



Florian Louis Steiner\*

## Zur Revision des Bucheffektengesetzes

### Inhaltsübersicht

- I. Ausgangslage
- II. Die Änderungen im Einzelnen
  1. Bucheffekten im Zuge grenzüberschreitender Verwahrungsketten (Art. 3 Abs. 1<sup>bis</sup> BEG)
  2. Zentralverwahrer (Art. 4 Abs. 2 lit. d BEG)
  3. Verfügung durch Gutschrift (Art. 24 Abs. 2 BEG)
    - 3.1 Streitfrage des regulären Pfandrechts durch Umbuchung
    - 3.2 Die Bucheffekte als qualifizierte Buchung
    - 3.3 Auswahl an Meinungen im neueren Schrifttum zur These der Bucheffekte als qualifizierte Buchung
    - 3.4 Auswirkungen hinsichtlich des regulären Pfandrechts
  4. Verfügung in allgemeiner Hinsicht mittels Kontrollvereinbarung (Art. 25 BEG)
  5. Objekt der Verfügung (Art. 25 Abs. 2 BEG)
  6. Vereinbarung mit der Verwahrungsstelle (Art. 26 BEG)
  7. Rangfolge (Art. 30 BEG)
  8. Verwertungsbefugnis (Art. 31 Abs. 1 BEG)
- III. Schlussbetrachtung

### I. Ausgangslage

Das Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz, BEG) ist am 1. Januar 2010 in Kraft getreten und regelt verschiedene Themenbereiche im Rahmen der mediatisierten Effektenverwahrung. Im Zuge des Inkrafttretens des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG) am 1. Januar 2016<sup>1</sup> wurden gewisse Bestimmungen des BEG geändert. Mit dem FinfraG ist insbesondere beabsichtigt, Organisation und Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen in ihrer Gesamtheit zu regeln.<sup>2</sup> Das System der mediatisierten Effektenverwahrung wird dabei zu Recht als Teil der Finanzmarktinfrastruktur eingestuft.<sup>3</sup> Entsprechend ist es nicht in grundsätzlicher Art und

Weise zu beanstanden, wenn sich das BEG dem Einflussbereich des FinfraG nicht komplett entzieht.

Man kommt jedoch nicht umhin, die vom Bundesrat resp. von der Bundesverwaltung gewählte Vorgehensweise, nämlich die Änderungen des BEG als blosse Anpassungen an Terminologie und Struktur des FinfraG darzustellen, zu rügen. Wie noch zu zeigen sein wird, erschliesst sich bei näherem Hinsehen, dass verschiedene Eingriffe in das BEG keineswegs von bloss minimalinvasiver Natur sind. Entsprechend wäre es m.E. angezeigt gewesen, die Änderungen des BEG dem Gesetzgeber im Rahmen einer eigenständigen Gesetzesvorlage zur Beratung zu unterbreiten.

Darüber hinaus ist das BEG in seinem deutlich überwiegenden Gehalt dem Finanzmarktprivatrecht zuzurechnen,<sup>4</sup> das FinfraG demgegenüber der öffentlich-rechtlichen Finanzmarktregulierung. Eine Änderung des BEG im Gleichschritt mit dem Inkrafttreten des FinfraG, welche über eine blosse Nachverfolgung einer einheitlichen Terminologie bei weitem hinausgeht, drängt sich damit abermals nicht auf. Die nachfolgenden Ausführungen bilden eine Kommentierung der auf den 1. Januar 2016 in Kraft getretenen Änderungen des BEG.

### II. Die Änderungen im Einzelnen

#### 1. Bucheffekten im Zuge grenzüberschreitender Verwahrungsketten (Art. 3 Abs. