliche Sachen sowie die Naturkräfte, die der rechtlichen Herrschaft unterworfen werden können (Art. 714 ZGB), Gegenstand des Eigentums und damit der Vindikation sein. Bucheffekten sind zwar absolute Rechte, aber nicht Sachen im Sinne des schweizerischen Privatrechts. Die Besitzschutzregeln knüpfen an den Besitz einer Sache an; eine Vorstellung, die bei der mediatisierten Wertpapierverwahrung nicht zutrifft. Schliesslich stehen vor allem mit den Vorschriften über die ungerechtfertigte Bereicherung differenzierte Regeln zur Verfügung, welche geeignet sind, zu angemessenen Ergebnissen zu führen. Die grössten Nachteile einer Rückabwicklung nach schuldrechtlichen Grundsätzen – insbesondere im Konkurs des Schuldners – werden durch die Abs. 3 und 4 korrigiert.

Absatz 3

Die Rückabwicklung fehlgeschlagener Erwerbsvorgänge nach schuldrechtlichen Regeln hat vor allem im Konkurs des Schuldners (des ungerechtfertigt Bereicherten, des Geschäftsführers, des aus unerlaubter Handlung Verpflichteten) Nachteile. Fällt der Schuldner in Konkurs, so verbleibt dem Kontoinhaber grundsätzlich bloss eine Forderung dritter Klasse (Art. 219 SchKG). Mit der dinglichen Natur der Bucheffekten (Art. 4 Abs. 1) ist das nicht zu vereinbaren. Deshalb anerkennt Abs. 3 die Möglichkeit, Bucheffekten derselben Gattung auszusondern (Art. 242 Abs. 1 SchKG). Voraussetzung ist, dass sich Bucheffekten überhaupt in der Konkursmasse befinden; das Aussonderungsrecht kann also nicht geltend gemacht werden zur Befriedigung eines Anspruchs auf Wertersatz.

Absatz 4

Ein weiterer Nachteil der bereicherungs- und deliktsrechtlichen Rechtsbehelfe sowie des Anspruchs aus unechter Geschäftsführung ohne Auftrag ist die kurze relative Verjährungsfrist von einem Jahr ab Kenntnis des Anspruchs (Art. 67 Abs. 1 OR, Art. 60 Abs. 1 OR). Abs. 4 korrigiert diesen Nachteil, indem für sämtliche Ansprüche eine einheitliche Verjährungsfrist von zehn Jahren bestimmt und der Beginn des Fristenlaufs auf den Tag der Belastung des Effektenkontos des Veräusserers festgelegt wird.

2.1.4.9 Artikel 27: Rangfolge

Das im BEG vorgesehene System der Verfügung durch Bucheintrag eröffnet ähnlich wie im Immobiliarsachenrecht die Möglichkeit, an denselben Bucheffekten verschiedene Rechte zu begründen. Konkurrierende Rechte können z. B. entstehen, wenn Bucheffekten mehrfach verpfändet oder zunächst durch ein beschränktes dingliches Recht belastet und später veräussert werden. Art. 27 stellt deshalb Vorschriften über die Rangfolge von konkurrierenden Rechten auf.

Absatz 1

Nach Art. 13 hat die Verwahrungsstelle zur Sicherung von konnexen Forderungen von Gesetzes wegen ein Rückbehalts- und Verwertungsrecht an den von ihr verwahrten Bucheffekten. Nach Art. 22 Abs. 2 kann sie ausserdem ein Pfandrecht vereinbaren, das mit Abschluss der entsprechenden Vereinbarung Dritten gegenüber wirksam ist. Nach Abs. 1 gehen das Rückbehalts- und Verwertungsrecht sowie das Pfandrecht der Verwahrungsstelle anderen Rechten an diesen Bucheffekten unabhängig davon im Range vor, wann dieses andere Recht bestellt wurde oder Drittwirksamkeit erlangt hat. Dieser absolute Vorrang von Sicherungsrechten der Verwahrungsstelle lässt sich damit begründen, dass die Beziehung der Verwahrungsstelle zu den von ihr verwahrten Bucheffekten näher ist als die Beziehung eines jeden anderen Berechtigten. Drittinteressen werden durch die Superpriorität der Verwahrungsstelle nicht gefährdet, weil das Rückbehalts- und Verwertungsrecht sowie das Pfandrecht durch vorbehaltlose Übertragung der Bucheffekten auf ein anderes Effektenkonto untergehen (Art. 13 Abs. 2, Art. 22 Abs. 2 S. 2). Dritte haben damit jederzeit die Möglichkeit, durch Übertragung der Bucheffekten auf ein eigenes Konto sicherzustellen, dass sie unbelastete Bucheffekten erwerben.

Absatz 2

Vorbehaltlich von Abs. 1 und 3 regelt das BEG Prioritätskonflikte nach dem Grundsatz der Alterspriorität. Ein Recht an Bucheffekten hat also vor anderen Rechten Vorrang, wenn es

zeitlich früher begründet wurde. Der massgebliche Zeitpunkt bestimmt sich dabei nach Art. 21 Abs. 2 (Abschluss der Gutschrift) bzw. Art. 22 Abs. 1 (Verpflichtung der Verwahrungsstelle gegenüber dem Pfandnehmer).

Absatz 3

Der Erwerb gemäss Art. 21 und 22 ist für Bucheffekten im Sinne des BEG zwar der ordentliche, aber nicht der einzig mögliche Übertragungsmodus. Insbesondere soll weiterhin die Verfügung über Bucheffekten durch Abtretung (Art. 164 ff. OR) möglich sein²⁰⁶. Zum Schutze des Rechtsverkehrs bestimmt Abs. 3 jedoch, dass die Rechte eines Anlegers, der Bucheffekten nach den Vorschriften dieses Gesetzes erwirbt, den Rechten eines Zessionars im Range vorgehen. Das gilt unabhängig davon, ob die Zession vor oder nach der Verfügung durch Gutschrift erfolgte. Weil der Zessionar jederzeit damit rechnen muss, dass sich ein besser berechtigter Erwerber präsentiert, besteht bei Übertragungen von Bucheffekten ausserhalb der mediatisierten Verwahrung ein starker Anreiz, die Buchung rasch nachzuholen.

Absatz 4

Die Rangfolgeordnung von Art. 27 kann durch Parteiabrede modifiziert werden, doch entfalten diese Abreden nur Wirkung zwischen den Parteien. Zu denken ist insbesondere an die Möglichkeit einer Rangrücktrittserklärung. Wird eine solche abgegeben, so bestimmt sich der Rang des entsprechenden Rechts inter partes nach der Abrede, im Übrigen jedoch nach Art. 27.

2.1.5 Kapitel 5/Artikel 28: Haftung der Verwahrungsstelle

Art. 28 regelt Teilaspekte der vertraglichen Haftung der Verwahrungsstelle für Schäden, die dem Kontoinhaber aus dem Beizug von Dritten zur Verwahrung oder Übertragung von Bucheffekten entstehen. Der Normgehalt der Bestimmung ist eng begrenzt und beschränkt sich im Wesentlichen auf eine Abgrenzung von Substitutionshaftung (Art. 399 Abs. 2 OR) und Hilfspersonenhaftung (Art. 101 OR). Im Übrigen bestimmen sich die Voraussetzungen der vertraglichen Haftung einer Verwahrungsstelle für Schäden aus Drittverwahrung nach Obligationenrecht. Art. 28 sagt nichts zu den Ansprüchen des Kontoinhabers gegen die Drittverwahrungsstellen. Ebenfalls keine Regelung enthält die Norm in Bezug auf Ansprüche des Kontoinhabers gegen seine Verwahrungsstelle aus anderen Anspruchsgrundlagen als Vertrag (z. B. Delikt oder ungerechtfertigte Bereicherung).

Absatz 1

Art. 28 regelt die Voraussetzungen und Rechtsfolgen der Haftung der Verwahrungsstelle aus Vertrag nicht abschliessend, sondern verweist subsidiär auf die obligationenrechtlichen Bestimmungen über die Haftung aus Vertrag.

Absatz 2

Abs. 2 stellt den Grundsatz auf, dass die Verwahrungsstelle nach den Regeln über die Haftung des Beauftragten bei befugter Substitution (Art. 399 Abs. 2 OR) haftet, sofern es sich um zulässige Substitution (Art. 8) handelt und nicht aufgrund der Umstände des Einzelfalls die strenge Hilfspersonenhaftung (Abs. 3) greift. Grundsätzlich haftet die Verwahrungsstelle somit nur für gehörige Sorgfalt bei der Auswahl und Instruktion des Dritten. Abs. 2 geht insofern über die auftragsrechtlichen Haftungsgrundsätze hinaus, als die Ver-

²⁰⁶ Vgl. vorne Ziff. 2.1.2.2.

wahrungsstelle ausserdem für gehörige Sorgfalt bei der Überwachung der dauernden Einhaltung der Auswahlkriterien haftet. Ein Auswahlkriterium kann z. B. das Rating der Drittverwahrungsstelle sein; es versteht sich von selbst, dass die Verwahrungsstelle dieses fortlaufend überwacht. Für die Anforderungen an die "gehörige Sorgfalt" bei Auswahl und Instruktion einer Drittverwahrungsstelle kann auf Lehre und Rechtsprechung zu Art. 399 Abs. 2 OR verwiesen werden²⁰⁷. Sind die Tatbestandsvoraussetzungen von Art. 8 nicht gegeben und liegt somit unbefugte Substitution vor, so haftet die Verwahrungsstelle für die Handlungen der Drittverwahrungsstelle wie für ihre eigenen (Art. 399 Abs. 1 OR).

Dass die Verwahrungsstelle nach den Grundsätzen der Substitutionshaftung verantwortlich ist, stellt eine Privilegierung dar, für die jedoch gute Gründe sprechen. Einerseits erfolgt der Beizug von Drittverwahrungsstellen auch im Interesse des Kontoinhabers, was auch nach Auftragsrecht zu berücksichtigen ist²⁰⁸. Das gilt insbesondere im grenzüberschreitenden Verhältnis, denn ohne Beizug von Unter- und Zwischenverwahrungsstellen könnten ausländische Titel häufig nicht oder jedenfalls nicht zu vertretbaren Kosten über Intermediäre im Inland gehalten werden. Andererseits sind diese Drittverwahrungsstellen in aller Regel Unternehmen, die von ihren Teilnehmern unabhängig sind und die Verwahrung selbständig und in eigener Verantwortung organisieren. Es wäre illusorisch zu glauben, dass eine Depotbank ausländische zentrale Verwahrungsstellen oder internationale zentrale Verwahrungsstellen effektiv und wirksam kontrollieren und in ihrer Auftrags Erfüllung beeinflussen könnte. Auch in Korrespondenzbanken-Beziehungen sind die Verhältnisse in aller Regel nicht so, dass eine schweizerische Depotbank die Korrespondenzbank gleich überwachen könnte wie eine zur Auftragserfüllung beigezogene Hilfsperson. Die Haftung nach Substitutionsgrundsätzen ist daher den Gegebenheiten in der grenzüberschreitenden Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren angemessen.

Die Haftungsregelung des Art. 28 ist grundsätzlich zwingend (Abs. 4). Abs. 2 S. 2 sieht eine Freizeichnungsmöglichkeit vor, wenn Bucheffekten auf ausdrückliche Weisung des Kontoinhabers bei einem Dritten verwahrt werden und die Verwahrungsstelle diesen Dritten nicht zur Verwahrung empfohlen hat. Eine Verwahrungsstelle kann die Haftung für sorgfältige Auswahl und Instruktion einer Drittverwahrungsstelle realistischweise übernehmen, wenn sie mit dieser in einer regelmässigen Geschäftsbeziehung steht. Erwirbt ein Kontoinhaber Effekten, die in einer Rechtsordnung verwahrt werden, zu welcher die Verwahrungsstelle keine regelmässigen Korrespondentenbeziehungen pflegt, so geschieht dies auf eigenes Risiko des Kontoinhabers. Dasselbe gilt, wenn die Verwahrungsstelle zwar über eine Korrespondentenbeziehung verfügt, der Kontoinhaber jedoch ausdrücklich Verwahrung durch eine andere Drittverwahrungsstelle verlangt²⁰⁹. Nach den Grundsätzen des Auftragsrechts trifft die Verwahrungsstelle allerdings unter Umständen eine Pflicht, den Kontoinhaber über die Risiken der Verwahrung durch die von ihm gewählte Verwahrungsstelle bzw. in der fraglichen Rechtsordnung aufzuklären²¹⁰. Die Arbeitsgruppe hat eine gesetzliche Regelung dieser Aufklärungspflicht geprüft und als nicht praktikabel verworfen. Eine Freizeichnung der Verwahrungsstelle ist nach auftragsrechtlichen

²⁰⁷ BK-FELLMANN, Art. 399 OR Rz. 60, 64.

²⁰⁸ Vgl. dazu BK-FELLMANN, Art. 399 OR Rz. 49; BGE 107 II 238, 112 II 345.

²⁰⁹ So auch § 3 Abs. 2 S. 2 des deutschen Gesetzes über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz).

²¹⁰ Vgl. BGE 124 III 162 E. 3a; eine Aufklärungspflicht wurde demgegenüber verneint in BGE 122 III 32 E. 4a; 119 II E. 5.

Grundsätzen nur innerhalb der Schranken von Art. 100 OR möglich. Diese Schranke gilt auch für die Freizeichnung nach Art. 28 Abs. 2 S. 2.

Absatz 3

Die Verwahrungsstelle haftet auch bei erlaubter Substitution für das Verschulden der Drittverwahrungsstelle wie für eigenes Verschulden, wenn aufgrund konkreter Umstände davon auszugehen ist, dass die Drittverwahrungsstelle als Hilfsperson handelt. Das ist einerseits der Fall, wenn die Verwahrungsstelle die gesamte Wertschriftenverwaltung an einen einzigen Dienstleister ausgelagert hat, wenn also eine Auslagerung von Geschäftsbereichen im Sinne des Outsourcing-Rundschreibens der EBK²¹¹ vorliegt. Der Dienstleister erbringt in diesem Fall für die Verwahrungsstelle voraussetzungsgemäss eine "wesentliche Dienstleistung", weshalb es nicht angemessen wäre, die Verwahrungsstelle nach Abs. 2 privilegiert haften zu lassen (Bst. a). Nach den Vorschriften der Hilfspersonenhaftung haftet die Verwahrungsstelle ebenfalls, wenn sie mit der Drittverwahrungsstelle eine wirtschaftliche Einheit bildet, also insbesondere im Konzernverhältnis (Bst. b). Die Verhältnisse liegen hier ganz ähnlich wie beim Outsourcing, weshalb es zu einer privilegierten Haftung keinen Anlass gibt.

Absatz 4

Die Haftungsregelung des Art. 28 ist grundsätzlich zwingend. Abs. 4 sieht daher zum Schutz von schwächeren Vertragsparteien vor, dass sie durch Parteiabrede nicht modifiziert werden kann. Ist jedoch auch der Kontoinhaber eine Verwahrungsstelle, d. h. ein Finanzintermediär i. S. v. Art. 5, so bedarf er keines besonderen Schutzes. Es besteht hier deshalb kein Grund, die Regelung der Haftung nicht der freien Vereinbarung der Parteien zu überlassen, wobei auch hier die Schranken von Art. 100 OR zu beachten sind.

2.1.6 Kapitel 6: Übergangs- und Schlussbestimmungen

2.1.6.1 Artikel 29: Gesetzesänderungen

Der Erlass des BEG macht Anpassungen in einer Reihe von Erlassen des geltenden Rechts notwendig. Diese sind im Anhang zum BEG aufgeführt.

2.1.6.2 Artikel 30: Übergangsbestimmungen

Diese Bestimmung enthält drei Sonderregeln zum intertemporalen Recht. Soweit diese nichts Abweichendes bestimmen, richtet sich das Übergangsrecht nach dem Schlusstitel zum ZGB (SchIT ZGB), dem nach der Rechtsprechung allgemeine intertemporalrechtliche Bedeutung zukommt²¹². Das bedeutet, dass Vorgänge, die vor Inkrafttreten des BEG abgeschlossen werden, grundsätzlich nach altem Recht zu beurteilen sind (Art. 1 SchIT ZGB). Der Erwerb von Rechten an sammelverwahrten Wertpapieren, Globalurkunden oder Wertrechten bestimmt sich daher nach sachen- bzw. abtretungsrechtlichen Grundsätzen, sofern der Erwerbstatbestand vor Inkrafttreten des BEG abgeschlossen wurde. Um-

²¹¹ EBK-Rundschreiben 99/2 vom 26.8.1999 (Auslagerung von Geschäftsbereichen, Outsourcing), Ziff. 2. Nach Grundsatz 3 dieses Rundschreibens ist die "Unternehmung ... gegenüber der Aufsichtsbehörde auch für die ausgelagerten Geschäftsbereiche verantwortlich, wie wenn sie diese selbst betreiben würde." Obwohl nicht die zivilrechtliche Haftung betreffend, lässt sich daraus noch herleiten, dass das Outsourcing von Geschäftsbereichen nicht zu einer Haftungsbeschränkung führen soll.

²¹² BGE 99 Ib 150, 96 I 673.

gekehrt bestimmen sich die Voraussetzungen des Erwerbs der Rechte an Bucheffekten nach diesem Datum nach den Vorschriften dieses Gesetzes.

In der Praxis sollten übergangsrechtliche Probleme nur beschränkt auftreten, weil trotz grundsätzlich unterschiedlicher rechtlicher Grundlagen faktisch bereits heute auf die Gutschrift im Effektenkonto abgestellt wird. Das bedeutet, dass ein unter altem Recht durch Besitzeinweisung oder schriftliche Abtretungserklärung begründetes dingliches Recht in der Regel auch den Anforderungen der Art. 21 ff. genügt.

Absatz 1

Sammelverwahrte Wertpapiere und Globalurkunden, die einem Effektenkonto bei einer Bank oder einem anderen als Verwahrungsstelle anerkannten Finanzintermediär gutgeschrieben sind, werden mit Inkrafttreten des BEG automatisch und ohne weiteres zu Bucheffekten. Bei Wertrechten setzt die Anwendbarkeit des BEG indessen zusätzlich voraus, dass die Wertrechte im Hauptregister einer Verwahrungsstelle eingetragen sind (Art. 7 Abs. 1 Bst. c). Abs. 1 verpflichtet deshalb die Emittenten von Wertrechten, die für eine Umwandlung in Bucheffekten in Frage kommen, dafür zu sorgen, dass innerhalb von sechs Monaten nach Inkrafttreten des BEG das nach Art. 7 Abs. 2 erforderliche Hauptregister errichtet und die Wertrechte darin eingetragen werden. Solange diese Eintragung nicht erfolgt ist, werden die Wertrechte nicht in Bucheffekten umgewandelt und somit vom Geltungsbereich des BEG (Art. 2 Abs. 1) nicht erfasst.

Absatz 2

Wurde vor Inkrafttreten über Bucheffekten verfügt, so sind diese Verfügungen nach intertemporalrechtlichen Grundsätzen (Art. 1 SchIT ZGB) wirksam und gehen später begründeten Rechten vor. Das ist unproblematisch, soweit diese Verfügung den Anforderungen des BEG (Art. 21 f.) genügt. Ist dies nicht der Fall, so ergeben sich jedoch Belastungen des Rechtsverkehrs; eine unbegrenzte Weitergeltung altrechtlicher Rechte, die Vorrang vor neurechtlichen haben, stellt das gute Funktionieren des BEG in Frage. Praktisch geht es dabei vor allem um Pfand- und Nutzniessungsrechte, weil Vollrechtsübertragungen bereits heute praktisch ausschliesslich durch Gutschrift im Effektenkonto erfolgen und damit den Anforderungen des neuen Rechts genügen. Abs. 2 sieht deshalb eine Schonfrist von 12 Monaten vor, während welcher nach altem Recht Berechtigte ihr Recht den Vorschriften des BEG gemäss verbuchen lassen können. Tun sie dies innert Frist, gehen ihre Pfand- und Nutzniessungsrechte den nach neuem Recht begründeten Rechten im Range vor. Unterlassen sie es jedoch, ihre Rechte nach neuem Recht drittwirksam zu machen, so bleibt das Recht zwar bestehen, doch haben die nach dem BEG begründeten Rechte Vorrang. Diese Lösung, die sich an Art. 29 SchIT ZGB orientiert, schützt den Rechtsverkehr, ohne in die wohlerworbenen Rechte von altrechtlich Berechtigten mehr als notwendig einzugreifen.

2.1.6.3 Artikel 31: Referendum und Inkrafttreten

Gestützt auf Art. 141 Abs. 1 Bst. a BV untersteht das BEG dem fakultativen Referendum.

Das BEG und das HWpÜ sollten wenn immer möglich zeitgleich in Kraft gesetzt werden. Die Rechtsänderung erfordert ausserdem Vorbereitungsarbeiten bei den Finanzintermediären, so insbesondere Anpassungen der Depotverträge und der anderen Dokumentatio-

nen. Aus diesem Grund ist es angebracht, dass der Bundesrat das Inkrafttreten des BEG bestimmt.

2.1.6.4 Änderung bisherigen Rechts

2.1.6.4.1 Zivilgesetzbuch (SR 210)

Art. 901

Art. 901 ZGB regelt die Voraussetzungen für die Verpfändung von Wertpapieren. Um jede Unsicherheit auszuschalten, wird mit einem neuen Abs. 3 klargestellt, dass sich die Verpfändung von Bucheffekten ausschliesslich nach den Vorschriften des BEG (Art. 21 f.) richtet. Daraus ergibt sich insbesondere, dass für die Verpfändung von Bucheffekten kein schriftlich abgeschlossener Pfandvertrag (vgl. auch Art. 900 ZGB) erforderlich ist.

2.1.6.4.2 Pfandbriefgesetz (SR 211.423.4)

Art. 7

Das Pfandbriefgesetz stellt in seinen Art. 7 ff. Vorschriften über die Form und den Inhalt von Pfandbriefen auf. Zwar ist weder im Gesetz noch in der Verordnung (vgl. dort Art. 7) verbindlich festgeschrieben, dass Pfandbriefe zu verbrieften sind. Den Vorschriften über die Übertragung von Pfandbriefen lässt sich jedoch entnehmen, dass der Gesetzgeber offensichtlich von verbrieften Wertpapieren ausgegangen ist. Auch Art. 9, nach welchem die verantwortlichen Organe auf den Pfandbriefen zu bescheinigen haben, dass die gesetzliche Deckung vorhanden ist, setzt offenkundig voraus, dass die Pfandbriefe in Form von Wertpapieren oder Globalurkunden ausgegeben werden. Die Ausgabe als Wertrecht war damit nach bisheriger Auffassung ausgeschlossen. Der Erlass des BEG wird daher zum Anlass genommen, auch das Pfandbriefgesetz technologieneutral auszugestalten. Ebenfalls soll die Form des einfachen schriftlichen Darlehensvertrages zur Verfügung stehen.

Absatz 1

Pfandbriefe sollen in Zukunft sowohl in Form von Wertpapieren als auch als Globalurkunde oder als Wertrechte ausgegeben werden können. Diese Pfandbriefe sind entweder als Namenpfandbrief (d. h. als Ordrepapier) oder als Inhaberpapier auszugeben. Die Bestimmung entspricht dem geltenden Art. 7 Abs. 2 S. 1 PfG. Grundsätzlich kann die Unterscheidung von Namen- und Inhaberpapieren auch für mediatisiert verwahrte Titel Sinn machen. Namenpapiere unterscheiden sich dabei von den Inhabertiteln dadurch, dass die materiell berechnigte Person in einem eigenen Register einzutragen ist (entsprechend dem Aktienbuch).

Absatz 2

Das Erfordernis der Wertpapiereigenschaft gemäss geltendem Art. 7 Abs. 2 S. 1 PfG lässt sich auf das Bedürfnis im Zeitpunkt der Gesetzesentstehung zurückführen, den Pfandbrief verkehrsfähig auszugestalten, um dessen Attraktivität zu fördern. Heute besteht jedoch namentlich bei grösseren Einzel-Investoren ein Bedürfnis, die Ausgabe des Pfandbriefes zu vereinfachen und anstelle der Ausgabe eines Wertpapiers, einer Globalurkunde oder der Begründung eines Wertrechts lediglich einen schriftlichen Darlehensvertrag ohne Wertpapierklausel abzuschliessen. Es soll daher auch ein einfacher schriftlicher Darle-

hensvertrag zwischen Pfandbriefzentrale und Gläubiger ermöglicht werden, ohne dass ein Wertpapier bzw. eine Globalurkunde ausgegeben oder ein Wertrecht begründet werden muss. Damit werden die möglichen Formen für die Ausgabe eines Pfandbriefes um die Form des einfachen schriftlichen Darlehensvertrags ohne Wertpapierklausel erweitert. Dabei sind aber sämtliche Bestimmungen des Pfandbriefgesetzes über den Pfandbrief (mit Ausnahme von Art. 7 Abs. 1 E PfG) auch auf diese Pfandbrief-Form anwendbar. Auch die Bestimmungen über die Besicherung der Pfandbriefe, d. h. die gesetzliche Deckung im Sinne von Art. 14 ff. PfG, sind dieselben wie bei den Pfandbrief-Formen nach Art. 7 Abs. 1 E PfG. Sie gelten sowohl für die Pfandbrief-Formen ohne Wertpapierklausel wie auch für die Pfandbrief-Formen mit Wertpapierklausel, d. h. für alle vorgesehenen Formen von Pfandbriefen.

Absatz 3–5

Werden mediatisiert verwahrte Pfandbriefe auf den Namen ausgegeben, so hat die Pfandbriefzentrale ein Buch zu führen oder führen zu lassen, in das die Eigentümer der Pfandbriefe oder die Nutzniesser einzutragen sind. Die Abs. 3 bis 5 regeln dieses Pfandbriefbuch in enger Anlehnung an Art. 686 Abs. 1, 2 und 4 OR, die das Aktienbuch regeln.

Art. 8

Das geltende Pfandbriefgesetz umfasst in Art. 8 Vorschriften über den Inhalt der Ausgabebedingungen. Diese sollten sinnvollerweise auf Verordnungsstufe geregelt werden. Die entsprechende Delegationsnorm findet sich in Art. 8.

Art. 9

Der bisherige Art. 9 PfG schreibt vor, dass die Deckung der Pfandbriefe bereits vor ihrer Ausgabe bestellt sein und diese Deckung auf dem (physisch vorhandenen) Pfandbrief bescheinigt werden muss. Diese gesetzliche Sicherheitsvorkehrung soll beibehalten werden und auch für die neue (nicht physische) Pfandbrief-Form des Wertrechts gelten. Art. 9 wird daher mit einer flexiblen Formulierung an die neue Pfandbrief-Form des Wertrechts angepasst. Die Bescheinigung der gesetzlichen Deckung hat nicht mehr zwingend auf dem Pfandbrief zu erfolgen.

2.1.6.4.3 Obligationenrecht (SR 220)

Art. 622 OR

Das Aktienrecht schreibt die Ausgabe von Wertpapieren zur Verkörperung der aktienrechtlichen Mitgliedschaft nicht zwingend vor. Bisher war jedoch nicht vollständig geklärt, ob die Statuten den Anspruch der Aktionäre auf Druck und Auslieferung von physischen Namenaktien vollständig und auf Dauer ausschliessen können (sog. *System mit aufgehobenem Titeldruck*²¹³). Art. 622 Abs. 1 S. 2 OR schafft für das System des aufgeschobenen oder aufgehobenen Titeldrucks eine klare gesetzliche Grundlage.

Ferner stellt Art. 622 Abs. 1 S. 2 OR klar, dass auch Inhaberaktien in Form von Wertrechten ausgegeben werden können. Die Art der ausgegebenen Aktien soll durch das System ihrer Verwahrung nicht präjudiziert werden. Inhaber- und Namenaktien werden nicht nur

²¹³ Vgl. dazu vorne Ziff. 1.1.2.

wertpapierrechtlich unterschiedlich verurkundet (Inhaberaktie als Inhaberpapier, Namenaktie als Ordrepapier), sondern weisen auch unterschiedliche aktienrechtliche Wirkungen auf. So können z. B. nur Namenaktien vinkuliert (Art. 685a OR) oder als Stimmrechtsaktien ausgestaltet werden (Art. 693 OR); ein Namenaktionär kann sein Stimmrecht nur ausüben, wenn er sich im Aktienbuch der Gesellschaft eintragen lässt (Art. 686 OR), während ein Inhaberaktionär anonym bleiben kann. Diese Differenzierung soll beibehalten werden können.

Art. 627 OR

Gemäss Art. 9 BEG besteht das Recht des Kontoinhabers, die Umwandlung von Wertrechten oder Globalurkunden in Wertpapiere zu verlangen, nur dann, wenn dies die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten vorsehen. Dieses Recht gehört somit zum bedingt notwendigen Statuteninhalt, weshalb Art. 627 mit einer neuen Ziff. 14 zu ergänzen ist.

Hat der Kontoinhaber einen Anspruch auf Ausstellung eines Wertpapiers oder sind Wertpapiere hinterlegt, so kann er sich diese nach Art. 10 Abs. 2 BEG ausliefern lassen. Die Kosten für die Auslieferung trägt der Kontoinhaber, es sei denn, dass die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten etwas anderes bestimmen (Art. 10 Abs. 2 S. 2 BEG). Auch eine von Art. 10 Abs. 2 S. 2 BEG abweichende Verteilung der bei der Auslieferung anfallenden Kosten muss daher in den Statuten geregelt werden.

Art. 685f OR

Verfügungen über vinkulierte Namenaktien stehen nach Art. 21 Abs. 4 BEG unter dem Vorbehalt von abweichenden aktienrechtlichen Vorschriften. Für schweizerische Namenaktien heisst dies, dass sich der Übergang der Rechtszuständigkeit nur beim *börsenmässigen* Erwerb von *kotierten* Namenaktien ausschliesslich nach dem BEG richtet, während beim *ausserbörslichen* Erwerb von *kotierten* sowie beim Erwerb von *nicht-kotierten* Namenaktien zusätzlich die Anforderungen der Art. 685c und 685f OR zu beachten sind²¹⁴. Während das bei nicht-kotierten Namenaktien hingenommen werden kann, stellt der Vorbehalt der aktienrechtlichen Ordnung beim ausserbörslichen Erwerb von kotierten Titeln nach Auffassung der Arbeitsgruppe eine Gefährdung des Rechtsverkehrs dar. Zudem ist die geltende gesetzliche Ordnung denkbar unübersichtlich und insbesondere im internationalen Verhältnis nur schwer zu erklären. Die Arbeitsgruppe schlägt deshalb vor, bei Art. 685f Abs. 1 OR die Unterscheidung von börsenmässigem und nicht-börsenmässigem Erwerb von kotierten Namenaktien aufzugeben und den Erwerb künftig einheitlich nach Abs. 1 S. 1 zu regeln. Das bedeutet, dass der Erwerber von kotierten Namenaktien mit Vollendung des wertpapierrechtlichen Übertragungsvorgangs Aktionär wird, und zwar "unabhängig von einem Rechtsakt der Gesellschaft"²¹⁵. Bis zur Anerkennung durch die Gesellschaft kann der Erwerber zwar die vermögensrechtlichen Rechte, nicht jedoch das Stimmrecht ausüben (Art. 685f Abs. 2 OR).

²¹⁴ Vgl. vorne Ziff. 2.1.4.3.

²¹⁵ PETER FORSTMOSTER / ARTHUR MEIER-HAYOZ / PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 44 Rz. 216 m. Hinw. auf SR Schmid, AmtlBull SR 1991, 471 ("Erwerber wird rechtsgültiger Eigentümer der Aktie, ob er angemeldet ist oder nicht, ob er eingetragen ist oder nicht. Er kann mithin die Aktie rechtsgültig weiterverkaufen.")

33. Titel

Die Immobilisierung der Wertpapiere durch Sammelverwahrung bzw. durch Zusammenfassung in Globalurkunden oder deren Entmaterialisierung ist zwar notwendige Voraussetzung eines Systems der mediatisierten Wertpapierverwahrung, gehört jedoch nicht zum zentralen Regelungsgehalt des BEG²¹⁶. Das BEG regelt in erster Linie Fragen der Mediatisierung, wobei es voraussetzt, dass die umlaufenden Titel dem Rechtsverkehr durch Immobilisierung oder Entmaterialisierung entzogen werden. Die Arbeitsgruppe ist zum Schluss gekommen, dass diese Grundlagen der mediatisierten Effektenverwahrung aus Gründen der Verständlichkeit und der Vollständigkeit in knapper Form und in Anlehnung an bewährte Lehre und Praxis kodifiziert werden sollen²¹⁷. Allerdings legt sie Wert auf die Feststellung, dass das BEG eine in sich geschlossene Regelung darstellt, die auch ohne die hier vorgeschlagenen Art. 973a, 973b und 973c OR Bestand hätte.

Als geeignete Stelle für die Einfügung der Regelungen zur Sammelverwahrung, zur Globalurkunde und zu den Wertrechten erachtet die Arbeitsgruppe den ersten Abschnitt des 33. Titels des Obligationenrechts (Die Namen-, Inhaber- und Ordrepapiere; Allgemeine Bestimmungen). Zwar stellt insbesondere Art. 973a Abs. 1 OR der Sache nach Hinterlegungsrecht dar; Art. 973a Abs. 2 und 3 sowie Art. 973b OR Sachenrecht. Weil die Konzepte Sammelverwahrung, Globalurkunde und Wertrechte indessen wesentliche Elemente des Wertpapierbegriffs modifizieren, rechtfertigt sich ihre Einfügung in den Allgemeinen Teil des Wertpapierrechts dennoch. Zudem fände Art. 973c OR, der das Konzept der Wertrechte inhaltlich festlegt, weder im Hinterlegungs- noch im Sachenrecht Platz. Nicht in Betracht kommt die an sich naheliegende Einordnung dieser Bestimmungen in das BEG. Einerseits ist der persönliche und sachliche Geltungsbereich der Art. 973a ff. OR weiter als derjenige des BEG, da sie auch bei Verwahrung von Wertpapieren durch Nicht-Finanzintermediäre Anwendung finden. Andererseits werden die nach den Art. 973a ff. OR bestehenden Rechte an sammelverwahrten Wertpapieren, Globalurkunden oder Wertrechten sowie die Voraussetzungen und rechtlichen Wirkungen ihrer Übertragung suspendiert, sobald die Titel durch Hinterlegung bei einer Verwahrungsstelle und Gutschrift im Effektenkonto in den Geltungsbereich des BEG gelangen. Deshalb dient es der Klarheit und Übersichtlichkeit, wenn die Konzepte Sammelverwahrung, Globalurkunde und Wertrechte nicht im BEG geregelt werden.

Art. 973a Sammelverwahrung von Wertpapieren

Absatz 1

Nach Art. 484 Abs. 1 OR ist die Vermengung von vertretbaren Gütern mit anderen derselben Gattung nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Hinterleger zulässig, da sie von Gesetzes wegen zur Entstehung von Miteigentum führt und sich die Rechtsstellung des Hinterlegers somit verändert. Bei Wertpapieren ist die Sammelverwahrung indessen heute der Normalfall; zudem ist bei vertretbaren Wertpapieren das Interesse des Hinterlegers an der Rückgabe eines spezifischen Titels in aller Regel nicht gegeben. Abs. 1 geht daher von der Vermutung aus, dass der Hinterleger mit der Sammelverwahrung der von ihm eingelieferten, vertretbaren Wertpapiere einverstanden ist, weshalb der Aufbewahrer sich

²¹⁶ Vgl. dazu vorne Ziff. 1.4.4.1.

²¹⁷ Ebenso schlägt das VE-WVG eine Kodifizierung der Grundlagen der mediatisierten Wertpapierverwahrung vor; vgl. dazu vorne Ziff. 1.1.3.

dazu nicht mehr besonders ermächtigen lassen muss. Ist der Hinterleger mit einer Sammelverwahrung nicht einverstanden, so muss er ausdrücklich Einzelverwahrung verlangen.

Absatz 2 und 3

Die Vermengung von vertretbaren Wertpapieren derselben Gattung bewirkt von Gesetzes wegen die Entstehung von Miteigentum (Art. 727 Abs. 1 ZGB, Art. 484 Abs. 1 OR)²¹⁸. An Stelle des Alleineigentums an seinen Wertpapieren tritt für den Hinterleger ein blosser Miteigentumsanteil am Gesamtbestand des Sammeldepots. Die Lehre hat für die Sammelverwahrung von Wertpapieren die Rechtsfigur des modifizierten und labilen Miteigentums entwickelt²¹⁹: Es ist modifiziert, weil im Gegensatz zum gewöhnlichen Miteigentum zwischen den Einlieferern nur theoretisch Rechtsbeziehungen bestehen und sich die Miteigentümer nicht kennen; und als labil gilt dieses Miteigentum, weil seine Teilung auf Begehren eines einzelnen Einlieferers ohne Mitwirkung der übrigen Miteigentümer erfolgen kann. Überdies muss die Herauslösung eines Teils jederzeit möglich sein, damit die Verwahrungsstelle den entsprechenden hinterlegungsvertraglichen Auslieferungsanspruch gemäss Art. 475 Abs. 1 und Art. 484 Abs. 2 OR gegenüber dem Einlieferer umgehend erfüllen kann. Diese Sonderform des Miteigentums, welche insbesondere hinsichtlich der Aufteilung nicht vollständig dem Modell der Art. 646 ff. ZGB entspricht, wird in Abs. 3 gesetzlich anerkannt. Der Einlieferer hat Anspruch auf Herausgabe nicht der konkret eingelieferten Stücke, sondern nur seines Anteils am Gesamtbestand, d. h. der entsprechenden Anzahl Wertpapiere gleicher Gattung. Die Verpflichtung der Verwahrungsstelle zur Auslieferung von Wertpapieren ist also immer eine Gattungs- und nicht eine Stückschuld. Der Anteil am Gesamtbestand entspricht im Normalfall dem Nennwert der eingelieferten Wertpapiere im Verhältnis zum Gesamtwert des Sammelbestandes. Bei Wertpapieren ohne Nennwert (z. B. nennwertlosen Aktien, deren Einführung beabsichtigt ist) bestimmt sich der Bruchteil nach der Stückzahl (Abs. 2 S. 2).

Art. 973b Globalurkunde

Absatz 1

In einer Globalurkunde werden die Einzelrechte (Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte) unter Wahrung der Selbständigkeit der Einzelrechte einer bestimmten Emission in einem einzigen Papier verbrieft²²⁰. Als Globalurkunde gilt auch die sog. "Sammelurkunde", bei der mehrere Einzelrechte, jedoch nicht die gesamte Emission in einem Papier verbrieft werden. Ferner erfasst Art. 973b sowohl Globalurkunden auf Dauer, bei welchen der Einlieferer kein Recht zur Ausfertigung einer Einzelurkunde hat²²¹, als auch "technische Globalurkunden", bei welchen dem Einlieferer in den Emissionsbedingungen das Recht auf jederzeitige, spesenfreie Auslieferung bzw. Druck von Titeln oder Zertifikaten eingeräumt wird²²².

Globalurkunden haben gegenüber Wertpapieren wesentliche Effizienzvorteile, und zwar sowohl beim Druck als auch bei der Verwahrung und Übertragung. Abs. 1 räumt deshalb dem Schuldner (Emittent) das Recht ein, Wertpapiere in Globalurkunden umzuwandeln,

²¹⁸ ZK-HAAB SIMONIUS / SCHERRER / ZOBL, Art. 727 ZGB Rz. 94b.

²¹⁹ Vgl. dazu vorne Ziff. 1.2.2.

²²⁰ Vgl. dazu vorne Ziff. 1.2.3.

²²¹ Vgl. Art. 22 KR.

²²² ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 117 ff., insbes. 128.

sofern die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten diese Möglichkeit vorsehen oder, wenn dies nicht der Fall ist, die Hinterleger dazu ihre Zustimmung erteilt haben²²³. Selbstverständlich können Wertpapiere nur insofern durch Globalurkunden ersetzt werden, als sie einem bestimmten Aufbewahrer zur Verwahrung anvertraut sind. Nicht besonders geregelt, aber ebenfalls ohne weiteres zulässig ist, dass der Emittent eine Globalurkunde jederzeit wieder durch separate Wertpapiere ersetzen lässt; soweit diese Einzelurkunden nicht an die Einlieferer herausgegeben werden, bleiben sie bei der Verwahrungsstelle sammelverwahrt.

Absatz 2

Die Globalurkunde ist ein Wertpapier derselben Gattung wie die Einzelrechte, wenn diese separat verbrieft wären. Handelt es sich bei den Einzelrechten z. B. um Inhaberaktien, so ist die Globalurkunde ein Inhaberpapier; handelt es sich um Namenaktien, so ist die Globalurkunde ein Ordrepapier. Da mit der Globalurkunde noch ein Papier besteht, bleiben die wertpapierrechtlichen bzw. sachenrechtlichen Vorschriften grundsätzlich anwendbar²²⁴. Somit haben die Einlieferer an der Globalurkunde wie bei der gewöhnlichen Sammelverwahrung Miteigentum nach Massgabe der von ihnen gehaltenen Wertpapiere zum Gesamtbestand²²⁵. Bei Verbriefung seiner Rechte in einer Globalurkunde hat der Einlieferer dieselbe Stellung wie bei sammelverwahrten Einzelurkunden: Der Einlieferer ist insbesondere Miteigentümer mit dinglichem Herausgabeanspruch²²⁶. Der einzige Unterschied besteht im Objekt des Miteigentums: Während bei der Sammelverwahrung der Einlieferer an einer Vielzahl von Wertpapieren Miteigentum hat, bildet bei der Globalurkunde bloss diese als Einzelsache Miteigentumsgegenstand²²⁷.

Art. 973c Wertrechte

Mit Art. 2 Bst. a BEHG hat das Konzept der Wertrechte in der Schweiz zwar gesetzliche Anerkennung gefunden, doch blieben die Konturen dieses Konzepts ebenso unscharf wie sein genauer Anwendungsbereich. Art. 973c umreisst die Eckpunkte des rechtlichen Regimes, dem Wertrechte unterworfen sind.

Absatz 1

Ebenso wie der Emittent mehrere Wertpapiere durch eine Globalurkunde ersetzen kann, hat er nach Abs. 1 auch die Möglichkeit, Wertpapiere oder Globalurkunden durch Wertrechte zu ersetzen. Voraussetzung ist wiederum, dass die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten diese Möglichkeit vorsehen oder die Hinterleger ihre Zustimmung erteilt haben. Obwohl Abs. 1 nur die Möglichkeit der Entmaterialisierung von Wertpapieren, die zuvor in Papierform begeben wurden, ins Auge fasst, versteht sich von selbst, dass Wertrechte auch direkt begeben werden können.

Absatz 2

Wertrechte sind vollständig entmaterialisiert; ihnen fehlt ein körperliches Element vollständig. Anders als bei Wertpapieren und Globalurkunden kann daher die Zuordnung der Rechtszuständigkeit an Wertrechten oder deren Übertragung nicht durch Besitz an der

²²³ Zulässig ist selbstverständlich auch, eine Emission direkt in Form einer Globalurkunde zu verbiefen.

²²⁴ MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 25 Rz. 26; ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 127.

²²⁵ ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 128.

²²⁶ Auch im deutschen Recht wird die Globalurkunde den Grundsätzen der Sammelverwahrung unterstellt (§ 9a Abs. 2 des deutschen Depotgesetzes).

²²⁷ ZOBL / LAMBERT (Fn. 2), 128.

Urkunde erfolgen. Vielmehr ergibt sich aus den Büchern des Emittenten, wem die Rechtszuständigkeit an Wertrechten zusteht. Abs. 2 verpflichtet den Emittenten, über die von ihm ausgegebenen Wertrechte ein Buch zu führen, in das die Gesamtzahl und die Stückelung der ausgegebenen Wertrechte sowie die Gläubiger einzutragen sind. Als Buch i. S. v. Abs. 2 gilt insbesondere auch die Buchhaltung des Emittenten, soweit sich daraus die geforderten Angaben ergeben. Um jeden Zweifel auszuschliessen, stellt Abs. 2 S. 2 klar, dass dieses Buch nicht öffentlich ist.

Absatz 3

Ein Wertpapier öffentlichen Glaubens entsteht mit der Ausstellung der Urkunde sowie der vertraglichen Begebung dieses Wertpapiers im Rahmen eines Begebungsvertrags²²⁸. Der Begebungsvertrag setzt die Übergabe der Urkunde voraus²²⁹. Da dies bei Wertrechten ausgeschlossen ist, bestimmt Abs. 3, dass Wertrechte mit Eintragung in das Buch entstehen und nach Massgabe dieser Eintragung bestehen (Abs. 3). Der Bucheintrag tritt bei Wertrechten also an die Stelle der Urkundenübergabe.

Absatz 4

Während der Bucheintrag für die Entstehung von Wertrechten konstitutiv wirkt, erfolgt ihre rechtsgeschäftliche Übertragung im Wege der Einzelrechtsnachfolge nach zessionsrechtlichen Grundsätzen (Art. 164 ff. OR). Notwendig ist somit insbesondere eine schriftliche Abtretungserklärung (Art. 165 Abs. 1 OR). Die Verpfändung von Wertrechten erfolgt nach den Vorschriften über die Forderungsverpfändung (Art. 900 ZGB).

2.1.6.4.4 Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs (SR 281.1)

Art. 287 SchKG

Sicherungsvereinbarungen zwischen Finanzintermediären sehen häufig die Abrede vor, dass der Sicherungsgeber zusätzliche Sicherheiten zu stellen hat, falls der Marktwert der ursprünglichen Sicherheit einen bestimmten Wert unterschreitet (sog. Aufstockungssicherheiten). Ferner wird dem Sicherungsgeber häufig das Recht eingeräumt, bestimmte Wertpapiere durch gleichwertige Wertpapiere zu ersetzen. So kann der Sicherungsgeber weiter über die als Sicherheit gestellten Wertpapiere verfügen, ohne dass der Wert der Sicherheit geschmälert wird (sog. Substitutions- oder Ersatzsicherheit). Solche Vereinbarungen gelten als solide Marktpraxis, welche die Liquidität der Wertpapiermärkte verbessern und sich damit positiv auf die Stabilität der Finanzmärkte auswirken.

Werden Aufstockungs- oder Ersatzsicherheiten innerhalb der für die konkursrechtliche Anfechtung massgebenden Verdachtsperioden gestellt, so besteht das Risiko, dass die Aufstockung bzw. die Substitution im Konkurs des Sicherungsgebers durch dessen Gläubiger angefochten werden. Der neue Abs. 3 von Art. 287 SchKG schützt vor der Anfechtung von Aufstockungs- und Ersatzsicherheiten, welche innerhalb der Verdachtsperiode von einem Jahr (Art. 287 Abs. 1 SchKG) bzw. fünf Jahren (Art. 288 SchKG) gestellt werden. Voraussetzung ist, dass die Aufstockungssicherheit zum Ausgleich einer Veränderung des Marktwerts der anfänglich gestellten Sicherheiten gestellt wird (Abs. 3 Ziff. 1). Demgegenüber sind Aufstockungssicherheiten mit dem Ziel, bei Verschlechterung der Kreditwürdigkeit des Sicherungsgebers die Situation des Sicherungsnehmers zu Lasten

²²⁸ Vgl. dazu MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 3 Rz. 10 ff.

²²⁹ Vgl. dazu MEIER-HAYOZ / VON DER CRONE (Fn. 1), § 3 Rz. 23.

anderer Gläubiger zu korrigieren, weiterhin anfechtbar. Bei Ersatzsicherheiten ist eine Anfechtung ausgeschlossen, sofern der Ersatz den gleichen Wert aufweist wie die ursprünglich zur Verfügung gestellte Sicherheit (Abs. 3 Ziff. 2).

Die vorgeschlagene Ergänzung von Art. 287 SchKG orientiert sich an Art. 8 Abs. 3 der Finanzsicherheitenrichtlinie²³⁰. Dabei dürfte Art. 287 Abs. 3 SchKG dem bereits heute geltenden Recht entsprechen. Allerdings ist die Rechtslage unübersichtlich und nicht transparent. Im Interesse der Rechtssicherheit sowie der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz empfiehlt sich deshalb eine unmissverständliche gesetzliche Regelung dieser Frage.

2.1.6.4.5 Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (SR 952)

Art. 17

Art. 15 BEG regelt die Voraussetzungen, unter denen Bucheffekten, die einer Verwahrungsstelle verpfändet wurden, weiter verpfändet werden können. Diese Bestimmung geht als *lex specialis* dem Art. 17 BankG vor, der ebenfalls die Weiterverpfändung von Faustpfändern durch Banken regelt. Ein neuer Abs. 3 stellt das Verhältnis zwischen den beiden Bestimmungen klar. Die Bedeutung von Art. 17 BankG wird damit auf die Weiterverpfändung von Faustpfändern beschränkt, die nicht Bucheffekten sind. Hier sind die strengeren Anforderungen durchaus gerechtfertigt, weil es sich dabei häufig um Sachen handeln wird, die der Verpfänder in natura restituiert haben will.

2.2 Haager Wertpapierübereinkommen

2.2.1 Ausgangslage

Das Haager Wertpapierübereinkommen ist der bislang weitreichendste Versuch zur Vereinheitlichung des internationalen Privatrechts (IPR) im Bereich der mediatisiert verwahrten Wertpapiere. Anders als das BEG stellt das Übereinkommen also nicht materielle Rechtsvorschriften (sog. Sachrecht) auf. Vielmehr enthält es Regeln zur Bestimmung des materiellen Rechts, das bei grenzüberschreitenden Wertpapiergeschäften Anwendung finden soll (sog. Kollisionsrecht). Weil der Anteil der grenzüberschreitenden Rechtsverhältnisse bei mediatisiert verwahrten Wertpapieren besonders hoch ist, kommt dem Kollisionsrecht im vorliegenden Zusammenhang entscheidende Bedeutung zu. Zugleich ist die Rechtsunsicherheit hier besonders gross, denn die Mediatisierung der Wertpapierverwahrung hat dazu geführt, dass eine Bestimmung des anwendbaren Rechts aufgrund der herkömmlichen *Lex-chartae-sitae-Regel* häufig nicht mehr oder nicht mehr mit vertretbarem Aufwand möglich ist²³¹.

Die Haager Konferenz für internationales Privatrecht ("Haager Konferenz") nahm die Arbeiten im Bereich des internationalen Wertpapierrechts im Mai 2000 auf und konnte das Übereinkommen bereits Ende 2002 an einer diplomatischen Konferenz verabschieden. Die Arbeiten wurden in einem für die Haager Konferenz neuartigen Dringlichkeitsverfahren vorangetrieben. Die Schweiz war an den Arbeiten von Beginn weg aktiv beteiligt.

²³⁰ Vgl. dazu vorne Ziff. 1.3.2.3.3.

²³¹ Vgl. vorne Ziff. 1.2.7.2.

Das Übereinkommen tritt völkerrechtlich nach Ratifikation durch drei Staaten in Kraft (Art. 19 Abs. 1 HWpÜ). Die Europäische Union²³², die USA und Japan treiben die Ratifikationsarbeiten zur Zeit voran. Es wäre für die Schweiz angezeigt, ungefähr zeitgleich mit diesen Ländern eine Ratifikation vorzunehmen, damit die durch das Übereinkommen geschaffene Rechtssicherheit in den wichtigsten Finanzmärkten flächendeckend erreicht wird und die Unsicherheiten des bestehenden schweizerischen Kollisionsrechts²³³ beseitigt werden können.

Völkerrechtliche Verträge gehen den einschlägigen Bestimmungen des IPRG vor (Art. 1 Abs. 2 IPRG). Das Übereinkommen schafft in seinem Bereich eine lückenlose Regelung des Kollisionsrechts, die keiner Einführungsgesetzgebung bedarf (vgl. hinten Ziff. 2.2.3). Auch eine Anpassung des IPRG drängt sich nicht auf; eine leichte Anpassung etwa des Art. 105 IPRG könnte in Erwägung gezogen werden, ohne dass dafür eine Notwendigkeit besteht.

2.2.2 Anwendungsbereich

2.2.2.1 Grundsatz

Gegenstand des Übereinkommens ist die Bestimmung der anwendbaren Rechtsordnung auf Rechte an Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten, die über Intermediäre gehalten werden (sog. mediatisiert verwahrte Wertpapiere²³⁴). Dabei geht es – vereinfacht gesagt – um Rechte, die Wirkung gegenüber Dritten entfalten und die nach herkömmlicher Terminologie als dinglich oder sachenrechtlich qualifiziert werden²³⁵. Nicht nach dem Übereinkommen bestimmt sich demgegenüber das anwendbare Recht, soweit rein schuldrechtliche Rechte und Pflichten zwischen Depotinhaber und Intermediär oder gegenüber dem Emittenten in Frage stehen (Art. 2 Abs. 3 Bst. a und c). Auch die Rechtsordnung, die auf das Vertragsverhältnis zwischen den Parteien einer Verfügung über mediatisiert verwahrte Wertpapiere Anwendung findet, ist nicht nach den Regeln des Übereinkommens festzustellen (Art. 2 Abs. 3 Bst. b).

Das Übereinkommen definiert den zentralen Systembegriff des "Intermediär-verwahrten Wertpapiers" als Rechte eines Depotinhabers²³⁶, die sich aus einer Gutschrift von Wertpapieren auf einem Depotkonto ergeben (Art. 1 Abs. 1 Bst. f). Die Definition ist absichtlich weit gehalten. Als Wertpapiere gelten gemäss Art. 1 Abs. 1 Bst. a Aktien, Schuldverschreibungen, andere Finanzinstrumente, Finanzanlagen und Rechte daran. Intermediär schliesslich ist jede Person, die im Rahmen einer geschäftlichen oder anderen regelmässigen Tätigkeit für eigene oder für fremde Rechnung Depotkonten führt und in dieser Eigenschaft handelt (Art. 1 Abs. 1 Bst. c). Als Intermediäre gelten grundsätzlich auch die Zentralverwahrungsstellen (Art. 1 Abs. 4).

²³² Vgl. dazu Council Decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary, COM (2003) 783 final (15.12.2003).

²³³ Vgl. Vorne Ziff. 1.2.7.2.

²³⁴ Die deutsche Übersetzung des HWpÜ spricht von "Intermediär-verwahrten Wertpapieren". Sachlich ist damit nichts anderes gemeint als mit dem im vorliegenden Bericht verwendeten Begriff der "mediatisiert verwahrten Wertpapiere".

²³⁵ Vgl. hinten Ziff. 2.2.2.2.

²³⁶ Die deutsche Übersetzung des Übereinkommens verwendet den Begriff des Depotkontos, was im BEG als Effektenkonto bezeichnet wird. Sachlich besteht kein Unterschied. Gleiches gilt für die Begriffe Depotinhaber bzw. Kontoinhaber.

2.2.2.2 Artikel 2: Sachlicher Anwendungsbereich

Das Übereinkommen präzisiert den sachlichen Anwendungsbereich in Art. 2 Abs. 1 mittels einer Positivliste. Diese listet sieben Regelungskomplexe auf, für welche sich die Bestimmung des anwendbaren Rechts nach dem Übereinkommen richtet. Im Einzelnen handelt es sich dabei um die folgenden Fragen:

- Das Übereinkommen bestimmt das anwendbare Recht hinsichtlich der *Rechtsnatur* der Rechte, die sich aus einer Gutschrift von Wertpapieren auf einem Depotkonto ergeben. Einerseits gibt es Rechtsordnungen, wie etwa das geltende schweizerische Recht, in denen die Gutschrift im Depotkonto keine eigenständige Rechtswirkung hat. In moderneren Rechtsordnungen ist sie aber Teil des Verfügungsgeschäfts oder stellt das Verfügungsgeschäft schlechthin dar. Ferner findet das Übereinkommen Anwendung auf die Frage, welche *Wirkungen dieses Recht gegenüber dem Intermediär und gegenüber Dritten* entfaltet (Art. 2 Abs. 1 Bst. a). Das nach Art. 4 f. anwendbare Recht legt also fest, ob es sich beim Anspruch eines Depotinhabers aus einer Gutschrift im Depotkonto allenfalls um ein dingliches Recht an einem Wertpapier, ein obligatorisches Recht gegen den Emittenten, einen obligatorischen Herausgabeanspruch gegen den Intermediär oder ein Recht *sui generis* (wie z. B. das "*securities entitlement*" nach Artikel 8 UCC) handelt.
- Das Übereinkommen sagt, welches Recht über die Rechtsnatur einer Verfügung entscheidet, die mediatisiert verwahrte Wertpapiere zum Gegenstand hat. Nach diesem Recht bestimmt sich auch die Wirkung einer solchen Verfügung gegenüber dem Intermediär und gegenüber Dritten (Art. 2 Abs. 1 Bst. b). Die nach Art. 4 f. berufene Rechtsordnung regelt insbesondere die Voraussetzungen für die Begründung eines Rechts an mediatisiert verwahrten Wertpapieren, z. B. ob dazu ein gültiges Kausalgeschäft notwendig ist oder ob es sich um einen abgeleiteten oder einen originären Erwerb handelt. Liegt ein derivativer Erwerb vor, so bestimmt sich nach diesem Recht, ob der Erwerb vom Veräusserer oder einem Intermediär abgeleitet wird. Schliesslich ist unter Bst. b auch der Erwerb vom Nichtberechtigten kraft guten Glaubens zu subsumieren.
- Nach dem gemäss Art. 4 f. bestimmten Recht beurteilen sich die Voraussetzungen für die Drittwirksamkeit von Verfügungen über mediatisiert verwahrte Wertpapiere (Art. 2 Abs. 1 Bst. c). Dieses Recht sagt also, ob dafür eine Buchung in einem Depotkonto, eine Besitzanweisung des Verfügenden oder eine andere Handlung (z. B. Herstellung von *control* i. S. v. § 8–106 UCC) erforderlich ist. Das Übereinkommen verwendet hier den angelsächsischen Begriff der *perfection*. Das common law unterstellt die Begründung eines Sicherungsrechts *inter partes* (sog. *attachment*) anderen Voraussetzungen als die Schaffung der Wirkung dieses Sicherungsrechts gegenüber Dritten (sog. *perfection*). Nach dieser Rechtsordnung entscheidet sich auch die Rangfolge von mehreren drittwirksamen Rechten (Art. 2 Abs. 1 Bst. d). Dabei geht es sowohl um die Rangfolge zwischen mehreren durch ein solches Recht gesicherten Gläubigern untereinander als auch um die Rangfolge zwischen diesen Gläubigern und anderen Gläubigern.
- Ebenfalls durch das nach Art. 4 f. berufene Recht zu bestimmen ist, ob ein *Drittansprecher* gegenüber einem Intermediär Rechte an mediatisiert verwahrten Wertpapieren geltend machen kann (Art. 2 Abs. 1 lit. e).

Beispiel: A (Schweiz) verkauft B (Belgien) 1000 Aktien der schweizerischen X AG. Er weist seine Bank K an, die Aktien auf das Konto von B bei der Bank L in Luxemburg zu übertragen. Sowohl die Bank K als auch die Bank L halten die Aktien über die schweizerische Zentralverwahrungsstelle SZ, bei welcher die Aktienzertifikate hinterlegt sind. In der Folge macht A einen Willensmangel geltend und verlangt die Rückgabe der Aktien. Ob er diesen Anspruch direkt gegenüber B geltend machen oder ob er die Aktien bei SZ vindizieren kann, beantwortet sich nach dem durch Art. 4 f. bezeichneten Recht.

Von dieser Regelung betroffen ist auch die Frage, ob ein sog. *upper-tier attachment* möglich ist²³⁷.

- Das nach Art. 4 f. berufene Recht entscheidet sodann, unter welchen Voraussetzungen ein mediatisiert verwahrtes Wertpapier verwertet werden kann (Art. 2 Abs. 1 Bst. f), insbesondere, ob und unter welchen Voraussetzungen die freihändige Verwertung möglich ist.
- Schliesslich bestimmt das nach dem Übereinkommen anwendbare Recht auch, wie weit sich die Verfügung über ein Recht an einem mediatisiert verwahrten Wertpapier auf *Früchte und Surrogate, inkl. Bargeld*, bezieht (Art. 2 Abs. 1 Bst. g).

Nach Art. 2 Abs. 2 bestimmt sich das anwendbare Recht selbst dann nach dem Übereinkommen, wenn die sich aus der Gutschrift im Depotkonto ergebenden Rechte vertraglicher Natur sind. Das Übereinkommen sagt deshalb auch, welches Recht auf Verfügungen über Wertrechte i. S. v. Art. 2 Bst. a BEHG Anwendung findet, obwohl diese nach schweizerischer Auffassung reine Forderungsrechte sind²³⁸.

Daran ändern die allgemeinen Bestimmungen des Art. 2 Abs. 3 grundsätzlich nichts. Sie sind letztlich Ausdruck dessen, dass das Übereinkommen an sich für die Bestimmung von Rechten konzipiert ist, die in traditioneller Sichtweise sachenrechtlicher Natur waren oder sind. Sie sollen aber dessen Anwendung eben gerade nicht auf Rechte einschränken, die in der anwendbaren Rechtsordnung auch tatsächlich sachenrechtlich ausgestaltet sind²³⁹. Im Gegenteil sind in klassischem Sinne "sachenrechtliche" Konzepte in modernen Rechtsordnungen nur beschränkt anzutreffen.

2.2.3 Artikel 3 und 9: Internationalität und räumlicher Anwendungsbereich

Nach Art. 3 findet das Übereinkommen auf sämtliche Sachverhalte Anwendung, die eine Verbindung zu mehreren Staaten aufweisen. Ein relevanter Auslandsbezug ist z. B. gegeben, wenn in einer Verwahrungskette ein Intermediär im Ausland domiziliert ist oder dort das massgebende Effektenkonto führt oder wenn diesem ein Wertpapier gutgeschrieben ist, das Rechte gegenüber einem ausländischen Emittenten verbrieft. Ein internationaler Sachverhalt wird ferner durch eine Rechtswahl nach Art. 4 Abs. 1 begründet.

²³⁷ Dazu vorne Ziff. 2.1.3.9.

²³⁸ Dazu vorne Ziff. 1.2.4.

²³⁹ Vgl. ROY GODE / HIDEKI KANDA / KARL KREUZER, Draft Explanatory Report on the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary, Den Haag 2004, Ziff. IV. Der erläuternde Bericht liegt zur Zeit nur in Form eines Entwurfs vor. Der Entwurf macht im Fall der Ausgestaltung als reine Forderungsrechte einen Vorbehalt für die Wirkungen vertraglicher Vereinbarungen zwischen den Vertragsparteien, die nicht nach dem Übereinkommen, sondern nach den nationalen Regeln des internationalen Privatrechts zu bestimmen seien.

Das Übereinkommen bestimmt das anwendbare Recht in seinem Anwendungsbereich ohne Rücksicht darauf, ob das durch Art. 4 f. berufene Recht das Recht eines Mitgliedsstaats ist (Art. 9). Es ist somit für den Ratifikationsstaat *erga omnes* geltende *loi uniforme*.

2.2.4 Bestimmung des anwendbaren Rechts

Kernelement des Übereinkommens sind die Kollisionsregeln in Art. 4 und 5. Diese legen fest, welche Rechtsordnung zur Beurteilung der in Art. 2 genannten Fragen berufen ist. Art. 4 stellt eine Hauptanknüpfungsregel auf, die auf einer beschränkten Rechtswahl beruht. Art. 5 bestimmt das anwendbare Recht nach objektiven Kriterien, sofern die Tatbestandsvoraussetzungen für die Anwendung von Art. 4 nicht gegeben sind.

2.2.4.1 Artikel 4: Hauptanknüpfung

2.2.4.1.1 Grundsatz

Nach Art. 4 Abs. 1 bestimmen sich Rechtsnatur, Begründung und Untergang von Rechten an mediatisiert verwahrten Wertpapieren nach dem von den Parteien (Depotinhaber und Intermediär) gewählten Recht. Weil der Anwendungsbereich des Übereinkommens sich auf Rechte *erga omnes* erstreckt, sind die Parteien in der Wahl des massgebenden Rechts nicht vollständig frei. Vielmehr können sie nur das Recht eines Staates wählen, in dem der massgebliche Intermediär eine dauernde Geschäftsstelle unterhält (vgl. Art. 1 Bst. j). Dabei genügt nicht jede Geschäftsstelle; vielmehr wird ein hinreichender Bezug nur begründet, sofern über die Geschäftsstelle eine Tätigkeit ausgeübt wird, die in Zusammenhang steht mit der Führung von Depotkonten. Ein solcher Zusammenhang ist namentlich gegeben, wenn die Geschäftsstelle Buchungen auf Depotkonten vornimmt oder überwacht oder Zahlungen hinsichtlich mediatisiert verwahrter Wertpapiere abwickelt (Art. 4 Abs. 1 Bst. a) oder durch eine Kontonummer oder Bankleitzahl als Geschäftsstelle identifiziert wird, die Depotkonten in diesem Staat führt (Art. 4 Abs. 1 Bst. b). Demgegenüber schafft der Betrieb von IT-Einrichtungen oder eines Call-Centers keinen für eine Rechtswahl ausreichenden Zusammenhang (Art. 4 Abs. 2).

Das betreffende Konto muss keinen weiteren Zusammenhang mit der Geschäftsstelle aufweisen, deren Recht von den Parteien bestimmt wurde. Die Parteien einer Kontovereinbarung können also z. B. selbst dann schweizerisches Recht als anwendbar bezeichnen, wenn das Konto bei einer Geschäftsstelle im Ausland geführt wird.

Für die Bestimmung des anwendbaren Rechts durch parteiautonome Vereinbarung spricht der Umstand, dass es keinen brauchbaren objektiven Anknüpfungsfaktor gibt. Die Haager Konferenz hat die Möglichkeit, objektiv an den Ort der effektiven Kontoführung anzuknüpfen, intensiv geprüft. Sie ist von diesem Ansatz abgekommen, weil weder Konto noch Wertrecht einen sinnlich wahrnehmbaren räumlichen Bezugspunkt aufweisen. Dem Anliegen des internationalen Sachenrechts, Dritte vor der Anwendung unvorhersehbarer Rechts zu schützen, wird mit dem Erfordernis eines objektiven Bezugspunktes zum Staat des gewählten Rechts Rechnung getragen. Aus schweizerischer Sicht ist Parteiautonomie im internationalen Sachenrecht nichts Neues, sehen doch die Art. 104, 105 und 145 IPRG die Möglichkeit einer Rechtswahl vor. Allerdings ist diese – anders als nach Art. 4 – Dritten gegenüber ohne deren Zustimmung nicht wirksam.

2.2.4.1.2 Bestimmung des massgebenden Intermediärs

Die Systeme für die mediatisierte Wertpapierverwahrung sind in der Regel mehrfach gestuft, so dass die Übertragung von Wertpapieren meist eine ganze Kette von Buchungen auf den verschiedenen Stufen der Verwahrungspyramide auslöst²⁴⁰. Nach dem Übereinkommen ist das anwendbare Recht in einer solchen Verwahrungskette für jede Stufe grundsätzlich gesondert zu bestimmen.

Beispiel: Anleger B (Schweiz) hält 10'000 Aktien der X. SA (Belgien). Die Titel sind dem Konto von B bei der Bank Y (Schweiz) gutgeschrieben, die ihrerseits der schweizerischen Zentralverwahrungsstelle SZ angeschlossen ist. SZ wiederum ist Teilnehmer bei der belgischen Zentralverwahrungsstelle BZ.

Die Rechte von B an den Aktien bestimmen sich somit nach dem Recht, welches in der Kontovereinbarung mit der Bank Y vereinbart wurde (Art. 4 Abs. 1). Für die Rechte der Bank gegenüber der schweizerischen Zentralverwahrungsstelle SZ wiederum ist die von Y und SZ getroffene Rechtswahl massgebend usw. Geht man davon aus, dass ein Intermediär in der Regel sein eigenes Recht wählen wird, so heisst dies für den vorliegenden Fall, dass die Rechte von B und der Bank Y sich nach schweizerischem Recht beurteilen, diejenigen des Zentralverwahrers SZ nach belgischem Recht. Jedes Glied in der Kette wird somit für die Bestimmung des anwendbaren Rechts getrennt betrachtet.

Diese Lösung ist die Einzige, welche den faktischen Abläufen bei der Übertragung mediatisiert verwahrter Wertpapiere gerecht wird. Damit werden besonders die Schwierigkeiten vermieden, die sich bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts nach traditionellem IPR dadurch ergeben, dass letztlich Anleger und deren Intermediäre oft nicht wissen, wo sich die Wertpapiere bzw. bei Wertrechten das Hauptregister befinden, während umgekehrt die Zentralverwahrer in der Regel die Anleger nicht kennen, für die sie die Wertpapiere via zwischengeschaltete Intermediäre halten. Sie hat zwar gegenüber der traditionellen Anknüpfung an den Ort der belegenen Sache (*lex chartae sitae*) den Nachteil, dass auf einen einheitlichen Vorgang unter Umständen zwei oder mehr Rechtsordnungen zur Anwendung gelangen. Das bereitet aber keine besonderen Schwierigkeiten, wenn die beteiligten Rechtsordnungen die Verwahrungskette in ihrem Sachrecht nachbilden und die Verfügung über mediatisiert verwahrte Wertpapiere als Rechtsgeschäft dem Intermediär gegenüber verstehen (wie das z. B. bei Artikel 8 UCC der Fall ist). Mehr Probleme bereitet die Anwendung von Art. 4 immerhin im Zusammenspiel mit Rechtsordnungen, welche die Verfügung als einheitlichen, die gesamte Verwahrungs- und Buchungskette umfassenden Vorgang zwischen Veräusserer und Erwerber verstehen.

Beispiel: Anleger B verkauft seine 10'000 Aktien an der X. SA an Anleger F (Belgien). F lässt sich die Titel auf sein Depotkonto bei der Bank L (Belgien) übertragen, die ihrerseits direkt dem belgischen Zentralverwahrer BZ angeschlossen ist. B macht in der Folge Grundlagenirrtum geltend.

Die Frage, ob F an den Aktien gültig Eigentum erworben hat, bestimmt sich gemäss Art. 4 f. nach der Vereinbarung zwischen F und seiner Bank L. B kann deshalb die Aktien von F nur vindizieren, wenn die Vindikation nach diesem Recht zulässig ist. Die andere Frage, ob B das Eigentum an den Aktien verloren hat, bestimmt sich demgegenüber nach dem Recht, das B mit seiner Bank Y als anwendbar erklärt hat. Diese Schwierigkeiten sind

²⁴⁰ Vgl. vorne Ziff. 1.1.1.

durch Anpassung der beiden involvierten Lösungen zu lösen. Versuche, zu einer einheitlichen Anknüpfung für die gesamte Kette zu gelangen, haben sich als nicht durchführbar erwiesen.

Für den Fall, dass der Kontoinhaber eine Verfügung zugunsten seines Intermediärs trifft, stellt Art. 4 Abs. 3 klar, dass massgebend der Intermediär des Kontoinhabers ist, nicht etwa der Intermediär auf der übergeordneten Stufe.

2.2.4.2 Artikel 5: Subsidiäre Anknüpfungen

Haben die Parteien der Kontovereinbarung keine nach Art. 4 gültige Rechtswahl getroffen, so ist das Recht nach Art. 5 festzustellen. Art. 5 stellt eine Anknüpfungskaskade auf, welche auf verschiedene, vergleichsweise objektivierte Faktoren abstellt.

Art. 5 Abs. 1 verweist in erster Linie auf das Recht des Staates, in dem die Geschäftsstelle belegen ist, über welche die Kontovereinbarung abgeschlossen wurde. Die Kontovereinbarung muss schriftlich abgefasst sein und "ausdrücklich und unmissverständlich" erklären, dass der massgebliche Intermediär sie über gerade diese Geschäftsstelle geschlossen habe. Die Anwendbarkeit von Abs. 1 setzt ferner voraus, dass diese Geschäftsstelle den Anforderungen von Art. 4 Abs. 1 S. 2 genügt, also der Führung von Depotkonten dient oder damit zusammenhängende Dienstleistungen erbringt.

Findet sich in der Kontovereinbarung keine den Anforderungen von Abs. 1 genügende Erklärung, so bestimmt sich das anwendbare Recht gemäss Art. 5 Abs. 2 nach dem Ort der Inkorporation des massgebenden Intermediärs zur Zeit des Abschlusses des schriftlichen Kontovertrages oder – bei Fehlen eines schriftlichen Vertrags – zur Zeit der Kontoeröffnung. Lässt sich das anwendbare Recht auch so nicht bestimmen, etwa weil es an einer eigentlichen Inkorporation mangelt, so verweist Art. 5 Abs. 3 in letzter Instanz auf das Recht am Ort des Hauptgeschäftssitzes des massgebenden Intermediärs.

2.2.4.3 Artikel 6: Negativliste der nicht zu berücksichtigenden Anknüpfungsfaktoren

Zur Klarstellung hält Art. 6 eine Reihe von Kriterien fest, die nicht zur Anknüpfung herangezogen werden dürfen. Dazu zählen der Ort, an dem der Emittent inkorporiert ist oder seinen Sitz bzw. seinen Geschäftssitz hat, ferner der Ort, an dem sich Urkunden befinden, die Wertpapiere darstellen, schliesslich der Ort, an dem ein Aktionärsregister geführt wird, sowie der Ort jedes Intermediärs, der nicht der massgebende Intermediär ist. Die Liste hat ausschliesslich deklaratorischen Charakter. Dass diese Kriterien bei der Anknüpfung keine Rolle spielen dürfen, ergibt sich an sich bereits durch Umkehrschluss aus den Art. 4 und 5.

2.2.4.4 Artikel 7: Statutenwechsel

Die Parteien einer Kontovereinbarung haben grundsätzlich die Möglichkeit, jederzeit eine neue Rechtswahl zu treffen. Im Verhältnis zwischen den Parteien bewirkt die neue Rechtswahl ohne weiteres, dass sich die in Art. 2 Abs. 1 umschriebenen Rechte nach neuem Recht beurteilen; es kommt somit zu einem sogenannten Statutenwechsel (Art. 7 Abs. 3). Demgegenüber müssen Dritte, die nicht zugestimmt haben, sich diesen Wechsel

des anwendbaren Rechts nur eingeschränkt entgegenhalten lassen (Art. 7 Abs. 4 Ingress). Nach Art. 7 Abs. 4 bleibt nämlich die Rechtsordnung, die gemäss der alten Kontovereinbarung anwendbar war, weiterhin massgebend für die folgenden Fragen:

- Nach altem Recht beurteilen sich vor der Änderung der Rechtswahl begründete Rechte an mediatisiert verwahrten Wertpapieren sowie Verfügungen darüber, die vor der neuen Rechtswahl Dritten gegenüber wirksam geworden sind (Art. 7 Abs. 4 Bst. a).

Beispiel: A räumt B durch schriftlichen Vertrag ein Pfandrecht an allen Wertpapieren ein, die dem Konto von A bei der Bank K gutgeschrieben sind. Dieses Konto ist gemäss Kontovereinbarung deutschem Recht unterstellt. In der Folge vereinbart A mit der Bank K, dass das Depotkonto neu dem Recht von New York unterstehen soll. Nach New Yorker Recht setzt die Drittwirkung der Verpfändung voraus, dass sich der Sicherungsgläubiger das Recht einräumen lässt, über die verpfändeten Wertpapiere im Verzugsfall ohne weitere Beteiligung des Schuldners zwecks Befriedigung verfügen zu können (control).

Aus Art. 7 Abs. 4 Bst. a ergibt sich, dass die Frage, ob dem B ein Pfandrecht wirksam eingeräumt worden ist, ungeachtet der neuen Rechtswahl nach deutschem Recht zu beurteilen ist. Dass die Verpfändung den Anforderungen des New Yorker Rechts nicht genügt, spielt keine Rolle.

- Nach altem Recht beurteilen sich ferner Rechtsnatur und Wirkungen eines Rechts, das vor dem Wechsel der Rechtsordnung zur Entstehung gelangt ist, gegenüber dem relevanten Intermediär und gegenüber Parteien einer vor dem Wechsel der Rechtsordnung vorgenommenen Verfügung über diese Wertpapiere (Art. 7 Abs. 4 Bst. b i).

Beispiel (ausgehend vom Sachverhalt im vorigen Beispiel): Noch bevor sich A mit der Bank K auf die Anwendung von New Yorker Recht verständigt, räumt A dem C ein Pfandrecht an den Wertpapieren ein. Auch C erhält nach dem Statutenwechsel nicht Kontrolle über die Wertpapiere eingeräumt.

Ob C ein gültiges Pfandrecht erworben hat und welches gegebenenfalls sein Rang gegenüber dem Pfandrecht von B ist, bestimmt sich nach wie vor nach dem gemäss erster Kontovereinbarung berufenen deutschen Recht (Art. 7 Abs. 4 Bst. b i).

- Nach altem Recht beurteilen sich Rechtsnatur und Wirkungen eines Rechts, das vor dem Wechsel der Rechtsordnung zur Entstehung gelangt ist, gegenüber einer Person, die diese Wertpapiere nach dem Wechsel der Rechtsordnung pfänden oder verarrestieren lässt (Art. 7 Abs. 4 Bst. b ii).

Beispiel (ausgehend vom Sachverhalt im vorigen Beispiel): G, ein Gläubiger von A, legt Arrest auf das Depotkonto bei der Bank K. Ob B und C ihre nach deutschem Recht begründeten Rechte gegenüber G durchsetzen können, bestimmt sich nach dem gemäss alter Kontovereinbarung massgebenden Recht, also nach deutschem Recht.

- Nach altem Recht bestimmen sich schliesslich auch die dinglichen Ansprüche von Dritten in einem Insolvenzverfahren, auch wenn dieses nach einem Statutenwechsel eröffnet wird (Art. 7 Abs. 4 lit. b iii).

Beispiel (ausgehend vom Sachverhalt im vorigen Beispiel): Über A wird der Konkurs eröffnet. In diesem Verfahren beurteilt sich nach altem Recht, also nach deutschem

Recht, ob die Pfandrechte von B und C gültig entstanden sind und welchen Rang sie haben.

- Die Weitergeltung des alten Rechts findet dort ihre Grenze, wo Dritte nach der neuen Rechtsordnung Rechte an mediatisiert verwahrten Wertpapieren erwerben und diese mit Rechten kollidieren, die nach der früher geltenden Rechtsordnung erworben wurden.

Beispiel: A räumt dem B und C ein nach deutschem Recht gültiges Pfandrecht an den seinem Depotkonto gutgeschriebenen Wertpapieren ein. Nachdem A mit der Bank K vereinbart hat, dass das Depotkonto New Yorker Recht unterstehen soll, räumt er auch X ein Pfandrecht ein.

Während sich die Frage der Gültigkeit der Pfandrechte von B und C und deren Rangordnung untereinander weiterhin nach deutschem Recht beurteilen (Art. 7 Abs. 4 Bst. c), entscheidet sich nach New Yorker Recht, ob X ebenfalls ein Pfandrecht an den Wertpapieren erworben hat. Ferner beurteilt sich die Rangordnung der Pfandrechte von B und C einerseits und X andererseits nach New Yorker Recht.

Das Übereinkommen schützt die nach altem Recht erworbenen Ansprüche somit nicht in jedem Fall vor einem Verlust oder einer Beschränkung infolge eines Statutenwechsels. Diese im Ansatz nicht unproblematische Einschränkung bestehender Ansprüche wurde von der Haager Konferenz im Interesse des Schutzes des Rechtsverkehrs vorgenommen. Die nach neuem Recht erwerbenden Personen werden oft kaum die Möglichkeit zur Feststellung haben, ob früher eine andere Rechtsordnung anwendbar war und ob nach dieser Rechtsordnung dingliche Rechte begründet wurden. Ein Pfandnehmer kann die Beeinträchtigung seiner Rechte durch einen Statutenwechsel hingegen wirksam ausschliessen, indem er die verpfändeten Titel auf ein eigenes Pfandkonto übertragen lässt. Oder er kann mit dem Intermediär vereinbaren, dass dieser es in Zukunft unterlässt, mit dem Kontoinhaber eine Änderung des anwendbaren Rechts zu vereinbaren. Selbstverständlich kann er sich schliesslich darum bemühen, dem unter altem Recht begründeten Anspruch an einem mediatisiert verwahrten Wertpapier Drittwirkung auch nach neuem Recht zu verschaffen, indem er die nach neuem Recht notwendigen Schritte unternimmt.

Art. 7 äussert sich nicht zur Frage, was geschieht, wenn sich die Voraussetzungen der subsidiären Anknüpfungstatbestände von Art. 5 Abs. 2 und 3 ändern oder wenn die gemäss Art. 4 Abs. 1 S. 2 erforderliche Geschäftsstelle nach einer gültigen Rechtswahl aufgehoben wird. Diese Tatbestände bewirken keinen Statutenwechsel, müssen doch sowohl die Voraussetzungen nach Art. 4 Abs. 1 S. 2 als auch jene nach Art. 5 Abs. 2 und 3 nur zum Zeitpunkt des Abschlusses der Kontovereinbarung oder, wo eine solche fehlt, zum Zeitpunkt der Kontoeröffnung erfüllt sein. Der nachträgliche Wegfall einer Geschäftsstelle bleibt für eine einmal gültig getroffene Rechtswahl somit ohne Wirkung. Umgekehrt setzt ein Statutenwechsel nach Art. 7 voraus, dass die objektiven Voraussetzungen von Art. 4 Abs. 1 S. 2 zum Zeitpunkt des Abschlusses der neuen Rechtswahlklausel gegeben sind. Ist das nicht der Fall, ist die neue Rechtswahlklausel ungültig, und die alte Rechtswahlklausel bzw. – bei Fehlen einer solchen – die Anknüpfung nach Art. 5 Abs. 2 oder 3 bleibt bestehen.

2.2.4.5 Artikel 8: Insolvenz

Art. 8 des Übereinkommens regelt das Verhältnis zwischen dem durch das Übereinkommen berufenen Wertpapierstatut und dem anwendbaren Insolvenzrecht (*lex fori concursus*). Art. 8 Abs. 1 stellt sicher, dass Rechte, die vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens gemäss den Vorschriften der in Art. 4 f. berufenen Rechtsordnung wirksam begründet wurden, im Insolvenzverfahren anerkannt werden. Die *lex fori concursus* darf also keine weitergehenden Voraussetzungen für die Entstehung solcher Rechte aufstellen oder deren Rangfolgeordnung unter Gläubigern ändern.

Nicht nach dem Übereinkommen, sondern nach der *lex fori concursus* bestimmt sich, welches das anwendbare Insolvenzrecht ist (Art. 8 Abs. 2). Dazu zählt Art. 8 Abs. 2 auch die Rangordnung von Anspruchskategorien, die paulianische Anfechtung und die Frage der verfahrensrechtlichen Durchsetzbarkeit von Ansprüchen nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens. Der Begriff der "Rangordnung von Anspruchskategorien" meint, dass sich die Priorität unter verschiedenen Sicherungsgläubigern nach der in Art. 4 f. berufenen Rechtsordnung beurteilt, die Rangordnung der Gläubiger des Sicherungsgebers hingegen nach der *lex fori concursus*.

2.2.4.6 Artikel 10: Ausschluss des renvoi

Art. 10 stellt klar, dass Art. 4 f. auf das Sachrecht des betreffenden Staates verweisen und nicht auf das dort geltende IPR (sog. Sachnormverweisung). Beschränkte Ausnahmen gelten für Mehrrechtsstaaten. Verweist das interlokale Kollisionsrecht eines Teilstaates auf das Recht eines anderen Teilstaates, so ist diese Weiterverweisung für die in Art. 12 Abs. 2 Bst. b und Abs. 3 genannten Fragen und unter den dort festgelegten Voraussetzungen zu beachten.

2.2.4.7 Artikel 11: Ordre public und international zwingende Vorschriften

Wie andere Haager Konventionen sieht auch das Übereinkommen einen Vorbehalt des Ordre public vor. Die Anwendung des nach Art. 4 f. berufenen Rechts kann allerdings nur bei einem *offensichtlichen* Verstoss gegen den Ordre public verweigert werden; zu berücksichtigen ist zudem nur der Ordre public des *Staates des angerufenen Gerichts* (Art. 11 Abs. 1). Damit soll der im Kapitalmarktrecht besonders wichtige Aspekt der Rechtssicherheit verstärkt werden. Berücksichtigt werden können ferner international zwingende Normen, allerdings ebenfalls nur jene des Forumstaates (Art. 11 Abs. 2). Art. 11 Abs. 3 schliesst sodann den Vorbehalt sowohl des Ordre public als auch die Anwendung international zwingender Normen des Forumstaates aus, soweit Voraussetzungen der Drittwirkungen und die Rangfolgeordnung in Frage stehen.

2.2.4.8 Artikel 15 und 16: Übergangsbestimmungen

Die Übergangsbestimmungen gehen von der Überlegung aus, dass die heute in vielen Staaten geltenden Kollisionsnormen nicht geeignet sind, das auf Verfügungen über mediatisiert verwahrte Wertpapiere anwendbare Recht verlässlich festzustellen²⁴¹. Demgegen-

²⁴¹ Vgl. vorne Ziff. 1.2.7.2.

über schafft das Übereinkommen weitgehend Rechtssicherheit. Deshalb besteht ein Interesse daran, es nach seinem Inkrafttreten möglichst umfassend anwenden zu können.

Aus diesem Grund findet das Übereinkommen teilweise auch auf Sachverhalte Anwendung, die sich vor seinem Inkrafttreten verwirklicht haben. Art. 15 bestimmt deshalb, dass die nach Art. 4 f. berufene Rechtsordnung darüber entscheidet, ob ein vor dem Inkrafttreten des Übereinkommens entstandenes Recht an mediatisiert verwahrten Wertpapieren durch ein nach Inkrafttreten des Übereinkommens entstandenes konkurrierendes Recht zum Erlöschen gebracht wird oder ihm gegenüber Vorrang hat.

Art. 16 Abs. 1 stellt weiter klar, dass auch vor dem Inkrafttreten des Übereinkommens abgeschlossene Rechtswahlklauseln und Kontovereinbarungen zur Anknüpfung in Art. 4 f. heranzuziehen sind. Ohne diese Erleichterung müssten bestehende Kontovereinbarungen im Hinblick auf das Inkrafttreten der Konvention durch die Parteien ergänzt werden. In Art. 16 Abs. 3 und 4 finden sich Auslegungsregeln für Kontovereinbarungen, die bei Inkrafttreten des Übereinkommens für einen bestimmten Staat bereits geschlossen waren. Beide Absätze sehen vor, dass ein Vertragsstaat erklären kann, dass diese Bestimmungen vor seinen Gerichten nicht anwendbar sein sollen. Die Abgabe einer solchen Erklärung durch die Schweiz ist nicht geplant.

2.2.4.9 Schlussbestimmungen

Die Art. 17 bis 24 enthalten die in den Übereinkommen der Haager Konferenz üblichen Schlussbestimmungen. Neu ist Art. 18, der Organisationen der regionalen Wirtschaftsintegration die Aufnahme als Vertragsstaat öffnet. Die Bestimmung wurde von der Europäischen Gemeinschaft angeregt, um der Gemeinschaft als solcher die Möglichkeit eines Beitritts zu eröffnen.

Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten

Entwurf

(Bucheffektengesetz, BEG)

vom

*Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft,
gestützt auf die Artikel 26, 98 Absatz 1 und 122 Absatz 1 der Bundesverfassung¹,
nach Einsicht in die Botschaft des Bundesrates vom ...²
beschliesst:*

1. Kapitel: Zweck, Geltungsbereich und Begriffe

Art. 1 Zweck

¹ Dieses Gesetz stellt einheitliche Rechtsgrundlagen für die Verwahrung von Wertpapieren und Wertrechten durch Finanzintermediäre und für deren Übertragung auf. Es gewährleistet den Schutz der Eigentumsrechte der Anleger und trägt zur Effizienz der Abwicklung von Effektengeschäften und zur Stabilität des Finanzsystems bei.

² Dieses Gesetz unterstützt durch Berücksichtigung von international anerkannten Standards die Rechtssicherheit bei der grenzüberschreitenden Abwicklung von Effektengeschäften.

Art. 2 Geltungsbereich

¹ Dieses Gesetz findet Anwendung auf Bucheffekten, die durch eine Verwahrungsstelle einem Effektenkonto gutgeschrieben oder belastet sind.

² Es findet namentlich keine Anwendung auf:

- a. die Verwahrung von Wertpapieren unter äusserlich erkennbarer Bezeichnung jedes Anlegers (Einzelverwahrung);
- b. die Verwahrung von Wertpapieren oder Globalurkunden, an denen der Anleger unmittelbaren Besitz ausübt (Heimverwahrung);
- c. die Verwahrung von Wertpapieren, Globalurkunden oder Wertrechten durch den Emittenten, ausser wenn dieser eine Verwahrungsstelle ist.

SR

¹ SR 101

² BBl ...

2004-.....

Art. 3 Regelungsgegenstand

Dieses Gesetz regelt:

- a. die Entstehung und den Untergang von Bucheffekten und die Umwandlung einer Form in eine andere (Kapitel 2);
- b. die Verwahrung von Bucheffekten durch eine Verwahrungsstelle (Kapitel 3); es regelt jedoch nicht das Verhältnis zwischen Kontoinhaber und Emittent oder die Eintragung von Namenaktionären in das Aktienbuch;
- c. die Verfügung über Bucheffekten (Kapitel 4); und
- d. die Haftung der Verwahrungsstelle aus der Verwahrung und der Übertragung von Bucheffekten (Kapitel 5).

Art. 4 Bucheffekten

¹ Bucheffekten im Sinne dieses Gesetzes sind vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber dem Emittenten:

- a. die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind und über die der Kontoinhaber nach den Vorschriften dieses Gesetzes verfügen kann; und
- b. die der Verwahrungsstelle und jedem Dritten gegenüber wirksam sind; insbesondere sind sie dem Zugriff der weiteren Gläubiger der Verwahrungsstelle entzogen.

² Als Bucheffekte im Sinne dieses Gesetzes gilt auch jedes nach ausländischem Recht verwahrte Finanzinstrument und jedes Recht an einem solchen Finanzinstrument, dem nach diesem ausländischen Recht eine vergleichbare Funktion zukommt.

Art. 5 Verwahrungsstellen

¹ Als Verwahrungsstellen im Sinne dieses Gesetzes gelten:

- a. Banken gemäss Bankengesetz vom 8. November 1934³;
- b. Effektenhändler gemäss Börsengesetz vom 24. März 1995⁴;
- c. Fondsleitungen nach dem Anlagefondsgesetz vom 18. März 1994⁵, sofern sie Anteilskonten führen;
- d. Betreiber eines Systems zur Abrechnung und Abwicklung von Effektengeschäften im Sinne von Artikel 20 Absatz 2 des Nationalbankgesetzes vom 3. Oktober 2003⁶;
- e. die Schweizerische Nationalbank gemäss Nationalbankgesetz vom 3. Oktober 2003; und

³ SR 952.0

⁴ SR 954.1

⁵ SR 951.31

⁶ SR 951.11

- f. die Schweizerische Post gemäss Postorganisationsgesetz⁷ vom 30. April 1997.

² Als Verwahrungsstelle gelten auch ausländische Banken, Effekthändler, zentrale Verwahrungsstellen und andere Finanzintermediäre, sofern sie im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Effektenkonten führen.

Art. 6 Weitere Begriffe

In diesem Gesetz gelten als:

- a. Effektenkonto: ein von einer Verwahrungsstelle geführtes Konto, dem Bucheffekten gutgeschrieben oder belastet werden können;
- b. Kontoinhaber: eine Person oder Personengesamtheit, auf deren Namen eine Verwahrungsstelle ein Effektenkonto führt; für ihre Eigenbestände ist die Verwahrungsstelle Kontoinhaberin;
- c. Kunde: ein Kontoinhaber, der nicht die kontoführende Verwahrungsstelle ist;
- d. sammelverwahrte Wertpapiere: Wertpapiere im Sinn von Artikel 973a des Obligationenrechts⁸;
- e. Globalurkunde: ein Wertpapier im Sinn von Artikel 973b des Obligationenrechts;
- f. Wertrechte: Rechte im Sinn von Artikel 973c des Obligationenrechts.

2. Kapitel: Entstehung, Untergang und Umwandlung von Bucheffekten

Art. 7 Entstehung

¹ Bucheffekten entstehen:

- a. mit der Hinterlegung von Wertpapieren zur Sammelverwahrung bei einer Verwahrungsstelle und deren Gutschrift in einem Effektenkonto;
- b. mit der Hinterlegung von Globalurkunden bei einer Verwahrungsstelle und deren Gutschrift in einem Effektenkonto; oder
- c. mit der Eintragung von Wertrechten im Hauptregister einer Verwahrungsstelle und deren Gutschrift in einem Effektenkonto.

² Die Entstehung von Bucheffekten lässt die Rechte des Anlegers gegenüber dem Emittenten unberührt.

³ Für jede Emission von Wertrechten führt eine einzige Verwahrungsstelle das Hauptregister. Es enthält Angaben über die Emission und die Anzahl sowie die Stückelung der im Hauptregister eingetragenen Wertrechte; es ist öffentlich.

⁷ SR 783.1

⁸ SR 220

Art. 8 Ermächtigung zur Drittverwahrung

¹ Eine Verwahrungsstelle ist auch ohne Zustimmung des Kontoinhabers befugt, Bucheffekten, Wertpapiere oder Wertrechte durch eine andere Verwahrungsstelle in der Schweiz oder im Ausland verwahren zu lassen.

² Eine Verwahrungsstelle ist zur Verwahrung bei einer anderen Verwahrungsstelle nur mit ausdrücklicher Zustimmung des Kontoinhabers befugt, wenn:

- a. eine ausländische Verwahrungsstelle nicht einer Aufsicht untersteht, welche ihrer Tätigkeit angemessen ist; oder
- b. bei der Verwahrungsstelle Wertpapiere hinterlegt sind und der Kontoinhaber ausdrücklich Verwahrung durch diese Verwahrungsstelle verlangt.

Art. 9 Umwandlung

¹ Sofern die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten nicht etwas anderes bestimmen, kann der Emittent sammelverwahrte Wertpapiere, Globalurkunden oder Wertrechte, die als Grundlage von Bucheffekten hinterlegt oder eingetragen sind, jederzeit und ohne Zustimmung der Kontoinhaber in jede andere Form umwandeln. Er trägt dafür die Kosten.

² Der Kontoinhaber kann vom Emittenten jederzeit verlangen, dass ihm für die seinem Effektenkonto gutgeschriebenen Bucheffekten, die durch Hinterlegung einer Globalurkunde oder durch Eintragung von Wertrechten in ein Hauptregister entstehen, Wertpapiere gleicher Zahl und Gattung auszustellen sind, sofern die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten es vorsehen. Er trägt dafür die Kosten, es sei denn, dass die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten etwas anderes bestimmen.

³ Die Verwahrungsstelle stellt durch geeignete Verfahren und wirksame Kontrollen sicher, dass durch eine solche Umwandlung die Gesamtzahl der ausgegebenen Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte nicht verändert wird.

Art. 10 Untergang und Auslieferung

¹ Der Kontoinhaber kann jederzeit verlangen, dass seine Verwahrungsstelle ihm Wertpapiere gleicher Zahl und Gattung ausliefert oder ausliefern lässt, wie seinem Effektenkonto Bucheffekten gutgeschrieben sind, sofern:

- a. bei einer Verwahrungsstelle Wertpapiere hinterlegt sind; oder
- b. der Kontoinhaber nach Artikel 9 Absatz 2 einen Anspruch auf Ausstellung von Wertpapieren hat.

² Der Kontoinhaber trägt die Kosten der Auslieferung, es sei denn, dass die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten etwas anderes bestimmen. Der Kontoinhaber hat Anspruch auf die Auslieferung von Wertpapieren, die den Usanzen eines Marktes entsprechen, auf dem diese Wertpapiere gehandelt werden.

³ Die Verwahrungsstelle stellt sicher, dass die Auslieferung an den Kontoinhaber nur erfolgt, wenn Bucheffekten gleicher Zahl und Gattung aus seinem Effektenkonto ausgebucht worden sind.

3. Kapitel: Verwahrung von Bucheffekten

Art. 11 Verfügare Bucheffekten

¹ Jede Verwahrungsstelle hält bei sich selber oder bei anderen Verwahrungsstellen Bucheffekten verfügbar, deren Zahl und Gattung mindestens der Summe der in den Effektenkonten ihrer Kunden als Guthaben ausgewiesenen Bucheffekten (Effekten-guthaben) entspricht.

² Verfügbar im Sinne von Absatz 1 sind:

- a. Bucheffekten, die einem Effektenkonto der Verwahrungsstelle bei einer anderen Verwahrungsstelle gutgeschrieben sind;
- b. bei dieser Verwahrungsstelle sammelverwahrte Wertpapiere, Globalurkunden oder Wertrechte, die in ihrem Hauptregister eingetragen sind; und
- c. frei verfügbare Ansprüche auf Lieferung von Bucheffekten durch andere Verwahrungsstellen während der Frist, die auf dem betreffenden Markt für eine ordentliche Abwicklung vorgeschrieben oder üblich ist, längstens jedoch während acht Tagen.

³ Ist die Menge der verfügbaren Bucheffekten kleiner als die Summe der Effekten-guthaben ihrer Kunden, so erwirbt die Verwahrungsstelle ohne Verzug Bucheffekten im Umfang des Unterbestandes.

Art. 12 Trennung von Eigen- und Kundenbeständen

¹ Sind die eigenen Bucheffekten einer Verwahrungsstelle und die Bucheffekten ihrer Kunden bei einer anderen Verwahrungsstelle verschiedenen Effektenkonten gutgeschrieben, so werden die Bucheffekten eines Kontoinhabers sowie dessen Lieferansprüche nicht berührt durch:

- a. eine Aufrechnungsvereinbarung zwischen der Verwahrungsstelle und der anderen Verwahrungsstelle, welcher der Kontoinhaber nicht als Partei beigetreten ist;
- b. Pfand-, Rückbehalts- und Verwertungsrechte der anderen Verwahrungsstelle oder von Dritten, denen der Kontoinhaber nicht zugestimmt hat.

² Die Verwahrungsstelle kann über Bucheffekten eines Kontoinhabers erst verfügen, nachdem sie diese in Ausübung ihres Nutzungs- oder Weiterverpfändungsrechts nach Artikel 14 oder 15 in ihr eigenes Effektenkonto übertragen hat.

³ Abweichende Abreden sind unwirksam.

Art. 13 Rückbehalts- und Verwertungsrecht

¹ Die Verwahrungsstelle kann zur Befriedigung einer fälligen Forderung gegen einen Kontoinhaber die dessen Effektenkonto gutgeschriebenen Bucheffekten gemäss Artikel 25 verwerten, sofern diese Forderung aus der Verwahrung seiner Bucheffekten oder aus Vorleistungen der Verwahrungsstelle für den Erwerb von Bucheffekten herrührt.

² Das Rückbehalts- und Verwertungsrecht der Verwahrungsstelle erlischt mit der Gutschrift der Bucheffekten im Effektenkonto eines anderen Kontoinhabers oder ihrer Übertragung auf eine andere Verwahrungsstelle.

Art. 14 Nutzungsrecht

¹ Ein Kontoinhaber kann der Verwahrungsstelle das Recht einräumen, über seine Bucheffekten auf eigene Rechnung und im eigenen Namen zu verfügen.

² Die Ermächtigung muss schriftlich erteilt werden; sie darf nicht in Allgemeinen Geschäftsbedingungen enthalten sein.

Art. 15 Weiterverpfändung

¹ Ein Kontoinhaber kann einer Verwahrungsstelle schriftlich das Recht einräumen, ihr verpfändete oder ihr als Sicherheit übereignete Bucheffekten weiter zu verpfänden oder zu veräußern.

² Übt die Verwahrungsstelle dieses Verfügungsrecht aus, so geht sie damit die Verpflichtung ein, dem Kontoinhaber spätestens bei Fälligkeit der gesicherten Forderung Bucheffekten derselben Zahl und Gattung zur Verfügung zu stellen. Soweit im Sicherungsvertrag vorgesehen, kann sie die Bucheffekten stattdessen nach Artikel 25 verwerten.

³ Die Bucheffekten im Sinne von Absatz 2 Satz 1 unterliegen demselben Sicherungsrecht wie die ursprüngliche Sicherheit und werden so behandelt, als wären sie zum selben Zeitpunkt wie das ursprüngliche Sicherungsrecht bestellt worden.

Art. 16 Ausweis

Der Kontoinhaber kann von seiner Verwahrungsstelle jederzeit einen Ausweis über die seinem Effektenkonto gutgeschriebenen Bucheffekten verlangen. Diesem Ausweis kommt nur die Eigenschaft eines Beweismittels und nicht eines Wertpapiers zu.

Art. 17 Absonderung

¹ In einem Liquidations-, Konkurs- oder Nachlassverfahren über eine Verwahrungsstelle sondert die zuständige Behörde im Umfang der Effekthabenden der Kunden dieser Verwahrungsstelle von Amtes wegen ab:

- a. Bucheffekten, die einem Effektenkonto der Verwahrungsstelle bei einer anderen Verwahrungsstelle gutgeschrieben sind;
- b. bei dieser Verwahrungsstelle sammelverwahrte Wertpapiere, Globalurkunden und im Hauptregister bei dieser Verwahrungsstelle eingetragene Wertrechte; und
- c. frei verfügbare Ansprüche der Verwahrungsstelle gegenüber Dritten auf Lieferung von Bucheffekten aus Kassageschäften, frei abgelaufenen Termingeschäften, Deckungsgeschäften oder Emissionen für Rechnung der Kontoinhaber.

² Sind die eigenen Bucheffekten einer Verwahrungsstelle und die Bucheffekten ihrer Kontoinhaber bei einer anderen Verwahrungsstelle nicht verschiedenen Effektenkonten gutgeschrieben, so gilt die Vermutung, dass alle Bucheffekten zu den Beständen der Kontoinhaber zählen.

³ Für jeden Kontoinhaber erfolgt die Absonderung durch Übertragung der Bucheffekten und der Ansprüche auf Lieferung von Bucheffekten auf die vom Kontoinhaber genannte Verwahrungsstelle oder durch Lieferung von Wertpapieren an den Kontoinhaber. Die Ansprüche der Verwahrungsstelle nach Artikel 13 bleiben vorbehalten.

⁴ Wird über eine Drittverwahrungsstelle im Sinne von Artikel 8 ein Konkursverfahren, ein Nachlassverfahren oder ein anderes Insolvenzverfahren eröffnet, so hat die Verwahrungsstelle für ihre Kontoinhaber die Absonderung geltend zu machen.

⁵ Nichts in diesem Artikel berührt die rechtliche Verbindlichkeit und Wirksamkeit einer im Voraus geschlossenen Vereinbarung, nach der eine Verwahrungsstelle oder ein Kontoinhaber bei Ausfall einer Gegenpartei aufgrund von Zahlungsunfähigkeit, Konkurs, Liquidation oder ähnlichen Umständen nur das Recht auf Erhalt beziehungsweise nur die Verpflichtung zur Zahlung der Differenz der nicht realisierten Gewinne und Verluste aus den einbezogenen Geschäften hat (*close-out netting*).

Art. 18 Unterbestand (*shortfall*)

¹ Genügen die nach Artikel 17 absonderbaren Bucheffekten zur vollständigen Befriedigung der Ansprüche der Kontoinhaber nicht, so werden zugunsten der Kontoinhaber soweit notwendig ausserdem Bucheffekten derselben Gattung absondert, die die Verwahrungsstelle auf eigene Rechnung hält, auch wenn sie getrennt von den Bucheffekten ihrer Kunden verwahrt werden.

² Sind die Ansprüche der Kontoinhaber immer noch nicht vollständig befriedigt, so tragen die Kontoinhaber den Unterbestand im Verhältnis ihrer Effekto Guthaben der betreffenden Gattung. In diesem Umfang steht jedem Kontoinhaber eine Ersatzforderung gegen die Verwahrungsstelle zu.

Art. 19 Pfändung und Arrest

¹ Bilden Bucheffekten Gegenstand einer Pfändung, eines Arrests oder einer anderen vorsorglichen Massnahme gegen den Kontoinhaber, so ist diese Massnahme ausschliesslich bei der Verwahrungsstelle zu vollziehen, die für diesen Kontoinhaber das Effektenkonto führt, dem die Bucheffekten gutgeschrieben sind.

² Jede Pfändung, jeder Arrest und jede andere vorsorgliche Massnahme gegen einen Kontoinhaber, die bei einer anderen als der in Absatz 1 genannten Verwahrungsstelle vollzogen wird, ist nichtig.

4. Kapitel: Verfügung über Bucheffekten und Wirkung gegenüber Dritten

1. Abschnitt: Verfügung über Bucheffekten

Art. 20 Weisung

¹ Die Verwahrungsstelle ist nach Massgabe des Vertrags mit ihrem Kontoinhaber verpflichtet, Weisungen des Kontoinhabers zur Verfügung über Bucheffekten auszuführen.

² Die Verwahrungsstelle hat weder das Recht noch die Pflicht, den Rechtsgrund der Weisung zu überprüfen.

³ Die Weisung ist unwiderruflich, wenn sie nach dem Vertrag der Verwahrungsstelle mit dem Kontoinhaber oder den anwendbaren Regeln des Effektenabwicklungssystems nicht mehr widerrufen werden kann, in jedem Fall jedoch mit der Belastung durch die Verwahrungsstelle.

Art. 21 Verfügung

¹ Die Verfügung über Bucheffekten erfolgt mit Wirkung gegenüber Dritten durch:

- a. eine Weisung des verfügenden Kontoinhabers an seine Verwahrungsstelle, die Bucheffekten auf den Erwerber zu übertragen; und
- b. die Gutschrift dieser Bucheffekten im Effektenkonto des Erwerbers.

² Die Verfügung ist mit dem Abschluss der nach Absatz 1 erforderlichen Gutschrift vollzogen. Werden Bucheffekten zu Vollrecht übertragen, so verliert der verfügende Kontoinhaber damit zugleich sein Recht.

³ Vorbehalten bleiben die Vorschriften über den Erwerb durch eheliches Güterrecht, Erbgang, Fusion oder Zwangsvollstreckung.

⁴ Nichts in diesem Artikel berührt Beschränkungen der Übertragbarkeit von Namenaktien, die sich aus den Ausgabebedingungen, den Gesellschaftsstatuten oder aktienrechtlichen Vorschriften ergeben. Andere Beschränkungen der Übertragbarkeit bleiben dem Erwerber oder Dritten gegenüber ohne Wirkung.

Art. 22 Pfandrechte und Nutzniessung

¹ Ein Pfandrecht an Bucheffekten kann ausser gemäss Artikel 21 mit Wirkung gegenüber Dritten auch bestellt werden, indem sich die Verwahrungsstelle aufgrund eines schriftlichen Vertrags mit dem Kontoinhaber dem Pfandnehmer gegenüber verpflichtet, dessen Weisungen ohne weitere Zustimmung oder Mitwirkung des Kontoinhabers auszuführen.

² Ein Pfandrecht zugunsten der Verwahrungsstelle wird bestellt und ist Dritten gegenüber wirksam mit dem Abschluss einer schriftlichen Vereinbarung mit dem Kontoinhaber. Es erlischt mit der Gutschrift der Bucheffekten im Effektenkonto eines anderen Kontoinhabers oder ihrer Übertragung auf eine andere Verwahrungsstelle.

³ Das Pfandrecht kann sich beziehen:

- a. auf bestimmte Bucheffekten;
- b. auf alle Bucheffekten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind; oder
- c. einen wertmässig bestimmten Anteil der Bucheffekten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind.

⁴ Für die Bestellung einer Nutzniessung an Bucheffekten gilt Absatz 1 sinngemäss.

Art. 23 Stornierung einer Belastung

¹ Die Belastung von Bucheffekten in einem Effektenkonto ist zu stornieren, wenn sie ohne oder aufgrund einer Weisung erfolgt:

- a. die nichtig ist;
- b. die nicht vom Kontoinhaber oder dessen Vertreter stammt;
- c. der ein Erklärungsirrtum oder ein Übermittlungsfehler zugrunde liegt; oder
- d. die durch den Kontoinhaber rechtzeitig widerrufen wurde.

² Durch Stornierung wird der Kontoinhaber gestellt, wie wenn die Belastung nie stattgefunden hätte.

³ Anstelle der Stornierung kann der Kontoinhaber auch Ersatz des Werts der Bucheffekten im Zeitpunkt der Belastung verlangen.

⁴ Der Anspruch auf Stornierung oder Wertersatz besteht nicht, wenn die Verwahrungsstelle nachweist, dass sie den Mangel der Weisung nicht kannte und trotz Anwendung von zumutbaren Massnahmen und Verfahren nicht kennen konnte.

⁵ Die Ansprüche nach diesem Artikel verjähren mit Ablauf eines Jahres seit der Entdeckung des Mangels, in jedem Fall jedoch mit Ablauf von fünf Jahren seit dem Tage der Belastung.

Art. 24 Stornierung einer Gutschrift

¹ Die Verwahrungsstelle kann die Gutschrift von Bucheffekten in einem Effektenkonto unter Mitteilung an den Kontoinhaber stornieren, sofern die Gutschrift ohne Vorliegen einer Weisung erfolgt oder durch eine Weisung nicht gedeckt ist.

² Die Stornierung ist ausgeschlossen, wenn dem Effektenkonto Bucheffekten dieser Gattung nicht mehr gutgeschrieben sind. In diesem Fall hat die Verwahrungsstelle Anspruch auf Ersatz, es sei denn, dass der Kontoinhaber bei der Entäusserung der Bucheffekten in gutem Glauben war oder doch mit der Rückerstattung nicht rechnen musste.

³ Die Ansprüche nach diesem Artikel verjähren mit Ablauf eines Jahres seit der Entdeckung des Mangels, in jedem Fall jedoch mit Ablauf von fünf Jahren seit dem Tage der Gutschrift.

Art. 25 Verwertung

¹ Sind Bucheffekten, die an einem repräsentativen Markt gehandelt werden, nach den Vorschriften dieses Gesetzes verpfändet oder zu Vollrecht übertragen worden, so kann der Sicherungsnehmer sie unter den im Sicherungsvertrag vereinbarten Voraussetzungen verwerten:

- a. indem er die Bucheffekten verkauft und ihren Preis mit der gesicherten Forderung verrechnet; oder
- b. indem er sich die Bucheffekten aneignet und ihren Wert mit der gesicherten Forderung verrechnet.

² Diese Befugnis wird durch die Eröffnung eines Liquidations-, Konkurs- oder Nachlassverfahrens über den Sicherungsgeber nicht berührt.

³ Der Sicherungsnehmer hat dem Sicherungsgeber die Verwertung anzukündigen. Der Sicherungsgeber kann auf die Ankündigung verzichten, wenn es sich um einen institutionellen oder einen qualifizierten Anleger handelt.

⁴ Der Sicherungsnehmer ist zur Abrechnung verpflichtet und hat dem Sicherungsgeber einen Überschuss herauszugeben.

⁵ Die Verwahrungsstelle hat weder das Recht noch die Pflicht zu prüfen, ob die Voraussetzungen für die Verwertung der Bucheffekten erfüllt sind.

⁶ Die Haftung des Sicherungsnehmers gegenüber dem Sicherungsgeber, der zur Verwertung von Bucheffekten schreitet, ohne dass die Voraussetzungen dafür vorlagen, bleibt unberührt.

⁷ Bucheffekten, die nicht an einem repräsentativen Markt gehandelt werden, kann der Sicherungsnehmer nach den Vorschriften der Artikel 151–158 des Bundesgesetzes vom 11. April 1889⁹ über Schuldbetreibung und Konkurs verwerten.

2. Abschnitt: Wirkungen gegenüber Dritten**Art. 26** Schutz des gutgläubigen Erwerbers

¹ Wer gemäss Artikel 21 oder 22 Bucheffekten in gutem Glauben entgeltlich erwirbt, ist in seinem Erwerb geschützt, auch wenn der Erwerb aufgrund einer mangelhaften Weisung erfolgt oder der Veräusserer zur Verfügung über die Bucheffekten nicht befugt war.

² Ist ein Erwerber in seinem Erwerb nicht geschützt, so ist er nach den Vorschriften des Obligationenrechts¹⁰ über die ungerechtfertigte Bereicherung zur Rückerstattung von Bucheffekten derselben Zahl und Gattung verpflichtet. Rechte Dritter werden dadurch nicht berührt. Weitere Ansprüche nach den Vorschriften des Obligationenrechts bleiben vorbehalten.

⁹ SR 281.1

¹⁰ SR 220

³ Wird über den Erwerber, der zur Rückerstattung verpflichtet ist, ein Liquidations-, ein Konkurs- oder ein Nachlassverfahren eröffnet, so kann der Berechtigte Bucheffekten derselben Zahl und Gattung aussondern, sofern sich solche Bucheffekten in der Masse befinden.

⁴ Ansprüche nach diesem Artikel verjähren mit Ablauf eines Jahres, nachdem der Berechtigte von seinem Anspruch und der Person seines Schuldners Kenntnis erhalten hat, in jedem Fall aber mit Ablauf von zehn Jahren seit dem Tage der Belastung. Artikel 60 Absatz 2 des Obligationenrechts bleibt vorbehalten.

Art. 27 Rangfolge

¹ Ein Pfandrecht oder ein Rückbehalts- und Verwertungsrecht der Verwahrungsstelle an Bucheffekten ihrer Kontoinhaber geht einem anderen Recht an diesen Bucheffekten im Range vor.

² Wird über Bucheffekten oder Rechte an Bucheffekten nach anderen Vorschriften dieses Gesetzes verfügt, so geht die frühere Verfügung der späteren Verfügung im Range vor.

³ Wird über Bucheffekten oder Rechte an Bucheffekten durch Abtretung verfügt, so gehen die Rechte von Personen, die nach den Vorschriften dieses Gesetzes erworben haben, den Rechten des Zessionars unabhängig davon im Range vor, wann die Abtretung erfolgt ist.

⁴ Abweichende Abreden über die Rangfolge bleiben vorbehalten, entfalten Wirkung jedoch nur unter den Parteien dieser Abrede.

5. Kapitel: Haftung der Verwahrungsstelle

Art. 28 Haftung der Verwahrungsstelle

¹ Für Schäden aus der Verwahrung oder der Übertragung von Bucheffekten haftet die Verwahrungsstelle dem Kontoinhaber nach den Vorschriften des Obligationenrechts, soweit dieser Artikel nichts anderes bestimmt.

² Lässt die Verwahrungsstelle Bucheffekten durch einen Dritten im Sinne von Artikel 8 verwahren, so haftet sie für gehörige Sorgfalt bei der Wahl und Instruktion des Dritten sowie bei der Überwachung der dauernden Einhaltung der Auswahlkriterien. Die Verwahrungsstelle kann diese Haftung ausschliessen, sofern Bucheffekten auf ausdrückliche Weisung des Kontoinhabers bei dem Dritten verwahrt werden und die Verwahrungsstelle den Dritten zu diesem Zweck nicht empfohlen hat.

³ Die Verwahrungsstelle haftet für das Verschulden des Dritten wie für eigenes Verschulden, wenn der Dritte:

- a. für die Verwahrungsstelle selbständig und dauernd die gesamte Effektenverwaltung und die Abwicklung von Effektengeschäften erledigt; oder
- b. mit der Verwahrungsstelle eine wirtschaftliche Einheit bildet.

⁴ Abweichende Abreden mit Personen, die nicht Verwahrungsstellen sind, sind unwirksam.

6. Kapitel: Übergangs- und Schlussbestimmungen

Art. 29 Änderung bisherigen Rechts

Die Änderung bisherigen Rechts wird im Anhang geregelt.

Art. 30 Übergangsbestimmungen

¹ Emittenten von Wertrechten, die einem durch eine Verwahrungsstelle geführten Effektenkonto gutgeschrieben sind, haben innerhalb von sechs Monaten nach Inkrafttreten dieses Gesetzes bei einer Verwahrungsstelle das Hauptregister einrichten und die Wertrechte darin eintragen zu lassen.

² Ist vor Inkrafttreten dieses Gesetzes über durch eine Verwahrungsstelle sammelverwahrte Wertpapiere, Globalurkunden oder Wertrechte verfügt worden und genügt diese Verfügung den Vorschriften dieses Gesetzes nicht, so geht das Recht des ersten Erwerbers dem Recht jeder anderen Person vor, sofern der Erwerber innerhalb von zwölf Monaten nach Inkrafttreten die nach diesem Gesetz erforderlichen Einträge vornimmt oder vornehmen lässt.

Art. 31 Referendum und Inkrafttreten

¹ Dieses Gesetz untersteht dem fakultativen Referendum.

² Der Bundesrat bestimmt das Inkrafttreten.

Änderung bisherigen Rechts

Die nachstehenden Erlasse werden wie folgt geändert:

1. Zivilgesetzbuch¹¹

Art. 901 Abs. 3 (neu)

³ Die Verpfändung von Bucheffekten richtet sich ausschliesslich nach dem Bucheffektengesetz vom __. ____ 200_¹².

2. Pfandbriefgesetz vom 25. Juni 1930¹³

Art. 7

1. Pfandbriefe
a. Form ¹ Pfandbriefe können in Form von Wertpapieren, Globalurkunden oder Wertrechten ausgegeben werden. Diese Pfandbriefe lauten auf den Namen oder auf den Inhaber.

² Pfandbriefe können auch in Form von schriftlichen Darlehensverträgen (mit der gesetzlichen Deckung) ausgegeben werden.

³ Werden Pfandbriefe auf den Namen ausgegeben, so führt die Pfandbriefzentrale ein Buch, in welches die Eigentümer und Nutzniesser mit Namen und Adresse eingetragen werden. Das Buch ist nicht öffentlich.

⁴ Die Eintragung in das Buch setzt einen Ausweis über den Erwerb des Pfandbriefes zu Eigentum oder die Begründung einer Nutznießung voraus.

⁵ Im Verhältnis zur Pfandbriefzentrale gilt als berechtigt, wer im Buch eingetragen ist.

Art. 8

b. Voraussetzungen der Ausgabe und Inhalt Der Bundesrat kann Vorschriften über die Voraussetzungen der Ausgabe von Pfandbriefen sowie über ihren Inhalt erlassen.

¹¹ SR 210

¹² SR ...; AS ...

¹³ SR 211.423.4

Art. 9

c. Bescheinigung der gesetzlichen Deckung Die verantwortlichen Organe bescheinigen vor der Ausgabe von Pfandbriefen, dass die gesetzliche Deckung vorhanden ist.

3. Obligationenrecht¹⁴

Art. 622 Abs. 1 Satz 2 (neu)

¹ ... Als Bucheffekten im Sinne des Bucheffektengesetzes vom __. ____ 200_¹⁵ ausgegebene Aktien werden aktienrechtlich entweder als Namen- oder Inhaberaktien ausgestaltet.

Art. 627 Ziff. 14 (neu)

Zu ihrer Verbindlichkeit bedürfen der Aufnahme in die Statuten Bestimmungen über:

14. die Möglichkeit, in bestimmter Form ausgegebene Aktien in eine andere Form umzuwandeln, sowie eine Verteilung der dabei entstehenden Kosten, soweit sie von der Regelung des Bucheffektengesetzes vom __. ____ 200_¹⁶ abweicht.

Art. 685f Abs. 1

¹ Werden börsenkotierte Namenaktien erworben, so gehen die Rechte mit der Übertragung auf den Erwerber über.

¹⁴ SR 220

¹⁵ SR ...; AS ...

¹⁶ SR ...; AS ...

Art. 973a (neu)

G. Sammelver-
wahrung,
Globalurkunde
und Wertrechte
I. Sammelver-
wahrung von
Wertpapieren

¹ Der Aufbewahrer ist befugt, vertretbare Wertpapiere mehrerer Hinterleger ungetrennt nach Beständen zu verwahren, es sei denn, ein Hinterleger verlange ausdrücklich die gesonderte Aufbewahrung seiner Wertpapiere.

² Werden vertretbare Wertpapiere einem Aufbewahrer zur Sammelverwahrung anvertraut, so erwirbt der Hinterleger mit der Einlieferung beim Aufbewahrer Miteigentum nach Bruchteilen an den zum Sammelbestand gehörenden Wertpapieren gleicher Gattung. Für die Bestimmung des Bruchteils ist der Nennwert, bei Wertpapieren ohne Nennwert die Stückzahl massgebend.

³ Der Hinterleger hat einen jederzeitigen, von der Mitwirkung oder Zustimmung der anderen Hinterleger unabhängigen Anspruch auf Herausgabe von Wertpapieren aus dem Sammelbestand im Umfang seines Bruchteils.

Art. 973b (neu)

II. Globalurkun-
de

¹ Der Schuldner kann mehrere vertretbare Wertpapiere, die einem einzigen Aufbewahrer anvertraut sind, durch eine Globalurkunde ersetzen, sofern die Ausgabebedingungen oder die Gesellschaftsstatuten dies vorsehen oder die Hinterleger dazu ihre Zustimmung erteilt haben.

² Die Globalurkunde ist ein Wertpapier gleicher Art im Sinne von Artikel 622 wie die durch sie vertretenen Einzelrechte. Sie steht im Miteigentum der daran beteiligten Hinterleger, und zwar im Verhältnis ihrer Beteiligung. Für die Stellung und die Rechte der Miteigentümer an der Globalurkunde gilt Artikel 973a Absatz 2 im Übrigen sinngemäss.

Art. 973c (neu)

- III. Wertrechte
- ¹ Der Schuldner kann vertretbare Wertpapiere oder Globalurkunden, die einem einzigen Aufbewahrer anvertraut sind, durch Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere (Wertrechte) ersetzen, sofern die Ausgabebedingungen oder die Gesellschaftsstatuten dies vorsehen oder die Hinterleger dazu ihre Zustimmung erteilt haben.
- ² Der Schuldner führt über die von ihm ausgegebenen Wertrechte ein Buch, in das die Anzahl und Stückelung der ausgegebenen Wertrechte sowie die Gläubiger einzutragen sind. Das Buch ist nicht öffentlich.
- ³ Die Wertrechte entstehen mit Eintragung in das Buch und bestehen nur nach Massgabe dieser Eintragung.
- ⁴ Zur Übertragung von Wertrechten bedarf es einer schriftlichen Abtretungserklärung. Ihre Verpfändung steht unter den Vorschriften über das Pfandrecht an Forderungen.

4. Bundesgesetz vom 11. April 1889¹⁷ über Schuldbetreibung und Konkurs*Art. 287 Abs. 3 (neu)*

³ Die Anfechtung ist überdies ausgeschlossen, wenn aufgrund einer schriftlichen Vereinbarung an Effekten, Bucheffekten oder an anderen an einem repräsentativen Markt gehandelten Finanzinstrumenten eine Sicherheit bestellt wird und diese Vereinbarung vorsieht, dass:

1. bei Änderungen im Wert der Sicherheit oder im Betrag der gesicherten Verbindlichkeit die Sicherheit aufzustocken ist; oder
2. die Sicherheit zurückverlangt werden kann, wenn dafür als Ersatz eine Sicherheit gleichen Werts bestellt wird.

5. Bundesgesetz vom 8. November 1934¹⁸ über die Banken und Sparkassen*Art. 17 Abs. 3 (neu)*

³ Das Bucheffektengesetz vom __. ____ 200¹⁹ bleibt vorbehalten.

¹⁷ SR 281.1

¹⁸ SR 952.0

¹⁹ SR ...; AS ...

Loi fédérale sur le dépôt et le transfert des titres intermédiés (Loi sur les titres intermédiés, LTI)

du

L'Assemblée fédérale de la Confédération suisse,
vu les articles 26, 98 alinéa 1 et 122 alinéa 1 de la Constitution fédérale¹,
vu le message du Conseil fédéral du __ ____ 200_²,
arrête:

Chapitre 1: But, champ d'application et définitions

Art. 1 But

¹ Cette loi crée des bases juridiques uniformes pour la conservation des papiers-valeurs et des droits-valeurs par les intermédiaires financiers ainsi que pour leur transfert. Elle garantit les droits de propriété des investisseurs et contribue à l'efficacité du règlement des opérations sur titres ainsi qu'à la stabilité du système financier.

² En prenant en compte les standards internationaux reconnus, elle contribue à la sécurité juridique du règlement transfrontalier des opérations sur titres.

Art. 2 Champ d'application

¹ Cette loi s'applique aux titres intermédiés qu'un dépositaire porte au crédit ou au débit d'un compte de titres.

² Elle ne s'applique notamment pas à:

- a. la conservation de papiers-valeurs d'une manière séparée et identifiable pour chaque investisseur;
- b. la conservation de papiers-valeurs ou de certificats globaux sur lesquels l'investisseur exerce une possession immédiate;
- c. la conservation de papiers-valeurs, de certificats globaux ou de droits-valeurs par leur émetteur, sauf lorsque celui-ci est un dépositaire au sens de la présente loi.

RS

1 RS 101

2 FF

Art. 3 Objet

La présente loi règle:

- a. la création et l'extinction des titres intermédiés et le changement d'une forme en une autre (chapitre 2);
- b. la conservation des titres intermédiés par un dépositaire au sens de cette loi (chapitre 3); elle ne règle cependant pas la relation entre le titulaire du compte et l'émetteur ni l'inscription des propriétaires d'actions nominatives dans le registre des actionnaires;
- c. les actes de disposition portant sur les titres intermédiés (chapitre 4); et
- d. la responsabilité du dépositaire résultant de la conservation et du transfert des titres intermédiés (chapitre 5).

Art. 4 Titres intermédiés

¹ Sont des titres intermédiés au sens de cette loi les créances et les droits sociaux fongibles à l'encontre d'un émetteur:

- a. qui sont portés au crédit d'un compte de titres et dont le titulaire du compte peut disposer selon les dispositions de la présente loi; et
- b. qui sont opposables au dépositaire ainsi qu'à tout tiers; en particulier, ils sont soustraits à la mainmise des autres créanciers du dépositaire.

² Sont également des titres intermédiés au sens de cette loi tout instrument financier et tout droit sur un instrument financier dont la conservation est soumise à un droit étranger qui lui reconnaît une fonction comparable.

Art. 5 Dépositaire

¹ Sont dépositaires au sens de cette loi:

- a. les banques au sens de la loi sur les banques du 8 novembre 1934³;
- b. les négociants au sens de la loi sur les bourses du 24 mars 1995⁴;
- c. les directions de fonds au sens de la loi sur les fonds de placement du 18 mars 1994⁵, dans la mesure où elles gèrent des comptes de parts;
- d. les exploitants de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au sens de l'art. 20 al. 2 de la loi sur la Banque nationale du 3 octobre 2003⁶;
- e. la Banque nationale suisse au sens de la loi sur la Banque nationale du 3 octobre 2003; et

³ RS 952.0

⁴ RS 954.1

⁵ RS 955.0

⁶ RS 951.11

- f. la Poste Suisse au sens de la loi sur l'organisation de la Poste du 30 avril 1997.

² Sont également considérés comme dépositaires les banques, négociants, dépositaires centraux et autres intermédiaires financiers étrangers qui tiennent des comptes de titres dans le cadre de leur activité professionnelle.

Art. 6 Autres définitions

Dans la présente loi, on entend par:

- a. compte de titres: un compte tenu par un dépositaire auquel des titres intermédiés peuvent être crédités ou débités;
- b. titulaire de compte: une personne ou une communauté au nom de qui un dépositaire tient un compte de titres; pour les titres intermédiés lui appartenant, le dépositaire est lui-même titulaire de compte;
- c. client: le titulaire de compte qui n'est pas le dépositaire qui tient le compte;
- d. papiers-valeurs en dépôt collectif: des papiers-valeurs conservés conformément à l'article 973a du Code des obligations⁸;
- e. certificat global: un papier-valeur au sens de l'article 973b du Code des obligations;
- f. droits-valeurs: des droits au sens de l'article 973c du Code des obligations.

Chapitre 2: Création, extinction et conversion des titres intermédiés

Art. 7 Création

¹ Des titres intermédiés sont créés:

- a. lorsqu'un dépositaire reçoit des papiers-valeurs en dépôt collectif et les inscrits au crédit d'un compte de titres;
- b. lorsqu'un dépositaire reçoit en dépôt un certificat global et inscrit les droits correspondants au crédit d'un compte de titres; ou
- c. lorsqu'un dépositaire inscrit des droits-valeurs au registre principal et porte les droits correspondants au crédit de comptes de titres.

² La création d'un titre intermédié ne modifie pas les droits de l'investisseur à l'égard de l'émetteur.

³ Pour chaque émission de droits valeurs, un seul dépositaire tient le registre central. Celui-ci comporte des indications sur l'émission, le nombre et la valeur nominale des droits émis. Il est public.

⁷ RS 783.1

⁸ RS 220

Art. 8 Autorisation de conserver auprès d'autres dépositaires

¹ Même sans le consentement du titulaire du compte, tout dépositaire est autorisé à faire conserver des titres intermédiés, des papiers-valeurs ou des droits-valeurs par un autre dépositaire en Suisse ou à l'étranger.

² Le consentement exprès du titulaire de compte est requis:

- a. lorsque le dépositaire à l'étranger n'est pas soumis à une surveillance prudentielle adéquate; ou
- b. lorsque le titulaire du compte a expressément exigé que des papiers-valeurs soient conservés par son dépositaire.

Art. 9 Conversion

¹ À moins que les conditions d'émission ou les statuts de l'émetteur n'en disposent autrement, l'émetteur peut, en tout temps et sans le consentement du titulaire du compte, convertir les titres déposés auprès d'un intermédiaire sous la forme de papiers-valeurs en dépôt collectif, d'un certificat global ou de droits-valeurs en une autre forme. Il supporte les frais.

² Dans la mesure où cela est prévu par les conditions de l'émission ou par les statuts de l'émetteur, le titulaire d'un compte peut en tout temps exiger de l'émetteur qu'il lui remette des papiers-valeurs dont le nombre et le genre correspondent aux titres intermédiés inscrits à son compte fondés sur un certificat global ou sur des droits-valeurs. Il supporte les frais de cette conversion à moins que les conditions de l'émission ou les statuts de l'émetteur n'en disposent autrement.

³ Le dépositaire s'assure par des procédures appropriées et des contrôles efficaces que la conversion des titres ne modifie pas le total des créances et droits sociaux émis.

Art. 10 Extinction et livraison

¹ Le titulaire d'un compte peut en tout temps exiger que son dépositaire lui remette des papiers-valeurs dont le nombre et le genre correspondent aux titres inscrits au crédit de son compte si:

- a. les papiers-valeurs correspondant sont conservés par un dépositaire; ou
- b. le titulaire du compte a droit à la remise de papiers-valeurs conformément à l'article 9 alinéa 2.

² Le titulaire du compte supporte les frais de cette livraison à moins que les conditions de l'émission ou les statuts de l'émetteur n'en disposent autrement. Il a droit à la livraison de papiers-valeurs conformes aux usances d'un marché sur lequel ces titres sont négociés.

³ Le dépositaire s'assure que la livraison au titulaire du compte n'intervient que lorsque les titres correspondants ont été débités de son compte de titres.

Chapitre 3: Conservation des titres

Art. 11 Titres disponibles

¹ Chaque dépositaire détient lui-même ou auprès d'un autre dépositaire des titres (titres disponibles) dont le nombre et le genre correspondent au minimum à la somme des titres inscrits au crédit des comptes de titres qu'il tient pour ses clients.

² Sont des titres disponibles au sens du précédent alinéa:

- a. les titres intermédiés inscrits au crédit d'un compte de titres que le dépositaire détient auprès d'un autre dépositaire;
- b. les titres que le dépositaire conserve lui-même sous la forme de papiers-valeurs, de certificat global ou de droits-valeurs inscrits à son registre principal; et
- c. ses prétentions disponibles à des livraisons de titres à l'encontre d'autres dépositaires pendant la durée réglementaire ou usuelle du règlement régulier sur le marché correspondant, mais au plus pendant huit jours.

³ Si la somme des titres disponibles est inférieure à la somme des titres inscrits au crédit des comptes de ses clients, le dépositaire acquiert sans délai les titres manquants.

Art. 12 Ségrégation entre titres propres et titres détenus pour le compte de tiers

¹ Si le dépositaire détient ses propres titres et les titres de ses clients sur des comptes de titres distincts auprès d'un autre dépositaire, les titres et les droits à la livraison de titres de tout titulaire de compte tenu par le premier dépositaire ne sont pas affectés par:

- a. une convention de compensation conclue entre son dépositaire et l'autre dépositaire à laquelle le titulaire de compte n'est pas partie;
- b. tout droit de gage, de rétention ou de réalisation de l'autre dépositaire ou d'un tiers auquel le titulaire de compte n'a pas consenti.

² Le dépositaire ne peut pas disposer des titres d'un titulaire de compte avant de les avoir transférés de ce compte à son propre compte dans l'exercice de son droit d'utilisation ou de sous-nantissement selon les articles 14 ou 15.

³ Toute convention contraire est nulle.

Art. 13 Droit de rétention et de réalisation

¹ Le dépositaire peut réaliser conformément à l'article 25 les titres inscrits au crédit d'un compte de titres pour se désintéresser de toute dette exigible du titulaire du compte résultant de la conservation de ses titres intermédiés ou du financement de leur acquisition.

² Le droit de rétention ou de réalisation du dépositaire s'éteint lorsque celui-ci bonifie les titres au crédit du compte d'un autre titulaire ou les transfère à un autre dépositaire.

Art. 14 Droit d'utilisation

¹ Un titulaire de compte peut autoriser son dépositaire à disposer en son propre nom et pour son propre compte des titres inscrits au crédit de son compte.

² L'autorisation doit être donnée par écrit; elle ne peut être incluse dans des conditions générales.

Art. 15 Sous-nantissement

¹ Un titulaire de compte peut autoriser par écrit un dépositaire à engager ou à aliéner les titres qu'il lui a remis en gage ou transférés à fin de sûreté.

² En exerçant ce droit, le dépositaire assume l'obligation de tenir des titres en même nombre et du même genre à la disposition du titulaire du compte au plus tard à l'échéance de la dette garantie. Si cela a été stipulé dans le contrat constitutif de la sûreté, le dépositaire peut réaliser les titres conformément à l'article 25.

³ Les titres au sens de l'alinéa 2, 1^{ère} phrase, sont grevés de la même sûreté que ceux qu'ils remplacent et sont traités comme si ce remplacement n'avait jamais eu lieu.

Art. 16 Attestation

Le titulaire du compte peut en tout temps exiger de son dépositaire qu'il établisse une attestation relative aux titres inscrits dans ce compte. Cette attestation est un titre de preuve et non un papier-valeur.

Art. 17 Distraction

¹ Lorsque le dépositaire fait l'objet d'une procédure de liquidation, de faillite ou de concordat, l'autorité compétente distrait d'office de la masse, à concurrence des titres inscrits au crédit des comptes de titres de ses clients:

- a. les titres intermédiés inscrits au crédit d'un compte de titres que le dépositaire détient auprès d'un autre dépositaire;
- b. les titres que le dépositaire conserve lui-même sous la forme de papiers-valeurs, de certificat global ou de droits-valeurs inscrits à son registre principal; et
- c. les prétentions disponibles du dépositaire à des livraisons de titres à l'encontre de tiers résultant d'opérations au comptant, d'opération à terme échues, d'opérations de couverture ou d'émissions pour le compte de titulaires de comptes.

² Si le dépositaire ne détient pas ses propres titres et les titres de ses clients sur des comptes de titres distincts auprès d'un autre dépositaire, les titres inscrits au crédit de ces comptes sont présumés être ceux de ses clients.

³ Pour chaque titulaire de compte, la distraction s'opère par le transfert des titres intermédiés et des prétentions en livraison de titres au dépositaire désigné par le titulaire de compte ou par la livraison des papiers-valeurs au titulaire de compte. Les prétentions du dépositaire conformément à l'article 13 sont réservées.

⁴ Lorsqu'un autre dépositaire au sens de l'article 8 fait l'objet d'une procédure de faillite, de concordat ou d'une autre procédure de liquidation forcée, le dépositaire fait valoir la distraction au profit de ses titulaires de comptes.

⁵ Cet article n'affecte ni la validité ni l'efficacité d'une convention antérieure selon laquelle, en cas d'incapacité de paiement, de faillite, de liquidation ou de circonstances semblables, un dépositaire ou un titulaire de compte n'a droit au paiement ou n'est tenu de payer que la différence entre les gains et les pertes non réalisés des opérations couvertes par cette convention (Closeout-Netting).

Art. 18 Insuffisance (*shortfall*)

¹ Si les titres qui doivent être distraits conformément à l'article 17 ne suffisent pas à désintéresser complètement les titulaires de comptes, les titres de même genre que le dépositaire détient pour son propre compte sont également distraits dans la mesure nécessaire, même lorsque ces titres sont conservés séparément des titres de clients.

² Si les titulaires de comptes ne sont toujours pas complètement désintéressés, ceux-ci supportent l'insuffisance à proportion du solde des titres du genre manquant crédités à leur compte. Dans la même mesure, ils obtiennent une créance compensant leur perte contre le dépositaire.

Art. 19 Saisie et séquestre

¹ Lorsque des titres intermédiés font l'objet d'une saisie, d'un séquestre ou d'une autre mesure provisionnelle à l'encontre d'un titulaire de compte, cette mesure est exécutée exclusivement en mains du dépositaire qui tient le compte du titulaire au crédit duquel les titres sont inscrits.

² Est nulle toute saisie, tout séquestre et toute autre mesure provisionnelle à l'encontre d'un titulaire de compte qui est exécutée en mains d'un autre dépositaire que celui désigné au premier alinéa.

Chapitre 4: Actes de disposition sur les titres intermédiés et effets à l'égard des tiers

Section 1: Actes de disposition

Art. 20 Instruction

¹ Le dépositaire est tenu d'exécuter les instructions du titulaire du compte portant sur la disposition de ses titres conformément au contrat qui les lie.

² Le dépositaire n'a ni l'obligation ni le droit de vérifier la cause juridique de l'instruction.

³ Une instruction est irrévocable lorsque elle ne peut plus être révoquée selon le contrat entre le titulaire du compte et son dépositaire ou selon les règles du système de règlement des opérations sur titres utilisé, et au plus tard lorsque le compte de titres du titulaire auprès de son dépositaire est débité.

Art. 21 Acte de disposition

¹ L'acte de disposition portant sur des titres intermédiés intervient et est opposable aux tiers par:

- a. une instruction du titulaire du compte à son dépositaire tendant au transfert des titres à l'acquéreur; et
- b. l'inscription des titres au crédit du compte de l'acquéreur (bonification).

² L'acte de disposition est parfait au moment de la bonification prévue à l'alinéa 1. Si l'acte de disposition porte sur la propriété des titres, ce moment est également déterminant pour l'aliénateur.

³ Sont réservées les dispositions relatives à l'acquisition par régime matrimonial, succession, fusion ou exécution forcée.

⁴ Cet article n'affecte en rien les restrictions au transfert des actions nominatives qui résultent des conditions de leur émission, des statuts de leur émetteur ou du droit des sociétés qui lui est applicable. Toute autre restriction à la transmissibilité est inopposable à l'acquéreur et aux tiers.

Art. 22 Gages et usufruit

¹ Un gage peut être constitué sur des titres intermédiés et rendu opposable à l'égard des tiers soit conformément à l'article 21 soit par une convention écrite par laquelle le dépositaire s'engage envers le gagiste à exécuter ses instructions sans nouveau consentement ni concours du titulaire du compte.

² Un gage en faveur du dépositaire est constitué et il est opposable aux tiers aussitôt qu'il est convenu par écrit avec le titulaire du compte. Il s'éteint lorsque celui-ci bonifie les titres au crédit du compte d'un autre titulaire ou les transfère à un autre dépositaire.

³ Le gage peut porter:

- a. sur des titres déterminés;
- b. sur tous les titres figurant au crédit d'un compte; ou
- c. sur une partie des titres figurant au crédit d'un compte à concurrence d'une valeur déterminée.

⁴ L'alinéa 1 s'applique également à la constitution d'un usufruit.

Art. 23 Extourne d'un débit

¹ Le débit de titres dans un compte peut être extourné s'il est intervenu sans instruction ou sur la base d'une instruction:

- a. qui est nulle;
- b. qui n'émane pas du titulaire du compte ou de son représentant;
- c. qui est fondée sur une erreur de déclaration ou de transmission; ou
- d. qui a été révoquée en temps utile par le titulaire du compte.

² Par l'extourne, le titulaire du compte est traité comme si le débit n'était jamais intervenu.

³ Au lieu de l'extourne, le titulaire du compte peut exiger la contrevaletur des titres au moment du débit.

⁴ Le droit à l'extourne ou à la contrevaletur n'existe pas si le dépositaire prouve qu'il ne connaissait pas le défaut de l'instruction et ne pouvait pas le reconnaître bien qu'il ait mis en œuvre des mesures et des procédures raisonnables à cette fin.

⁵ Les prétentions fondées sur cet article sont prescrites un après la découverte du défaut, et au plus tard cinq ans après la date du débit.

Art. 24 Extourne d'une bonification

¹ Dans la mesure où une bonification n'est pas fondée sur une instruction ou s'en écarte, le dépositaire peut l'extourner par un avis adressé au titulaire du compte.

² L'extourne est exclue lorsqu'une quantité correspondante de titres de même genre ne figure plus au crédit du compte. Dans ce cas, le dépositaire a droit à la contrevaletur des titres crédités si le titulaire du compte s'est dessaisi de mauvaise foi des titres ou qu'il n'ait dû savoir, en se dessaisissant, qu'il pouvait être tenu à restituer.

³ Les prétentions fondées sur cet article sont prescrites un après la découverte du défaut, et au plus tard cinq ans après la date de la bonification.

Art. 25 Réalisation

¹ Le bénéficiaire d'une sûreté à qui des titres intermédiés négociés sur un marché représentatif ont été remis en gage ou en pleine propriété selon les dispositions de la présente loi peut les réaliser aux conditions stipulées dans le contrat constitutif de la sûreté

- a. en les vendant et en compensant leur prix avec la créance garantie; ou
- b. en se les appropriant et en imputant leur valeur sur la créance garantie.

² Cette faculté n'est pas affectée par l'ouverture d'une procédure de liquidation, de faillite ou de concordat à l'encontre du constituant.

³ Le bénéficiaire de la sûreté doit avertir le constituant avant la réalisation. Le constituant qui est un investisseur institutionnel ou un investisseur qualifié peut renoncer à l'avertissement.

⁴ Le bénéficiaire de la sûreté doit rendre compte au constituant et lui remettre tout excédent de réalisation.

⁵ Le dépositaire n'a ni le droit ni l'obligation de vérifier si les conditions de la réalisation du gage sont remplies.

⁶ La responsabilité du bénéficiaire de la sûreté qui réalise des titres alors que les conditions ne sont pas remplies est réservée.

⁷ Les titres intermédiés qui ne sont pas négociés sur un marché représentatif sont réalisés conformément aux articles 151–158 de la loi sur la poursuite pour dettes et la faillite du 11 avril 1889⁹.

Section 2: Effets à l'égard des tiers

Art. 26 Protection de l'acquéreur de bonne foi

¹ Celui qui, de bonne foi et à titre onéreux, acquiert des titres intermédiés conformément à l'article 21 ou à l'article 22 est protégé dans son acquisition même si celle-ci résulte d'une instruction défectueuse ou si l'aliénateur n'avait pas le pouvoir de disposer.

² Lorsque l'acquéreur n'est pas protégé dans son acquisition, il est tenu de restituer des titres intermédiés de mêmes nombre et genre selon aux règles du Code des obligations¹⁰ sur l'enrichissement illégitime. Les droits de tiers n'en sont pas affectés. Sont réservées d'autres prétentions fondées sur le Code des obligations.

³ Lorsque l'acquéreur tenu à restitution fait l'objet d'une procédure de liquidation, de faillite ou de concordat, l'ayant droit peut exiger à son profit la distraction de titres intermédiés de mêmes nombre et genre dans la mesure où de tels titres se trouvent dans la masse.

⁴ Les prétentions fondées sur cet article sont prescrites un après que le titulaire du compte débité a eu connaissance de son droit et de l'identité de son débiteur, et au plus tard dix ans après la date du débit. L'article 60 alinéa 2 du Code des obligations est réservé.

Art. 27 Rang

¹ Un droit de gage, de rétention ou de réalisation en faveur du dépositaire prévaut sur tout autre droit relatif aux mêmes titres.

² Pour les actes de disposition fondés sur d'autres dispositions de la présente loi, l'acte antérieur a priorité sur l'acte postérieur.

³ Si des titres intermédiés ou un droit sur des titres intermédiés font l'objet d'une cession, les droits acquis selon les dispositions de la présente loi prévalent sur les droits du cessionnaire indépendamment du moment de la cession.

⁴ Les accords modifiant le rang des droits sur des titres intermédiés sont réservés; ils ne déploient d'effet qu'entre les parties qu'ils lient.

⁹ RS 281.1

¹⁰ RS 220

Chapitre 5: Responsabilité du dépositaire

Art. 28 Responsabilité du dépositaire

¹ Le dépositaire répond des dommages causés au titulaire d'un compte par la conservation ou le transfert des titres intermédiés selon les règles du Code des obligations dans la mesure où le présent article n'y déroge pas.

² Le dépositaire qui détient des titres intermédiés auprès d'un autre dépositaire conformément à l'article 8 répond du soin avec lequel il l'a choisi et instruit et du soin avec lequel il a contrôlé que les critères de choix sont durablement respectés. Le dépositaire peut exclure cette responsabilité si le titulaire du compte a expressément désigné l'autre dépositaire contre la recommandation du dépositaire.

³ Le dépositaire répond comme s'ils étaient siens des actes du tiers qui:

- a. assure de manière indépendante et durable l'ensemble de l'administration et le règlement des titres pour le compte du dépositaire; ou
- b. forme une unité économique avec le dépositaire.

⁴ Les conventions contraires ne sont valables qu'entre dépositaires.

Chapitre 6: Dispositions transitoires et finales

Art. 29 Modification du droit en vigueur

Les modifications du droit en vigueur figurent dans l'annexe.

Art. 30 Dispositions transitoires

¹ Les émetteurs de droits-valeurs qui sont inscrits au crédit de comptes de titres tenus par des dépositaires font en sorte que ces droits soient inscrits au registre principal d'un dépositaire dans les six mois suivant l'entrée en vigueur de la présente loi.

² Si, avant l'entrée en vigueur de la présente loi, des papiers-valeurs en dépôt collectif, des certificats globaux ou des droits-valeurs détenus par un dépositaire ont fait l'objet d'un acte de disposition qui ne répond pas aux exigences de la présente loi, le droit ainsi créé a priorité sur tout droit constitué après l'entrée en vigueur pour autant que l'ayant droit procède ou fasse procéder aux inscriptions prescrites par cette loi dans les douze mois suivant son entrée en vigueur.

Art. 31 Référendum et entrée en vigueur

¹ La présente loi est sujette au référendum.

² Le Conseil fédéral fixe la date de l'entrée en vigueur.

Modification du droit en vigueur

Les lois mentionnées ci-après sont modifiées comme suit:

1. Code civil¹¹

Art. 901, al. 3 (nouveau)

³ L'engagement des titres intermédiés est régi exclusivement par la loi sur les titres intermédiés du __ ____ 200_¹².

2. Loi du 25 juin 1930 sur l'émission de lettres de gage¹³

Art. 7

1. Lettres de
gage
a. Forme

¹ Les lettres de gage peuvent être émises sous la forme de papiers-valeurs, de certificats globaux ou de droits valeurs. Ces lettres de gage sont nominatives ou au porteur.

² Les lettres de gage peuvent également être émises sous la forme de contrats de prêt écrits (avec la couverture légale).

³ Lorsqu'elle émet des lettres de gage nominatives, la centrale tient un registre où sont inscrits le nom et l'adresse des propriétaires et des usufruitiers. Le registre n'est pas public.

⁴ L'inscription au registre n'a lieu qu'au vu d'une pièce établissant l'acquisition de la lettre de gage en propriété ou la constitution d'un usufruit.

⁵ Dans les rapports avec la centrale, est seul légitimé celui qui est au bénéfice d'une inscription dans le registre.

Art. 8

b. Conditions
requis pour
l'émission et
contenu

Le Conseil fédéral peut édicter des prescriptions relatives à l'émission des lettres de gage et à leur contenu.

¹¹ RS 210

¹² RS ...; RO ...

¹³ RS 211.423.4

Art. 9

c. Attestation de la couverture légale Les organes responsables attestent avant l'émission des lettres de gage que la couverture légale existe.

3. Code des obligations¹⁴*Art. 622, al. 1, deuxième phrase (nouveau)*

¹ ... De même, les actions émises ou conservées sous forme de titres intermédiés au sens de la loi sur les titres intermédiés du __ ____200_¹⁵ sont nominatives ou au porteur.

Art. 627, ch. 14 (nouveau)

Ne sont valables qu'à la condition de figurer dans les statuts les dispositions concernant:

14. la possibilité de convertir entre une autre forme les actions émises sous une certaine forme ainsi que la répartition des frais qui résultent de cette conversion dans la mesure où ces règles dérogent à la loi sur les titres intermédiés du __ ____200_¹⁶.

Art. 685f, al. 1

¹ Si des actions nominatives cotées en bourse sont acquises, les droits passent à l'acquéreur du fait de leur transfert.

Art. 973a (nouveau)

G. Dépôt collectif, certificat global et droits-valeurs ¹ Le dépositaire est autorisé à conserver ensemble les papiers-valeurs fongibles de plusieurs déposants à moins qu'un déposant n'exige expressément la conservation séparée de ses titres.

I. Dépôt collectif de papiers-valeurs ² Lorsqu'un déposant remet à un dépositaire des papiers-valeurs pour être conservés en dépôt collectif, il acquiert une part de copropriété sur l'ensemble des titres du même genre ainsi conservés. Sa quote-part est proportionnelle à la valeur nominale ou, à défaut, du nombre des titres déposés.

³ Le déposant peut, sans le concours ni le consentement des autres déposants, exiger en tout temps la remise de papiers-valeurs à charge du dépôt collectif à hauteur de sa quote-part.

¹⁴ RS 220

¹⁵ RS ...; RO ...

¹⁶ RS ...; RO ...

- II. Certificat global
- Art. 973b (nouveau)*
- ¹ Le débiteur peut remplacer par un certificat global les papiers-valeurs fongibles conservés par un même dépositaire pour autant que les conditions de l'émission ou ses statuts le prévoient ou que les déposants aient donné leur consentement.
- ² Le certificat global est un papier-valeur de même espèce au sens de l'article 622 que les papiers-valeurs qu'il remplace. Il appartient en copropriété aux propriétaires des titres qu'il remplace à proportion de leurs quote-parts respectives. L'article 973a, alinéa 1 et 2, est applicable par analogie aux droits des copropriétaires.

- III. Droits-valeurs
- Art. 973c (nouveau)*
- ¹ Le débiteur peut remplacer des papiers-valeurs fongibles ou des certificats globaux conservés par un même dépositaire par des droits ayant la même fonction que des papiers-valeurs (droits-valeurs) pour autant que les conditions de l'émission ou ses statuts le prévoient ou que les déposants aient donné leur consentement.
- ² Le débiteur inscrit dans un registre le nombre et la valeur nominale des droits-valeurs émis ainsi que leurs créanciers. Ce registre n'est pas public.
- ³ Les droits-valeurs sont créés par l'inscription dans le registre et n'existent que dans la mesure de cette inscription.
- ⁴ Le transfert des droits-valeurs exige une cession écrite. Leur nantissement est soumis aux règles relatives à l'engagement des créances.

4. Loi du 11 avril 1889 sur la poursuite pour dettes et la faillite¹⁷

Art. 287, al. 3 (nouveau)

³ La révocation est en outre exclue lorsqu'une sûreté portant sur des valeurs mobilières, des titres intermédiés ou d'autres instruments financiers négociés sur un marché représentatif a été constituée par une convention écrite qui prévoit que:

1. en cas de modification de la valeur de la sûreté ou de la dette garantie, la sûreté doit être complétée; ou
2. la restitution de la sûreté peut être exigée contre remplacement par une autre sûreté de même valeur.

¹⁷ RS 281.1

5. Loi du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne¹⁸

Art. 17, al. 3 (nouveau)

³ La loi sur les titres intermédiés du ____ ____200_¹⁹ est réservée.

¹⁸ RS 952.0

¹⁹ RS ...; RO ...

Übersetzung

ÜBEREINKOMMEN ÜBER DIE AUF BESTIMMTE RECHTE AN INTERMEDIÄR- VERWAHRTEN WERTPAPIEREN ANZUWENDENDE RECHTSORDNUNG

Die Unterzeichnerstaaten dieses Übereinkommens -

in dem Bewusstsein, dass es in einem großen und weiter wachsenden globalen Finanzmarkt in der Praxis dringend notwendig ist, Rechtssicherheit und Voraussehbarkeit im Hinblick auf die Rechtsordnung zu schaffen, die auf Wertpapiere anzuwenden ist, die jetzt gewöhnlich unter Einschaltung von Clearing- und Abrechnungs- und Liefersystemen oder anderen Intermediären verwahrt werden,

in dem Bewusstsein, dass es wichtig ist, rechtliche Risiken, systemische Risiken und damit einhergehende Kosten im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Transaktionen in Bezug auf Intermediär-verwahrte Wertpapiere zu verringern, um den internationalen Kapitalfluss und den Zugang zu den Kapitalmärkten zu erleichtern,

in dem Wunsch, gemeinsame Bestimmungen über die auf Intermediär-verwahrte Wertpapiere anzuwendende Rechtsordnung zu schaffen, die für Staaten auf allen Stufen der wirtschaftlichen Entwicklung von Nutzen sind,

in der Erkenntnis, dass der Grundsatz der Festlegung des Ortes des maßgeblichen Intermediärs als Anknüpfungspunkt (PRIMA - "Place of the Relevant Intermediary Approach"), wie er in Kontovereinbarungen mit Intermediären bestimmt wird, die erforderliche Rechtssicherheit und Voraussehbarkeit schafft -

haben beschlossen, zu diesem Zweck ein Übereinkommen zu schließen, und die folgenden Bestimmungen vereinbart:

KAPITEL I – BEGRIFFSBESTIMMUNGEN UND ANWENDUNGSBEREICH

Artikel 1 *Begriffsbestimmungen und Auslegung*

(1) In diesem Übereinkommen gelten folgende Begriffsbestimmungen:

- a) "Wertpapiere" bezeichnet Aktien, Schuldverschreibungen, andere Finanzinstrumente, Finanzanlagen (ausgenommen Barguthaben) oder Rechte daran;
- b) "Depotkonto" bezeichnet ein Konto, das von einem Intermediär geführt wird und dem Wertpapiere gutgeschrieben oder von dem Wertpapiere abgebucht werden können;
- c) "Intermediär" bezeichnet eine Person, die im Rahmen einer geschäftlichen oder anderen regelmäßigen Tätigkeit für fremde oder sowohl für eigene als auch für fremde Rechnung Depotkonten führt und in dieser Eigenschaft tätig ist;
- d) "Depotinhaber" bezeichnet eine Person, auf deren Namen ein Intermediär ein Depotkonto führt;
- e) "Kontovereinbarung" bezeichnet im Zusammenhang mit einem Depotkonto die Vereinbarung mit dem maßgeblichen Intermediär über dieses Depotkonto;
- f) "Intermediär-verwahrte Wertpapiere" bezeichnet die Rechte eines Depotinhabers, die sich aus einer Gutschrift von Wertpapieren auf einem Depotkonto ergeben;
- g) "maßgeblicher Intermediär" bezeichnet den Intermediär, der das Depotkonto für den Depotinhaber führt;
- h) "Verfügung" bezeichnet jede Vollrechtsübertragung, gleichviel, ob uneingeschränkt oder zu Sicherungszwecken, und jede Einräumung eines Sicherungsrechts, gleichviel, ob mit oder ohne Besitzübertragung;
- i) "Herbeiführung der Drittwirkung" bezeichnet die Vollendung der notwendigen Schritte, um eine Verfügung gegenüber Personen, die nicht Parteien dieser Verfügung sind, wirksam werden zu lassen;
- j) "Geschäftsstelle" bezeichnet in Bezug auf einen Intermediär einen Geschäftssitz, an dem Tätigkeiten des Intermediärs ausgeübt werden, unter Ausschluss jedes Geschäftssitzes, der lediglich vorübergehend als solcher vorgesehen ist, und jedes Geschäftssitzes einer Person, die nicht der Intermediär ist;
- k) "Insolvenzverfahren" bezeichnet kollektive Gerichts- oder Verwaltungsverfahren einschließlich vorläufiger Verfahren, in denen das Vermögen und die Geschäfte des Schuldners zur Sanierung oder Liquidation der Kontrolle oder Aufsicht eines Gerichts oder einer anderen zuständigen Behörde unterstellt werden;
- l) "Insolvenzverwalter" bezeichnet eine Person, welche die Befugnis hat, sei es auch nur vorläufig, eine Sanierung oder Liquidation durchzuführen, und schließt einen Schuldner in Eigenverwaltung ein, sofern das anzuwendende Insolvenzrecht dies zulässt;
- m) "Mehrrechtsstaat" bezeichnet einen Staat, in dem zwei oder mehr Gebietseinheiten dieses Staates oder sowohl der Staat als auch eine oder mehrere seiner Ge-

bietseinheiten für Fragen, die in Artikel 2 Absatz 1 genannt sind, ihre eigenen Rechtsnormen haben;

- n) "schriftlich" bedeutet durch Aufzeichnung von Angaben (einschließlich der Übermittlung durch Fernübertragung) in verkörperter Form oder in anderer Form, die später in verkörperter Form wiedergegeben werden kann.
- (2) Bezugnahmen in diesem Übereinkommen auf eine Verfügung über Intermediär-verwahrte Wertpapiere schließen Folgendes ein:
- a) eine Verfügung über ein Depotkonto;
 - b) eine Verfügung zugunsten des Intermediärs des Depotinhabers;
 - c) ein gesetzliches Pfand- oder Zurückbehaltungsrecht zugunsten des Intermediärs des Depotinhabers in Bezug auf eine Forderung, die in Zusammenhang mit der Führung und Verwaltung eines Depotkontos entstanden ist.
- (3) Eine Person wird nicht schon allein deshalb als Intermediär im Sinne dieses Übereinkommens angesehen, weil sie
- a) als Register- oder Übertragungsstelle für einen Emittenten tätig ist oder
 - b) in ihren eigenen Büchern Aufzeichnungen über Wertpapiere auf Depotkonten macht, die ein Intermediär für andere Personen führt, für die sie als Verwalterin oder Bevollmächtigte oder sonst in rein administrativer Eigenschaft tätig ist.
- (4) Vorbehaltlich des Absatzes 5 wird eine Person als Intermediär im Sinne dieses Übereinkommens in Bezug auf Wertpapiere angesehen, die von ihr in der Eigenschaft als Zentralverwahrer von Wertpapieren geführten Depotkonten gutgeschrieben sind oder sonst zwischen von ihr geführten Depotkonten durch Buchung übertragen werden können.
- (5) Werden Wertpapiere Depotkonten gutgeschrieben, die eine Person als Betreiberin eines Verwahr- oder Übertragungssystems für Wertpapiere auf der Grundlage des Registers des Emittenten oder anderer Aufzeichnungen führt, welche die maßgebliche Eintragung der Rechte an diesen Wertpapieren gegenüber dem Emittenten darstellen, so kann der Vertragsstaat, nach dessen Rechtsordnung diese Wertpapiere begründet sind, jederzeit erklären, dass die Systembetreiberin kein Intermediär im Sinne dieses Übereinkommens ist.

Artikel 2 Geltungsbereich des Übereinkommens und der anzuwendenden Rechtsordnung

- (1) Dieses Übereinkommen bestimmt die anzuwendende Rechtsordnung für die folgenden Fragen in Bezug auf Intermediär-verwahrte Wertpapiere:
- a) die Rechtsnatur der sich aus einer Gutschrift von Wertpapieren auf einem Depotkonto ergebenden Rechte und die Wirkung dieser Rechte gegenüber dem Intermediär und gegenüber Dritten;

- b) die Rechtsnatur einer Verfügung über Intermediär-verwahrte Wertpapiere und die Wirkung einer solchen Verfügung gegenüber dem Intermediär und gegenüber Dritten;
 - c) gegebenenfalls die Voraussetzungen für die Herbeiführung der Drittwirkung einer Verfügung über Intermediär-verwahrte Wertpapiere;
 - d) ob das Recht einer Person an Intermediär-verwahrten Wertpapieren ein konkurrierendes Recht zum Erlöschen bringt oder ihm gegenüber Vorrang hat;
 - e) gegebenenfalls die Pflichten eines Intermediärs gegenüber einer anderen Person als dem Depotinhaber, die in Konkurrenz mit dem Depotinhaber oder einer anderen Person ein Recht an Wertpapieren geltend macht, die bei diesem Intermediär verwahrt werden;
 - f) gegebenenfalls die Voraussetzungen für die Verwertung eines Rechts an Intermediär-verwahrten Wertpapieren;
 - g) ob sich eine Verfügung über Intermediär-verwahrte Wertpapiere auf Ansprüche auf Dividenden, Einnahmen oder sonstige Ausschüttungen oder auf Einlösungs-, Veräußerungs- oder sonstige Erträge erstreckt.
- (2) Dieses Übereinkommen bestimmt die anzuwendende Rechtsordnung für die in Absatz 1 genannten Fragen in Bezug auf eine Verfügung über Intermediär-verwahrte Wertpapiere oder ein Recht daran selbst dann, wenn nach Absatz 1 Buchstabe a die sich aus der Gutschrift dieser Wertpapiere auf einem Depotkonto ergebenden Rechte vertraglicher Natur sind.
- (3) Vorbehaltlich des Absatzes 2 bestimmt dieses Übereinkommen die anzuwendende Rechtsordnung nicht in Bezug auf
- a) die Rechte und Pflichten aus der Gutschrift von Wertpapieren auf einem Depotkonto, soweit es sich um rein vertragliche oder sonst rein persönliche Rechte oder Pflichten handelt;
 - b) die vertraglichen oder sonstigen persönlichen Rechte und Pflichten der Parteien einer Verfügung über Intermediär-verwahrte Wertpapiere;
 - c) die Rechte und Pflichten eines Emittenten oder einer Register- oder Übertragungsstelle eines Emittenten im Verhältnis zum Wertpapierinhaber oder zu einer anderen Person.

Artikel 3 Internationalität

Dieses Übereinkommen ist auf alle Sachverhalte anzuwenden, die eine Verbindung zu den Rechtsordnungen verschiedener Staaten aufweisen.

KAPITEL II – ANZUWENDEnde RECHTSORDNUNG

Artikel 4 Hauptanknüpfung

- (1) Auf alle in Artikel 2 Absatz 1 genannten Fragen ist die geltende Rechtsordnung des Staates anzuwenden, dessen Rechtsordnung in der Kontovereinbarung ausdrücklich als für diese maßgebend vereinbart wurde, oder, wenn in der Kontovereinbarung ausdrücklich vorgesehen ist, dass auf alle diese Fragen eine andere Rechtsordnung anzuwenden ist, diese andere Rechtsordnung. Die so bestimmte Rechtsordnung ist nur anzuwenden, wenn der maßgebliche Intermediär im Zeitpunkt der Vereinbarung eine Geschäftsstelle in diesem Staat hat, die
 - a) allein oder zusammen mit anderen Geschäftsstellen des maßgeblichen Intermediärs oder mit anderen Personen, die für den maßgeblichen Intermediär in diesem oder einem anderen Staat tätig sind,
 - i) Buchungen auf Depotkonten vornimmt oder überwacht;
 - ii) Zahlungen oder gesellschaftsbezogene Maßnahmen hinsichtlich beim Intermediär verwahrter Wertpapiere abwickelt oder
 - iii) sonst im Rahmen einer geschäftlichen oder anderen regelmäßigen Tätigkeit Depotkonten führt oder
 - b) durch eine Kontonummer, Bankleitzahl oder sonstige spezielle Kennung als eine Geschäftsstelle identifiziert ist, die Depotkonten in diesem Staat führt.
- (2) Im Sinne des Absatzes 1 Buchstabe a führt eine Geschäftsstelle Depotkonten im Rahmen einer geschäftlichen oder anderen regelmäßigen Tätigkeit nicht
 - a) allein deshalb, weil sich bei ihr die technische Ausstattung zur Unterstützung der Buchführung oder Datenverarbeitung für Depotkonten befindet;
 - b) allein deshalb, weil sich bei ihr Call-Center für die Kommunikation mit Depotinhabern befinden oder solche bei ihr betrieben werden;
 - c) allein deshalb, weil bei ihr der Postversand in Bezug auf Depotkonten erfolgt oder weil sich bei ihr Akten oder Archive befinden, oder
 - d) wenn sie ausschließlich Aufgaben einer Repräsentanz oder Verwaltungsaufgaben wahrnimmt, die mit der Eröffnung oder Führung von Depotkonten nicht in Zusammenhang stehen, und nicht befugt ist, über den Abschluss einer Kontovereinbarung rechtsverbindlich zu entscheiden.
- (3) Im Fall einer Verfügung des Depotinhabers über bei einem bestimmten Intermediär verwahrte Wertpapiere zugunsten dieses Intermediärs, unabhängig davon, ob dieser Intermediär in seinen eigenen Aufzeichnungen ein Eigendepotkonto führt, gilt im Sinne dieses Übereinkommens Folgendes:
 - a) Dieser Intermediär ist der maßgebliche Intermediär;
 - b) die Kontovereinbarung zwischen dem Depotinhaber und diesem Intermediär ist die maßgebliche Kontovereinbarung;

- c) das Depotkonto im Sinne des Artikels 5 Absätze 2 und 3 ist das Depotkonto, dem die Wertpapiere unmittelbar vor der Verfügung gutgeschrieben sind.

Artikel 5 Subsidiäre Anknüpfungen

- (1) Ist die anzuwendende Rechtsordnung nach Artikel 4 nicht bestimmt, wird jedoch in einer schriftlichen Kontovereinbarung ausdrücklich und unmissverständlich erklärt, dass der maßgebliche Intermediär die Kontovereinbarung über eine bestimmte Geschäftsstelle geschlossen hat, so ist auf alle in Artikel 2 Absatz 1 genannten Fragen die geltende Rechtsordnung des Staates oder der Gebietseinheit eines Mehrrechtsstaats anzuwenden, in dem oder der diese Geschäftsstelle damals belegen war, wenn diese Geschäftsstelle damals die in Artikel 4 Absatz 1 Satz 2 genannten Voraussetzungen erfüllte. Bei der Feststellung, ob in einer Kontovereinbarung ausdrücklich und unmissverständlich erklärt ist, dass der maßgebliche Intermediär die Kontovereinbarung über eine bestimmte Geschäftsstelle geschlossen hat, werden Vertragsbestimmungen nicht berücksichtigt, wonach
 - a) Mitteilungen oder andere Schriftstücke dem maßgeblichen Intermediär in dieser Geschäftsstelle zugestellt werden müssen oder können,
 - b) Gerichtsverfahren gegen den maßgeblichen Intermediär in einem bestimmten Staat oder in einer bestimmten Gebietseinheit eines Mehrrechtsstaats eingeleitet werden müssen oder können,
 - c) der maßgebliche Intermediär Kontoauszüge oder sonstige Schriftstücke von dieser Geschäftsstelle aus übersenden muss oder kann,
 - d) der maßgebliche Intermediär Dienstleistungen von dieser Geschäftsstelle aus erbringen muss oder kann,
 - e) der maßgebliche Intermediär eine Tätigkeit oder Aufgabe in dieser Geschäftsstelle durchführen oder wahrnehmen muss oder kann.
- (2) Ist die anzuwendende Rechtsordnung nach Absatz 1 nicht bestimmt, so ist die Rechtsordnung anzuwenden, die im Zeitpunkt des Abschlusses der schriftlichen Kontovereinbarung oder in Ermangelung einer solchen Vereinbarung im Zeitpunkt der Eröffnung des Depotkontos in dem Staat oder der Gebietseinheit eines Mehrrechtsstaats gilt, nach dessen oder deren Rechtsordnung der maßgebliche Intermediär als juristische Person gegründet oder in anderer Weise organisiert ist; wenn der maßgebliche Intermediär jedoch nach der Rechtsordnung eines Mehrrechtsstaats und nicht nach der einer seiner Gebietseinheiten als juristische Person gegründet oder in anderer Weise organisiert ist, so ist die Rechtsordnung anzuwenden, die im Zeitpunkt des Abschlusses der schriftlichen Kontovereinbarung oder in Ermangelung einer solchen Vereinbarung im Zeitpunkt der Eröffnung des Depotkontos in der Gebietseinheit dieses Mehrrechtsstaats gilt, in welcher der maßgebliche Intermediär seinen Geschäftssitz oder, bei mehreren Geschäftssitzen, seinen Hauptgeschäftssitz hat.

- (3) Ist die anzuwendende Rechtsordnung weder nach Absatz 1 noch nach Absatz 2 bestimmt, so ist die Rechtsordnung anzuwenden, die im Zeitpunkt des Abschlusses der schriftlichen Kontovereinbarung oder in Ermangelung einer solchen Vereinbarung im Zeitpunkt der Eröffnung des Depotkontos in dem Staat oder in der Gebietseinheit eines Mehrrechtsstaats gilt, in welchem oder in welcher der maßgebliche Intermediär seinen Geschäftssitz oder, bei mehreren Geschäftssitzen, seinen Hauptgeschäftssitz hat.

Artikel 6 Nicht zu berücksichtigende Kriterien

Bei der Bestimmung der anzuwendenden Rechtsordnung nach diesem Übereinkommen bleibt Folgendes unberücksichtigt:

- a) der Ort, an dem der Emittent als juristische Person gegründet oder in anderer Weise organisiert ist oder seinen satzungsmäßigen oder eingetragenen Sitz, seine Hauptverwaltung, seinen Geschäftssitz oder Hauptgeschäftssitz hat;
- b) die Orte, an denen sich Urkunden befinden, die Wertpapiere darstellen oder der Nachweis dafür sind;
- c) der Ort, an dem sich ein Register über Wertpapierinhaber befindet, das von dem oder für den Emittenten geführt wird;
- d) der Ort, an dem sich ein Intermediär befindet, der nicht der maßgebliche Intermediär ist.

Artikel 7 Bestandsschutz bei Wechsel der anzuwendenden Rechtsordnung

- (1) Dieser Artikel findet Anwendung, wenn eine Kontovereinbarung so geändert wird, dass nach diesem Übereinkommen eine andere Rechtsordnung anzuwenden ist.
- (2) In diesem Artikel bezeichnet
 - a) "neue Rechtsordnung" die aufgrund dieses Übereinkommens nach dem Wechsel anzuwendende Rechtsordnung;
 - b) "alte Rechtsordnung" die aufgrund dieses Übereinkommens vor dem Wechsel anzuwendende Rechtsordnung.
- (3) Vorbehaltlich des Absatzes 4 ist die neue Rechtsordnung maßgebend für alle in Artikel 2 Absatz 1 genannten Fragen.
- (4) Außer in Bezug auf eine Person, die einem Wechsel der Rechtsordnung zugestimmt hat, bleibt die alte Rechtsordnung maßgebend
 - a) für das Bestehen eines Rechts an Intermediär-verwahrten Wertpapieren, das vor dem Wechsel der anzuwendenden Rechtsordnung entstanden ist, und eine Verfügung über diese Wertpapiere, deren Drittwirkung vor dem Wechsel der Rechtsordnung herbeigeführt worden ist;

- b) in Bezug auf ein Recht an Intermediär-verwahrten Wertpapieren, das vor dem Wechsel der anzuwendenden Rechtsordnung entstanden ist,
 - i) für die Rechtsnatur eines solchen Rechts und seine Wirkung gegenüber dem maßgeblichen Intermediär und gegenüber Parteien einer vor dem Wechsel der Rechtsordnung getroffenen Verfügung über diese Wertpapiere;
 - ii) für die Rechtsnatur eines solchen Rechts und seine Wirkung gegenüber einer Person, welche die Wertpapiere nach dem Wechsel der Rechtsordnung pfänden oder arrestieren lässt;
 - iii) für die Entscheidung über alle in Artikel 2 Absatz 1 genannten Fragen in Bezug auf einen Insolvenzverwalter in einem Insolvenzverfahren, das nach dem Wechsel der Rechtsordnung eröffnet wird;
 - c) für das Rangverhältnis zwischen Parteien, deren Rechte vor dem Wechsel der Rechtsordnung entstanden sind.
- (5) Absatz 4 Buchstabe c schließt die Anwendung der neuen Rechtsordnung in Bezug auf den Rang eines Rechts nicht aus, das zwar nach der alten Rechtsordnung entstanden, dessen Drittwirkung aber nach der neuen Rechtsordnung herbeigeführt worden ist.

Artikel 8 Insolvenz

- (1) Ungeachtet der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens ist die nach diesem Übereinkommen anzuwendende Rechtsordnung für alle in Artikel 2 Absatz 1 genannten Fragen in Bezug auf jedes Ereignis maßgebend, das vor Eröffnung des betreffenden Insolvenzverfahrens eingetreten ist.
- (2) Dieses Übereinkommen berührt nicht die Anwendung materiell- oder verfahrensrechtlicher Vorschriften des Insolvenzrechts einschließlich der Vorschriften über
 - a) die Rangordnung von Anspruchskategorien oder die Anfechtung einer Verfügung als Gläubigerbegünstigung oder Gläubigerbenachteiligung oder
 - b) die Durchsetzung von Ansprüchen nach Eröffnung eines Insolvenzverfahrens.

KAPITEL III – ALLGEMEINE BESTIMMUNGEN

Artikel 9 Allgemeine Anwendbarkeit des Übereinkommens

Dieses Übereinkommen findet auch dann Anwendung, wenn die anzuwendende Rechtsordnung die eines Nichtvertragsstaats ist.

Artikel 10 Ausschluss der Rück- und Weiterverweisung (renvoi)

In diesem Übereinkommen bezeichnet der Ausdruck "Rechtsordnung" das in einem Staat geltende Recht mit Ausnahme seiner Kollisionsnormen.

Artikel 11 Öffentliche Ordnung (ordre public) und international zwingende Vorschriften

- (1) Die Anwendung der nach diesem Übereinkommen bestimmten Rechtsordnung darf nur versagt werden, wenn die Wirkungen ihrer Anwendung mit der öffentlichen Ordnung (ordre public) des Staates des angerufenen Gerichts offensichtlich unvereinbar wären.
- (2) Dieses Übereinkommen hindert nicht die Anwendung derjenigen Rechtsnormen des Staates des angerufenen Gerichts, die unabhängig davon, welche Rechtsordnung durch die Kollisionsnormen bestimmt wird, auch auf internationale Sachverhalte angewendet werden müssen.
- (3) Die Anwendung von Rechtsnormen des Staates des angerufenen Gerichts über Voraussetzungen zur Herbeiführung der Drittwirkung oder die Rangordnung konkurrierender Rechte ist nach diesem Artikel nur zulässig, wenn die Rechtsordnung des Staates des angerufenen Gerichts die nach diesem Übereinkommen anzuwendende Rechtsordnung ist.

Artikel 12 Bestimmung der anzuwendenden Rechtsordnung bei Mehrrechtsstaaten

- (1) Haben der Depotinhaber und der maßgebliche Intermediär vereinbart, dass die Rechtsordnung einer bestimmten Gebietseinheit eines Mehrrechtsstaats anzuwenden ist, so ist
 - a) mit der Bezugnahme auf "Staat" in Artikel 4 Absatz 1 Satz 1 diese Gebietseinheit gemeint;
 - b) mit den Bezugnahmen auf "diesen Staat" in Artikel 4 Absatz 1 Satz 2 der Mehrrechtsstaat selbst gemeint.
- (2) Bei der Anwendung dieses Übereinkommens gilt Folgendes:
 - a) Die in einer Gebietseinheit eines Mehrrechtsstaats geltende Rechtsordnung umfasst sowohl die Rechtsordnung dieser Gebietseinheit als auch die Rechtsordnung des Mehrrechtsstaats selbst, soweit sie in dieser Gebietseinheit anwendbar ist;
 - b) bestimmt die in einer Gebietseinheit eines Mehrrechtsstaats geltende Rechtsordnung, dass die Rechtsordnung einer anderen Gebietseinheit dieses Staates für die Herbeiführung der Drittwirkung durch öffentliche Anmeldung, Registrierung oder Eintragung maßgebend ist, so ist die Rechtsordnung dieser anderen Gebietseinheit für diese Frage maßgebend.
- (3) Ein Mehrrechtsstaat kann bei der Unterzeichnung, der Ratifikation, der Annahme, der Genehmigung oder dem Beitritt erklären, dass, sofern nach Artikel 5 die Rechtsordnung des Mehrrechtsstaats oder einer seiner Gebietseinheiten anzuwenden ist, nach

den in diesem Mehrrechtsstaat geltenden internen Kollisionsnormen zu entscheiden ist, ob die materiellrechtlichen Normen dieses Mehrrechtsstaats oder einer bestimmten Gebietseinheit dieses Mehrrechtsstaats anzuwenden sind. Ein Mehrrechtsstaat, der eine solche Erklärung abgibt, übermittelt dem Ständigen Büro der Haager Konferenz für Internationales Privatrecht Angaben über den Inhalt dieser Kollisionsnormen.

- (4) Ein Mehrrechtsstaat kann jederzeit erklären, dass, sofern nach Artikel 4 die Rechtsordnung einer seiner Gebietseinheiten anzuwenden ist, die Rechtsordnung dieser Gebietseinheit nur Anwendung findet, wenn der maßgebliche Intermediär innerhalb dieser Gebietseinheit eine Geschäftsstelle hat, welche die in Artikel 4 Absatz 1 Satz 2 genannte Bedingung erfüllt. Diese Erklärung hat keine Wirkung in Bezug auf Verfügungen, die vor dem Wirksamwerden dieser Erklärung getroffen wurden.

Artikel 13 Einheitliche Auslegung

Bei der Auslegung dieses Übereinkommens sind sein internationaler Charakter und die Notwendigkeit zu berücksichtigen, seine einheitliche Anwendung zu fördern.

Artikel 14 Überprüfung der praktischen Durchführung des Übereinkommens

Der Generalsekretär der Haager Konferenz für Internationales Privatrecht beruft in regelmäßigen Abständen eine Spezialkommission zur Prüfung der praktischen Wirkungsweise des Übereinkommens und zur Beratung darüber ein, ob Änderungen dieses Übereinkommens zweckmäßig sind.

KAPITEL IV - ÜBERGANGSBESTIMMUNGEN

Artikel 15 Rangverhältnis zwischen vor und nach Inkrafttreten des Übereinkommens entstandenen Rechten

In einem Vertragsstaat bestimmt die nach diesem Übereinkommen anzuwendende Rechtsordnung, ob ein Recht einer Person an Intermediär-verwahrten Wertpapieren, das nach Inkrafttreten dieses Übereinkommens für diesen Staat entstanden ist, ein konkurrierendes Recht, das vor Inkrafttreten des Übereinkommens für diesen Staat entstanden ist, zum Erlöschen bringt oder ihm gegenüber Vorrang hat.

Artikel 16 Vor Inkrafttreten des Übereinkommens geschlossene Kontovereinbarungen und eröffnete Depotkonten

- (1) Bezugnahmen in diesem Übereinkommen auf eine Kontovereinbarung schließen auch eine Kontovereinbarung ein, die vor Inkrafttreten des Übereinkommens nach Artikel 19 Absatz 1 geschlossen wurde. Bezugnahmen in diesem Übereinkommen auf ein Depotkonto schließen auch ein Depotkonto ein, das vor Inkrafttreten des Übereinkommens nach Artikel 19 Absatz 1 eröffnet wurde.
- (2) Sofern nicht in einer Kontovereinbarung ausdrücklich auf dieses Übereinkommen Bezug genommen wird, wenden die Gerichte eines Vertragsstaats für die Zwecke der

Anwendung des Artikels 4 Absatz 1 auf Kontovereinbarungen, die vor Inkrafttreten des Übereinkommens für diesen Staat nach Artikel 19 geschlossen wurden, die Absätze 3 und 4 an. Ein Vertragsstaat kann bei der Unterzeichnung, der Ratifikation, der Annahme, der Genehmigung oder dem Beitritt erklären, dass seine Gerichte diese Absätze nicht anwenden im Hinblick auf Kontovereinbarungen, die zwar nach Inkrafttreten des Übereinkommens nach Artikel 19 Absatz 1, jedoch vor seinem Inkrafttreten für diesen Staat nach Artikel 19 Absatz 2 geschlossen wurden. Ist der Vertragsstaat ein Mehrrechtsstaat, so kann er eine solche Erklärung in Bezug auf jede seiner Gebietseinheiten abgeben.

- (3) Ausdrückliche Bestimmungen in einer Kontovereinbarung, die nach der für diese maßgebenden Rechtsordnung die Anwendung der in einem bestimmten Staat oder einer Gebietseinheit eines bestimmten Mehrrechtsstaats geltenden Rechtsordnung auf eine der in Artikel 2 Absatz 1 genannten Fragen zur Folge hätten, haben die Wirkung, dass diese Rechtsordnung für alle in Artikel 2 Absatz 1 genannten Fragen maßgebend ist, sofern der maßgebliche Intermediär bei Abschluss der Vereinbarung eine Geschäftsstelle in diesem Staat hatte, welche die in Artikel 4 Absatz 1 Satz 2 genannte Bedingung erfüllte. Ein Vertragsstaat kann bei der Unterzeichnung, der Ratifikation, der Annahme, der Genehmigung oder dem Beitritt erklären, dass seine Gerichte diesen Absatz nicht anwenden im Hinblick auf eine in diesem Absatz beschriebene Kontovereinbarung, in der die Parteien ausdrücklich vereinbart haben, dass das Depotkonto in einem anderen Staat geführt wird. Ist der Vertragsstaat ein Mehrrechtsstaat, so kann er eine solche Erklärung in Bezug auf jede seiner Gebietseinheiten abgeben.
- (4) Haben die Parteien einer Kontovereinbarung, auf die Absatz 3 nicht anwendbar ist, vereinbart, dass das Depotkonto in einem bestimmten Staat oder einer Gebietseinheit eines bestimmten Mehrrechtsstaats geführt wird, so ist auf alle in Artikel 2 Absatz 1 genannten Fragen die in diesem Staat oder dieser Gebietseinheit geltende Rechtsordnung anzuwenden, sofern der maßgebliche Intermediär bei Abschluss der Vereinbarung eine Geschäftsstelle in diesem Staat hatte, welche die in Artikel 4 Absatz 1 Satz 2 genannte Bedingung erfüllte. Eine solche Vereinbarung kann ausdrücklich erfolgen oder sich aus der Gesamtheit der Vertragsbestimmungen oder aus den Begleitumständen ergeben.

KAPITEL V - SCHLUSSBESTIMMUNGEN

Artikel 17 Unterzeichnung, Ratifikation, Annahme, Genehmigung oder Beitritt

- (1) Dieses Übereinkommen liegt für alle Staaten zur Unterzeichnung auf.
- (2) Dieses Übereinkommen bedarf der Ratifikation, Annahme oder Genehmigung durch die Unterzeichnerstaaten.
- (3) Jeder Staat, der dieses Übereinkommen nicht unterzeichnet, kann ihm jederzeit beitreten.

- (4) Die Ratifikations-, Annahme-, Genehmigungs- oder Beitrittsurkunden werden beim Ministerium für Auswärtige Angelegenheiten des Königreichs der Niederlande, dem Verwahrer¹ dieses Übereinkommens, hinterlegt.

Artikel 18 Organisationen der regionalen Wirtschaftsintegration

- (1) Eine Organisation der regionalen Wirtschaftsintegration, die von souveränen Staaten gebildet wird und für bestimmte durch dieses Übereinkommen erfasste Fragen zuständig ist, kann dieses Übereinkommen ebenso unterzeichnen, annehmen, genehmigen oder ihm beitreten. Die Organisation der regionalen Wirtschaftsintegration hat in diesem Fall die Rechte und Pflichten eines Vertragsstaats in dem Umfang, in dem sie für Fragen zuständig ist, die durch dieses Übereinkommen erfasst sind. Sofern in diesem Übereinkommen die Zahl der Vertragsstaaten maßgeblich ist, zählt die Organisation der regionalen Wirtschaftsintegration nicht als weiterer Vertragsstaat zusätzlich zu ihren Mitgliedstaaten, die Vertragsstaaten sind.
- (2) Die Organisation der regionalen Wirtschaftsintegration notifiziert dem Verwahrer² bei der Unterzeichnung, der Annahme, der Genehmigung oder dem Beitritt schriftlich die durch dieses Übereinkommen erfassten Fragen, für die ihr von ihren Mitgliedstaaten die Zuständigkeit übertragen wurde. Die Organisation der regionalen Wirtschaftsintegration notifiziert dem Verwahrer³ schriftlich umgehend jede Veränderung in der Verteilung der in der Notifikation nach diesem Absatz bezeichneten Zuständigkeit sowie jede neu übertragene Zuständigkeit.
- (3) Eine Bezugnahme in diesem Übereinkommen auf einen "Vertragsstaat" oder "Vertragsstaaten" gilt gleichermaßen für eine Organisation der regionalen Wirtschaftsintegration, wenn der Zusammenhang dies erfordert.

Artikel 19 Inkrafttreten

- (1) Dieses Übereinkommen tritt am ersten Tag des Monats in Kraft, der auf einen Zeitabschnitt von drei Monaten nach Hinterlegung der dritten Ratifikations-, Annahme-, Genehmigungs- oder Beitrittsurkunde gemäß Artikel 17 folgt.
- (2) Danach tritt dieses Übereinkommen wie folgt in Kraft:
- a) für jeden Staat oder jede Organisation der regionalen Wirtschaftsintegration nach Artikel 18, der oder die das Übereinkommen später ratifiziert, annimmt, genehmigt oder ihm beitrifft, am ersten Tag des Monats, der auf einen Zeitabschnitt von drei Monaten nach Hinterlegung seiner oder ihrer Ratifikations-, Annahme-, Genehmigungs- oder Beitrittsurkunde folgt;

¹ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

² Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

³ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

- b) für jede Gebietseinheit, auf die dieses Übereinkommen nach Artikel 20 Absatz 1 erstreckt worden ist, am ersten Tag des Monats, der auf einen Zeitabschnitt von drei Monaten nach der Notifikation der in jenem Artikel genannten Erklärung folgt.

Artikel 20 Mehrrechtsstaaten

- (1) Ein Mehrrechtsstaat kann bei der Unterzeichnung, der Ratifikation, der Annahme, der Genehmigung oder dem Beitritt erklären, dass dieses Übereinkommen sich auf alle seine Gebietseinheiten oder nur auf eine oder mehrere derselben erstreckt.
- (2) In dieser Erklärung sind ausdrücklich die Gebietseinheiten zu benennen, in denen dieses Übereinkommen Anwendung findet.
- (3) Gibt ein Staat keine Erklärung nach Absatz 1 ab, so erstreckt sich dieses Übereinkommen auf alle Gebietseinheiten dieses Staates.

Artikel 21 Vorbehalte

Vorbehalte zu diesem Übereinkommen sind nicht zulässig.

Artikel 22 Erklärungen

Für die Zwecke des Artikels 1 Absatz 5, des Artikels 12 Absätze 3 und 4, des Artikels 16 Absätze 2 und 3 sowie des Artikels 20 gilt Folgendes:

- a) Jede Erklärung wird dem Verwahrer⁴ schriftlich notifiziert;
- b) jeder Vertragsstaat kann eine Erklärung jederzeit durch Abgabe einer neuen Erklärung ändern;
- c) jeder Vertragsstaat kann eine Erklärung jederzeit zurücknehmen;
- d) jede bei der Unterzeichnung, der Ratifikation, der Annahme, der Genehmigung oder dem Beitritt abgegebene Erklärung wird gleichzeitig mit dem Inkrafttreten dieses Übereinkommens für den betreffenden Staat wirksam; jede später abgegebene Erklärung und jede neue Erklärung wird am ersten Tag des Monats wirksam, der auf einen Zeitabschnitt von drei Monaten nach dem Tag folgt, an dem der Verwahrer⁵ sie nach Artikel 24 notifiziert hat;
- e) eine Rücknahme einer Erklärung wird am ersten Tag des Monats wirksam, der auf einen Zeitabschnitt von sechs Monaten nach dem Tag folgt, an dem der Verwahrer⁶ sie nach Artikel 24 notifiziert hat.

⁴ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

⁵ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

⁶ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

Artikel 23 Kündigung

- (1) Jeder Vertragsstaat kann dieses Übereinkommen durch eine an den Verwahrer⁷ gerichtete schriftliche Notifikation kündigen. Die Kündigung kann sich auf bestimmte Gebietseinheiten eines Mehrrechtsstaats beschränken, auf die das Übereinkommen angewendet wird.
- (2) Die Kündigung wird am ersten Tag des Monats wirksam, der auf einen Zeitabschnitt von zwölf Monaten nach Eingang der Notifikation beim Verwahrer⁸ folgt. Ist in der Notifikation für das Wirksamwerden der Kündigung ein längerer Zeitabschnitt angegeben, so wird die Kündigung nach Ablauf des entsprechenden Zeitabschnitts nach Eingang der Notifikation beim Verwahrer⁹ wirksam.

Artikel 24 Notifikationen durch den Verwahrer¹⁰

Der Verwahrer¹¹ notifiziert den Mitgliedern der Haager Konferenz für Internationales Privatrecht sowie den anderen Staaten und Organisationen der regionalen Wirtschaftsintegration, die nach den Artikeln 17 und 18 das Übereinkommen unterzeichnet, ratifiziert, angenommen oder genehmigt haben oder ihm beigetreten sind,

- a) jede Unterzeichnung, Ratifikation, Annahme und Genehmigung und jeden Beitritt nach den Artikeln 17 und 18;
- b) den Tag, an dem dieses Übereinkommen nach Artikel 19 in Kraft tritt;
- c) jede Erklärung und jede Rücknahme einer Erklärung nach Artikel 22;
- d) jede Notifikation nach Artikel 18 Absatz 2;
- e) jede Kündigung nach Artikel 23.

Zu Urkund dessen haben die hierzu gehörig befugten Unterzeichneten dieses Übereinkommen unterschrieben.

Geschehen in Den Haag am 20... in englischer und französischer Sprache, wobei jeder Wortlaut gleichermaßen verbindlich ist, in einer Urschrift, die im Archiv der Regierung des Königreichs der Niederlande hinterlegt wird und von der jedem Staat, der zur Zeit der Neunzehnten Tagung der Haager Konferenz für Internationales Privatrecht Mitglied der Konferenz war, sowie jedem Staat, der an dieser Tagung teilgenommen hat, auf diplomatischem Weg eine beglaubigte Abschrift übermittelt wird.

⁷ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

⁸ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

⁹ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

¹⁰ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

¹¹ Für Schweiz und Österreich: "Depositär"

CONVENTION ON THE LAW APPLICABLE TO CERTAIN RIGHTS
IN RESPECT OF SECURITIES HELD WITH AN INTERMEDIARY

The States signatory to the present Convention,

Aware of the urgent practical need in a large and growing global financial market to provide legal certainty and predictability as to the law applicable to securities that are now commonly held through clearing and settlement systems or other intermediaries,

Conscious of the importance of reducing legal risk, systemic risk and associated costs in relation to cross-border transactions involving securities held with an intermediary so as to facilitate the international flow of capital and access to capital markets,

Desiring to establish common provisions on the law applicable to securities held with an intermediary beneficial to States at all levels of economic development,

Recognising that the “Place of the Relevant Intermediary Approach” (or PRIMA) as determined by account agreements with intermediaries provides the necessary legal certainty and predictability,

Have resolved to conclude a Convention to this effect, and have agreed upon the following provisions –

CHAPTER I – DEFINITIONS AND SCOPE OF APPLICATION

Article 1 Definitions and interpretation

1. In this Convention –

- a) “securities” means any shares, bonds or other financial instruments or financial assets (other than cash), or any interest therein;
- b) “securities account” means an account maintained by an intermediary to which securities may be credited or debited;
- c) “intermediary” means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;
- d) “account holder” means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;
- e) “account agreement” means, in relation to a securities account, the agreement with the relevant intermediary governing that securities account;
- f) “securities held with an intermediary” means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account;
- g) “relevant intermediary” means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;
- h) “disposition” means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest, whether possessory or non-possessory;
- i) “perfection” means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;
- j) “office” means, in relation to an intermediary, a place of business at which any of the activities of the intermediary are carried on, excluding a place of business which is intended to be merely temporary and a place of business of any person other than the intermediary;
- k) “insolvency proceeding” means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;
- l) “insolvency administrator” means a person authorised to administer a reorganisation or liquidation, including one authorised on an interim basis, and includes a debtor in possession if permitted by the applicable insolvency law;
- m) “Multi-unit State” means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1);

- n) “writing” and “written” mean a record of information (including information communicated by teletransmission) which is in tangible or other form and is capable of being reproduced in tangible form on a subsequent occasion.
2. References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include –
 - a) a disposition of a securities account;
 - b) a disposition in favour of the account holder’s intermediary;
 - c) a lien by operation of law in favour of the account holder’s intermediary in respect of any claim arising in connection with the maintenance and operation of a securities account.
 3. A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –
 - a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or
 - b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.
 4. Subject to paragraph (5), a person shall be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention in relation to securities which are credited to securities accounts which it maintains in the capacity of a central securities depository or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains.
 5. In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, the Contracting State under whose law those securities are constituted may, at any time, make a declaration that the person which operates that system shall not be an intermediary for the purposes of this Convention.

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

1. This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –
 - a) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of the rights resulting from a credit of securities to a securities account;
 - b) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of a disposition of securities held with an intermediary;
 - c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

- d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over another person's interest;
 - e) the duties, if any, of an intermediary to a person other than the account holder who asserts in competition with the account holder or another person an interest in securities held with that intermediary;
 - f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary;
 - g) whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds.
2. This Convention determines the law applicable to the issues specified in paragraph (1) in relation to a disposition of or an interest in securities held with an intermediary even if the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are determined in accordance with paragraph (1)(a) to be contractual in nature.
 3. Subject to paragraph (2), this Convention does not determine the law applicable to –
 - a) the rights and duties arising from the credit of securities to a securities account to the extent that such rights or duties are purely contractual or otherwise purely personal;
 - b) the contractual or other personal rights and duties of parties to a disposition of securities held with an intermediary; or
 - c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

Article 3 Internationality

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

CHAPTER II – APPLICABLE LAW

Article 4 Primary rule

1. The law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State expressly agreed in the account agreement as the State whose law governs the account agreement or, if the account agreement expressly provides that another law is applicable to all such issues, that other law. The law designated in accordance with this provision applies only if the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, which –
 - a) alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State –

- i)* effects or monitors entries to securities accounts;
 - ii)* administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary; or
 - iii)* is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts; or
 - b)* is identified by an account number, bank code, or other specific means of identification as maintaining securities accounts in that State.
2. For the purposes of paragraph (1)(a), an office is not engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts –
- a)* merely because it is a place where the technology supporting the bookkeeping or data processing for securities accounts is located;
 - b)* merely because it is a place where call centres for communication with account holders are located or operated;
 - c)* merely because it is a place where the mailing relating to securities accounts is organised or files or archives are located; or
 - d)* if it engages solely in representational functions or administrative functions, other than those related to the opening or maintenance of securities accounts, and does not have authority to make any binding decision to enter into any account agreement.
3. In relation to a disposition by an account holder of securities held with a particular intermediary in favour of that intermediary, whether or not that intermediary maintains a securities account on its own records for which it is the account holder, for the purposes of this Convention –
- a)* that intermediary is the relevant intermediary;
 - b)* the account agreement between the account holder and that intermediary is the relevant account agreement;
 - c)* the securities account for the purposes of Article 5(2) and (3) is the securities account to which the securities are credited immediately before the disposition.

Article 5 Fall-back rules

1. If the applicable law is not determined under Article 4, but it is expressly and unambiguously stated in a written account agreement that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which that office was then located, provided that such office then satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). In determining whether an account agreement expressly and unambiguously states that the relevant

intermediary entered into the account agreement through a particular office, none of the following shall be considered –

- a) a provision that notices or other documents shall or may be served on the relevant intermediary at that office;
 - b) a provision that legal proceedings shall or may be instituted against the relevant intermediary in a particular State or in a particular territorial unit of a Multi-unit State;
 - c) a provision that any statement or other document shall or may be provided by the relevant intermediary from that office;
 - d) a provision that any service shall or may be provided by the relevant intermediary from that office;
 - e) a provision that any operation or function shall or may be carried on or performed by the relevant intermediary at that office.
2. If the applicable law is not determined under paragraph (1), that law is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, under whose law the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened; if, however, the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised under the law of a Multi-unit State and not that of one of its territorial units, the applicable law is the law in force in the territorial unit of that Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.
3. If the applicable law is not determined under either paragraph (1) or paragraph (2), that law is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.

Article 6 Factors to be disregarded

In determining the applicable law in accordance with this Convention, no account shall be taken of the following factors –

- a) the place where the issuer of the securities is incorporated or otherwise organised or has its statutory seat or registered office, central administration or place or principal place of business;
- b) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

- c) the place where a register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located; or
- d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located.

Article 7 Protection of rights on change of the applicable law

1. This Article applies if an account agreement is amended so as to change the applicable law under this Convention.
2. In this Article –
 - a) “the new law” means the law applicable under this Convention after the change;
 - b) “the old law” means the law applicable under this Convention before the change.
3. Subject to paragraph (4), the new law governs all the issues specified in Article 2(1).
4. Except with respect to a person who has consented to a change of law, the old law continues to govern –
 - a) the existence of an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law and the perfection of a disposition of those securities made before the change of law;
 - b) with respect to an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law –
 - i) the legal nature and effects of such an interest against the relevant intermediary and any party to a disposition of those securities made before the change of law;
 - ii) the legal nature and effects of such an interest against a person who after the change of law attaches the securities;
 - iii) the determination of all the issues specified in Article 2(1) with respect to an insolvency administrator in an insolvency proceeding opened after the change of law;
 - c) priority as between parties whose interests arose before the change of law.
5. Paragraph (4)(c) does not preclude the application of the new law to the priority of an interest that arose under the old law but is perfected under the new law.

Article 8 Insolvency

1. Notwithstanding the opening of an insolvency proceeding, the law applicable under this Convention governs all the issues specified in Article 2(1) with respect to any event that has occurred before the opening of that insolvency proceeding.
2. Nothing in this Convention affects the application of any substantive or procedural insolvency rules, including any rules relating to –

- a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or
- b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding.

CHAPTER III – GENERAL PROVISIONS

Article 9 General applicability of the Convention

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 10 Exclusion of choice of law rules (renvoi)

In this Convention, the term “law” means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 11 Public policy and internationally mandatory rules

1. The application of the law determined under this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.
2. This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.
3. This Article does not permit the application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the applicable law under this Convention.

Article 12 Determination of the applicable law for Multi-unit States

1. If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State –
 - a) the references to “State” in the first sentence of Article 4(1) are to that territorial unit;
 - b) the references to “that State” in the second sentence of Article 4(1) are to the Multi-unit State itself.
2. In applying this Convention –
 - a) the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself;
 - b) if the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State designates the law of another territorial unit of that State to govern perfection by public filing, recording or registration, the law of that other territorial unit governs that issue.

3. A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that if, under Article 5, the applicable law is that of the Multi-unit State or one of its territorial units, the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration shall communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau of the Hague Conference on Private International Law.
4. A Multi-unit State may, at any time, make a declaration that if, under Article 4, the applicable law is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit applies only if the relevant intermediary has an office within that territorial unit which satisfies the condition specified in the second sentence of Article 4(1). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Article 13 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard shall be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 14 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of this Convention and to consider whether any amendments to this Convention are desirable.

CHAPTER IV – TRANSITION PROVISIONS

Article 15 Priority between pre-Convention and post-Convention interests

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines whether a person's interest in securities held with an intermediary acquired after this Convention entered into force for that State extinguishes or has priority over another person's interest acquired before this Convention entered into force for that State.

Article 16 Pre-Convention account agreements and securities accounts

1. References in this Convention to an account agreement include an account agreement entered into before this Convention entered into force in accordance with Article 19(1). References in this Convention to a securities account include a securities account opened before this Convention entered into force in accordance with Article 19(1).
2. Unless an account agreement contains an express reference to this Convention, the courts of a Contracting State shall apply paragraphs (3) and (4) in applying Article 4(1) with respect to account agreements entered into before the entry into force of this Convention for that State in accordance with Article 19. A Contracting State may, at

the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that its courts shall not apply those paragraphs with respect to account agreements entered into after the entry into force of this Convention in accordance with Article 19(1) but before the entry into force of this Convention for that State in accordance with Article 19(2). If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units.

3. Any express terms of an account agreement which would have the effect, under the rules of the State whose law governs that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular Multi-unit State, applies to any of the issues specified in Article 2(1), shall have the effect that such law governs all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). A Contracting State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that its courts shall not apply this paragraph with respect to an account agreement described in this paragraph in which the parties have expressly agreed that the securities account is maintained in a different State. If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units.
4. If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (3) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular Multi-unit State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

CHAPTER V – FINAL CLAUSES

Article 17 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

1. This Convention shall be open for signature by all States.
2. This Convention is subject to ratification, acceptance or approval by the signatory States.
3. Any State which does not sign this Convention may accede to it at any time.
4. The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of this Convention.

Article 18 Regional Economic Integration Organisations

1. A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.
2. The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, notify the Depositary in writing specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary in writing of any changes to the distribution of competence specified in the notice in accordance with this paragraph and any new transfer of competence.
3. Any reference to a “Contracting State” or “Contracting States” in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

Article 19 Entry into force

1. This Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 17.
2. Thereafter this Convention shall enter into force –
 - a) for each State or Regional Economic Integration Organisation referred to in Article 18 subsequently ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;
 - b) for a territorial unit to which this Convention has been extended in accordance with Article 20(1), on the first day of the month following the expiration of three months after the notification of the declaration referred to in that Article.

Article 20 Multi-unit States

1. A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them.
2. Any such declaration shall state expressly the territorial units to which this Convention applies.

3. If a State makes no declaration under paragraph (1), this Convention extends to all territorial units of that State.

Article 21 Reservations

No reservation to this Convention shall be permitted.

Article 22 Declarations

For the purposes of Articles 1(5), 12(3) and (4), 16(2) and (3) and 20 –

- a) any declaration shall be notified in writing to the Depositary;
- b) any Contracting State may modify a declaration by submitting a new declaration at any time;
- c) any Contracting State may withdraw a declaration at any time;
- d) any declaration made at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession shall take effect simultaneously with the entry into force of this Convention for the State concerned; any declaration made at a subsequent time and any new declaration shall take effect on the first day of the month following the expiration of three months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24;
- e) a withdrawal of a declaration shall take effect on the first day of the month following the expiration of six months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24.

Article 23 Denunciation

1. A Contracting State may denounce this Convention by a notification in writing to the Depositary. The denunciation may be limited to certain territorial units of a Multi-unit State to which this Convention applies.
2. The denunciation shall take effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the date on which the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation shall take effect upon the expiration of such longer period after the date on which the notification is received by the Depositary.

Article 24 Notifications by the Depositary

The Depositary shall notify the Members of the Hague Conference on Private International Law, and other States and Regional Economic Integration Organisations which have signed, ratified, accepted, approved or acceded in accordance with Articles 17 and 18, of the following –

- a) the signatures and ratifications, acceptances, approvals and accessions referred to in Articles 17 and 18;

- b) the date on which this Convention enters into force in accordance with Article 19;
- c) the declarations and withdrawals of declarations referred to in Article 22;
- d) the notifications referred to in Article 18(2);
- e) the denunciations referred to in Article 23.

In witness whereof the undersigned, being duly authorised thereto, have signed this Convention.

Done at The Hague, on the day of 20..., in the English and French languages, both texts being equally authentic, in a single copy which shall be deposited in the archives of the Government of the Kingdom of the Netherlands, and of which a certified copy shall be sent, through diplomatic channels, to each of the Member States of the Hague Conference on Private International Law as of the date of its Nineteenth Session and to each State which participated in that Session.

CONVENTION SUR LA LOI APPLICABLE À CERTAINS DROITS SUR DES TITRES DÉTENUS AUPRÈS D'UN INTERMÉDIAIRE

Les Etats signataires de la présente Convention,

Conscients du besoin pratique urgent, dans un marché financier mondial de plus en plus étendu, de conférer certitude et prévisibilité à la détermination de la loi applicable aux titres qui sont aujourd'hui communément détenus par le biais de systèmes de compensation et de règlement-livraison ou d'autres intermédiaires,

Sensibles, en vue de faciliter les flux internationaux de capitaux et l'accès aux marchés des capitaux, à l'intérêt essentiel qu'il y a à réduire les risques juridiques, les risques systémiques et les coûts correspondants, liés aux opérations transfrontières portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire,

Désireux d'établir des dispositions communes sur la loi applicable aux titres détenus auprès d'un intermédiaire pouvant bénéficier à tous les Etats, quel que soit leur niveau de développement économique,

Reconnaissant que "l'approche du lieu de l'intermédiaire pertinent" (PRIMA) telle que déterminée par des conventions de compte avec des intermédiaires, assure la certitude juridique et la prévisibilité nécessaires,

Sont résolus de conclure une Convention à cet effet et sont convenus des dispositions suivantes:

CHAPITRE I – DÉFINITIONS ET CHAMP D'APPLICATION

Article 1 Définitions et interprétation

1. Dans la présente Convention:

- a) “titres” désigne toutes actions, obligations ou autres instruments financiers ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres;
- b) “compte de titres” désigne un compte tenu par un intermédiaire sur lequel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités;
- c) “intermédiaire” désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou tant pour autrui que pour compte propre, et agit en cette qualité;
- d) “titulaire de compte” désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres;
- e) “convention de compte” désigne, pour un compte de titres, la convention avec l'intermédiaire pertinent régissant ce compte de titres;
- f) “titres détenus auprès d'un intermédiaire” désigne les droits d'un titulaire de compte résultant du crédit de titres à un compte de titres;
- g) “intermédiaire pertinent” désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire de compte;
- h) “transfert” désigne tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession;
- i) “opposabilité” désigne l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer le plein effet d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert;
- j) “établissement” désigne, par rapport à un intermédiaire, un lieu d'activité professionnelle où l'une des activités de l'intermédiaire est exercée, à l'exclusion d'un lieu destiné à l'exercice purement temporaire d'activités professionnelles et d'un lieu d'activité de toute personne autre que l'intermédiaire;
- k) “procédure d'insolvabilité” désigne une procédure collective judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation;
- l) “administrateur d'insolvabilité” désigne une personne qui est autorisée à administrer une procédure de redressement ou de liquidation, y compris à titre provisoire, et comprend un débiteur non dessaisi si la loi applicable en matière d'insolvabilité le permet;
- m) “Etat à plusieurs unites” désigne un Etat dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet Etat ou cet Etat et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont

leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'article 2(1);

n) "écrit" désigne une information (y compris celle transmise par télécommunication) qui se présente sur un support matériel ou sous une autre forme de support, qui peut être reproduite ultérieurement sur un support matériel.

2. Toute référence dans la présente Convention à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire comprend:

a) un transfert ayant comme objet un compte de titres;

b) un transfert en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte;

c) un privilège légal en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte relatif à toute créance née en relation avec la tenue et le fonctionnement d'un compte de titres.

3. Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison:

a) qu'elle agit en tant qu'agent de registre ou de transfert d'un émetteur de titres; ou

b) qu'elle tient dans ses propres livres des écritures portant sur des titres inscrits en compte de titres tenu par un intermédiaire au nom d'autres personnes pour lesquelles elle agit comme gestionnaire, agent ou autrement dans une qualité purement administrative.

4. Sous réserve du paragraphe (5), une personne est considérée, au sens de la présente Convention, comme intermédiaire pour des titres inscrits en compte de titres qu'elle tient en qualité de dépositaire central de titres ou qui sont autrement transférables par voie d'inscription entre les comptes de titres qu'elle tient.

5. Pour des titres inscrits en compte de titres tenu par une personne en qualité d'opérateur d'un système pour la tenue et le transfert de tels titres sur les livres de l'émetteur ou d'autres livres qui constituent l'inscription primaire des droits sur ces titres envers l'émetteur, l'Etat contractant dont la loi régit la création de ces titres peut, à tout moment, faire une déclaration afin que la personne qui opère ce système ne soit pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention.

Article 2 Champ d'application matériel de la Convention et domaine de la loi applicable

1. La présente Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes concernant des titres détenus auprès d'un intermédiaire:

a) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers des droits résultant du crédit de titres à un compte de titres;

b) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire;

- c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire;
 - d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne;
 - e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire à l'encontre du titulaire de compte ou d'une autre personne;
 - f) les éventuelles conditions de réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire;
 - g) si le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, ou autres distributions, ou aux remboursements, produits de cession ou tous autres produits.
2. La présente Convention détermine la loi applicable aux questions mentionnées au paragraphe (1) concernant un transfert de titres ou d'un droit sur ces titres détenus auprès d'un intermédiaire, même si les droits résultant du crédit de ces titres à un compte de titres sont déterminés, conformément au paragraphe (1)(a), comme étant de nature contractuelle.
3. Sous réserve du paragraphe (2), la présente Convention ne détermine pas la loi applicable:
- a) aux droits et obligations résultant du crédit de titres à un compte de titres, dans la mesure où ces droits et obligations sont de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle;
 - b) aux droits et obligations contractuels ou personnels des parties à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire; et
 - c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur, que ce soit à l'égard du titulaire des droits sur les titres ou de toute autre personne.

Article 3 Caractère international d'une situation

La présente Convention s'applique à toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats.

CHAPITRE II – LOI APPLICABLE

Article 4 Rattachement principal

1. La loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) est la loi en vigueur de l'Etat convenue expressément dans la convention de compte comme régissant celle-ci ou, si la convention de compte désigne expressément une autre loi applicable

à toutes ces questions, cette autre loi. La loi désignée conformément à la présente disposition ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent a, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat, qui:

- a) soit seul, soit avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent, dans cet Etat ou dans un autre Etat:
 - i) effectue ou assure le suivi des inscriptions en comptes de titres;
 - ii) gère les paiements ou les opérations sur titres relatifs à des titres détenus auprès de l'intermédiaire; ou
 - iii) exerce autrement à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres; ou
- b) est identifié comme tenant des comptes de titres dans cet Etat au moyen d'un numéro de compte, d'un code bancaire ou d'un autre mode d'identification spécifique.

2. Pour les besoins du paragraphe (1)(a), un établissement n'exerce pas, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres:

- a) au seul motif que les installations de traitement de données ou de comptabilité de comptes de titres y sont situées;
- b) au seul motif que des centres d'appel pour communiquer avec des titulaires de compte y sont situés ou exploités;
- c) au seul motif que le courrier relatif aux comptes de titres y est organisé ou que des dossiers ou des archives s'y trouvent; ou que
- d) lorsque cet établissement remplit exclusivement des fonctions de représentation ou administratives, autres que celles se rapportant à l'ouverture ou à la tenue de comptes de titres, et qu'il n'a pas le pouvoir de conclure une convention de compte.

3. En cas d'un transfert de titres détenus par un titulaire de compte auprès d'un intermédiaire effectué en faveur de ce dernier, que celui-ci tienne ou non dans ses livres un compte propre, pour les besoins de la présente Convention:

- a) cet intermédiaire est l'intermédiaire pertinent;
- b) la convention de compte entre le titulaire de compte et cet intermédiaire constitue la convention pertinente;
- c) le compte de titres visé à l'article 5(2) et (3) est le compte auquel les titres sont crédités immédiatement avant le transfert.

Article 5 Rattachements subsidiaires

1. Si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu de l'article 4, mais qu'il ressort expressément et sans ambiguïté d'une convention de compte écrite que celle-ci a été

conclue via un établissement particulier de l'intermédiaire pertinent, la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), est la loi en vigueur dans l'Etat, ou dans l'unité territoriale de l'Etat à plusieurs unités, dans lequel cet établissement était alors situé, si celui-ci remplissait la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Afin de déterminer s'il ressort expressément et sans ambiguïté d'une convention de compte que celle-ci a été conclue via un établissement particulier de l'intermédiaire pertinent, les éléments suivants ne peuvent pas être pris en considération:

- a) une clause stipulant qu'un acte ou tout autre document peut ou doit être notifié à l'intermédiaire pertinent à cet établissement;
- b) une clause stipulant que l'intermédiaire pertinent peut ou doit être assigné en justice dans un Etat particulier ou dans une unité territoriale particulière d'un Etat à plusieurs unités;
- c) une clause stipulant qu'un relevé de compte ou tout autre document peut ou doit être fourni par l'intermédiaire pertinent depuis cet établissement;
- d) une clause stipulant qu'un service peut ou doit être fourni par l'intermédiaire pertinent depuis cet établissement;
- e) une clause stipulant qu'une opération ou fonction peut ou doit être accomplie par l'intermédiaire pertinent à cet établissement.

2. Si la loi applicable n'est pas déterminée en vertu du paragraphe (1), cette loi est la loi en vigueur dans l'Etat, ou dans l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dont la loi régit la constitution ou, à défaut, l'organisation de l'intermédiaire pertinent au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres; toutefois, si l'intermédiaire pertinent est constitué ou, à défaut, organisé en vertu de la loi d'un Etat à plusieurs unités, mais non pas en vertu de la loi d'une unité territoriale de cet Etat, la loi applicable est la loi en vigueur dans l'unité territoriale de cet Etat à plusieurs unités dans laquelle il exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, la loi de l'unité territoriale dans laquelle est situé son principal lieu d'activité, au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres.

3. Si la loi applicable n'est déterminée ni en vertu du paragraphe (1) ni en vertu du paragraphe (2), cette loi est la loi en vigueur dans l'Etat, ou dans l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en l'absence d'un lieu unique, l'Etat, ou l'unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, dans lequel est situé son principal lieu d'activité au moment de la conclusion de la convention de compte écrite, ou en l'absence d'une telle convention, au moment de l'ouverture du compte de titres.

Article 6 Critères exclus

Pour déterminer la loi applicable en vertu de la présente Convention, il ne peut être tenu compte des éléments suivants:

- a) le lieu de constitution ou, à défaut, d'organisation ou du siège social de l'émetteur des titres, de son administration centrale ou de son lieu ou principal lieu d'activité;
- b) les lieux où sont situés les certificats représentant les titres ou constituant la preuve de l'existence de ceux-ci;
- c) le lieu où est tenu, par ou pour le compte de l'émetteur des titres, un registre des titulaires des titres;
- d) le lieu de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

Article 7 Protection des droits en cas de changement de la loi applicable

1. Le présent article s'applique lorsqu'une convention de compte est modifiée de manière à changer la loi applicable en vertu de la présente Convention.
2. Pour les besoins du présent article:
 - a) la «nouvelle loi» désigne la loi applicable en vertu de la présente Convention après le changement;
 - b) «l'ancienne loi» désigne la loi applicable en vertu de la présente Convention avant le changement.
3. Sous réserve du paragraphe (4), la nouvelle loi régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1).
4. Sauf à l'égard d'une personne ayant consenti au changement de la loi, l'ancienne loi demeure applicable:
 - a) à l'existence d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi ainsi qu'à un transfert de ces titres rendu opposable avant le changement de la loi;
 - b) s'agissant d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi,
 - i) à la nature juridique et aux effets d'un tel droit à l'égard de l'intermédiaire pertinent et de toute personne partie à un transfert de ces titres effectué avant le changement de la loi;
 - ii) à la nature juridique et aux effets d'un tel droit à l'égard d'une personne qui, après le changement de la loi, procède à une saisie sur ces titres;
 - iii) à la détermination de toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) à l'égard d'un administrateur d'insolvabilité dans une procédure d'insolvabilité ouverte après le changement de la loi;

- c) à la priorité entre parties dont les droits sont nés avant le changement de la loi applicable.
5. Le paragraphe (4)(c) n'écarte pas l'application de la nouvelle loi concernant la priorité d'un droit né sous l'ancienne loi mais qui a été rendu opposable en vertu de la nouvelle loi.

Article 8 Insolvabilité

1. Nonobstant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, la loi applicable en vertu de la présente Convention régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) en rapport avec tout évènement intervenu avant l'ouverture de cette procédure.
2. La présente Convention ne porte pas atteinte à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure en matière d'insolvabilité, telle que celle relative:
 - a) au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou effectué en fraude des droits des créanciers; ou
 - b) à l'exercice de droits à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

CHAPITRE III – DISPOSITIONS GENERALES

Article 9 Applicabilité générale de la Convention

La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant.

Article 10 Exclusion du renvoi

Au sens de la présente Convention, le terme «loi» désigne le droit en vigueur dans un Etat, à l'exclusion des règles de conflit de lois.

Article 11 Ordre public et lois de police

1. L'application de la loi déterminée en vertu de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.
2. La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.
3. Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant aux priorités entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu du présent article, sauf si la loi du for est la loi applicable en vertu de la présente Convention.

Article 12 Détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités

1. Si le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent ont convenu que la loi applicable est la loi d'une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités,
 - a) la référence à «l'Etat» dans la première phrase de l'article 4(1) vise cette unité territoriale;
 - b) les références à «cet Etat» dans la deuxième phrase de l'article 4(1) visent l'Etat à plusieurs unités concerné.
2. Pour l'application de la présente Convention,
 - a) la loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités vise aussi bien la loi de cette unité territoriale que, dans la mesure où elle est applicable dans cette unité territoriale, la loi de l'Etat à plusieurs unités concerné;
 - b) si la loi en vigueur dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités désigne la loi d'une autre unité territoriale du même Etat comme étant la loi régissant l'opposabilité par voie de dépôt public, d'inscription publique ou d'enregistrement public, la loi qui régit cette question est la loi de cette autre unité territoriale.
3. Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration énonçant que si, en vertu de l'article 5, la loi applicable est la loi de cet Etat à plusieurs unités ou de l'une de ses unités territoriales, les règles de conflit internes en vigueur dans cet Etat à plusieurs unités détermineront si ce sont les règles de droit matériel de cet Etat à plusieurs unités ou d'une unité territoriale spécifique de cet Etat à plusieurs unités qui s'appliquent. Un Etat à plusieurs unités qui fait une telle déclaration doit communiquer les informations relatives au contenu de ces règles de conflit internes au Bureau Permanent de la Conférence de La Haye de droit international privé.
4. Un Etat à plusieurs unités peut, à tout moment, faire une déclaration précisant que si la loi applicable en vertu de l'article 4 est la loi de l'une de ses unités territoriales, la loi de cette unité territoriale s'applique uniquement si l'intermédiaire pertinent a un établissement dans cette unité territoriale qui remplit la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Une telle déclaration n'a aucun effet sur un transfert effectué avant que la déclaration ne prenne effet.

Article 13 Interprétation uniforme

Pour l'interprétation de la présente Convention, il sera tenu compte de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité de son application.

Article 14 Examen du fonctionnement pratique de la Convention

Le Secrétaire général de la Conférence de La Haye de droit international privé convoque périodiquement une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la présente Convention et l'opportunité d'apporter des modifications à celle-ci.

CHAPITRE IV – DISPOSITIONS TRANSITOIRES

Article 15 Priorité entre droits nés avant et après l'entrée en vigueur de la Convention

Dans un Etat contractant, la loi applicable en vertu de la présente Convention détermine si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire acquis après l'entrée en vigueur de la présente Convention pour cet Etat, a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne acquis avant l'entrée en vigueur de la présente Convention pour cet Etat.

Article 16 Conventions de compte conclues et comptes de titres ouverts avant l'entrée en vigueur de la Convention

1. Toute référence dans la présente Convention à une convention de compte vise également une convention de compte conclue avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19(1). Toute référence dans la présente Convention à un compte de titres vise également un compte de titres ouvert avant l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19(1).
2. A moins qu'une convention de compte ne contienne une référence expresse à la présente Convention, les tribunaux d'un Etat contractant appliqueront les paragraphes (3) et (4) pour les besoins de l'application de l'article 4(1) aux conventions de compte conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet Etat conformément à l'article 19. Un Etat contractant peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas lesdits paragraphes aux conventions de compte conclues après l'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19(1), mais conclues avant l'entrée en vigueur de la présente Convention dans cet Etat conformément à l'article 19(2). Si l'Etat contractant est un Etat à plusieurs unités territoriales, il peut faire une telle déclaration pour l'une de ses unités territoriales.
3. Toute clause expresse d'une convention de compte qui conduirait en vertu des règles de l'Etat dont la loi régit cette convention, à appliquer la loi en vigueur dans un Etat, ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, à toute question mentionnée à l'article 2(1), aura pour effet que cette loi régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un Etat contractant peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas le présent paragraphe aux conventions de compte

visées au présent paragraphe et dans lesquelles les parties ont expressément convenu que le compte de titres est maintenu dans un autre Etat. Si l'Etat contractant est un Etat à plusieurs unités territoriales, il peut faire une telle déclaration pour l'une de ses unités territoriales.

4. Lorsque les parties à une convention de compte, autre que celles visées au paragraphe (3), ont convenu que le compte de titres serait maintenu dans un Etat ou dans une unité territoriale d'un Etat à plusieurs unités, la loi en vigueur dans cet Etat ou cette unité territoriale s'applique à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1), si l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat remplissant la condition prévue à la deuxième phrase de l'article 4(1). Un tel accord peut être exprès ou résulter de manière implicite des dispositions du contrat dans son ensemble ou des circonstances extérieures à celui-ci.

CHAPITRE V – CLAUSES FINALES

Article 17 Signature, Ratification, Acceptation, Approbation ou Adhésion

1. La présente Convention est ouverte à la signature de tous les Etats.
2. La présente Convention est sujette à ratification, acceptation ou approbation des Etats signataires.
3. Un Etat qui ne signe pas la présente Convention peut y adhérer à tout moment.
4. Les instruments de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion seront déposés auprès du Ministère des Affaires Etrangères du Royaume des Pays-Bas, Dépositaire de la présente Convention.

Article 18 Organisations régionales d'intégration économique

1. Une organisation régionale d'intégration économique constituée par des Etats souverains et ayant compétence sur certaines matières régies par la présente Convention peut également signer, accepter et approuver la présente Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique aura les mêmes droits et obligations qu'un Etat contractant, dans la mesure où cette organisation a compétence sur des matières régies par la présente Convention. Lorsque le nombre d'Etats contractants est pertinent dans la présente Convention, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme Etat contractant en plus de ses Etats membres qui sont des Etats contractants.
2. Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique notifie au Dépositaire par écrit les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses Etats membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit notifier sans retard au Dépositaire, par écrit, toute modification inter-

venue dans la délégation de compétence précisée dans la notification faite en vertu du présent paragraphe, ainsi que toute nouvelle délégation de compétence.

3. Toute référence à «Etat contractant» ou «Etats contractants» dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique, lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi.

Article 19 Entrée en vigueur

1. La présente Convention entrera en vigueur le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion prévu par l'article 17.
2. Par la suite, la présente Convention entrera en vigueur:
 - a) pour chaque Etat ou organisation régionale d'intégration économique au sens de l'article 18 ratifiant, acceptant, approuvant ou y adhérant postérieurement, le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après le dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion;
 - b) pour les unités territoriales auxquelles la présente Convention a été étendue conformément à l'article 20(1), le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de trois mois après la notification de la déclaration visée dans ledit article.

Article 20 Etats à plusieurs unités

1. Un Etat à plusieurs unités peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration ayant pour effet que la présente Convention s'appliquera à toutes ses unités territoriales ou uniquement à l'une ou à plusieurs d'entre elles.
2. Ces déclarations devront indiquer expressément les unités territoriales auxquelles la présente Convention s'applique.
3. Si un Etat ne fait pas de déclaration en vertu du paragraphe (1), la présente Convention s'appliquera à l'ensemble du territoire de cet Etat.

Article 21 Réserves

Aucune réserve à la présente Convention n'est admise.

Article 22 Déclarations

Aux fins des articles 1(5), 12(3) et (4), 16(2) et (3), et 20:

- a) toute déclaration doit être notifiée par écrit au Dépositaire;
- b) tout Etat contractant peut à tout moment modifier une déclaration en faisant une nouvelle déclaration;

- c) tout Etat contractant peut retirer une déclaration à tout moment;
- d) toute déclaration faite au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion prend effet simultanément avec l'entrée en vigueur de la présente Convention pour l'Etat concerné; toute déclaration faite à un moment ultérieur et toute nouvelle déclaration prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de trois mois après la date de la notification faite par le Dépositaire conformément à l'article 24;
- e) un retrait d'une déclaration prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'un délai de six mois après la date de la notification faite par le Dépositaire conformément à l'article 24.

Article 23 Dénonciation

1. Tout Etat contractant pourra dénoncer la présente Convention par une notification par écrit au Dépositaire. La dénonciation pourra se limiter à certaines unités territoriales d'un Etat à plusieurs unités auxquelles s'applique la Convention.
2. La dénonciation prendra effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de douze mois après la date de réception de la notification par le Dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet de la dénonciation est spécifiée dans la notification, la dénonciation prendra effet à l'expiration de la période en question après la date de réception de la notification par le Dépositaire.

Article 24 Notifications par le Dépositaire

Le Dépositaire notifiera aux Membres de la Conférence de La Haye de droit international privé, ainsi qu'aux autres Etats et aux organisations régionales d'intégration économique qui ont signé, ratifié, accepté, approuvé ou adhéré conformément aux articles 17 et 18, les renseignements suivants:

- a) les signatures et ratifications, acceptations, approbations et adhésions prévues aux articles 17 et 18;
- b) la date d'entrée en vigueur de la présente Convention conformément à l'article 19;
- c) les déclarations et retraits des déclarations prévues à l'article 22;
- d) les notifications prévues à l'article 18(2);
- e) les dénonciations prévues à l'article 23.

En foi de quoi, les soussignés, dûment autorisés, ont signé la présente Convention.

Fait à La Haye, le 20..., en français et en anglais, les deux textes faisant également foi, en un seul exemplaire, qui sera déposé dans les archives du Gouvernement du Royaume des Pays-Bas et dont une copie certifiée conforme sera remise, par la voie diplomatique, à chacun des Etats membres de la Conférence de La Haye de droit international privé lors de sa Dix-neuvième session, ainsi qu'à tout Etat ayant participé à cette Session.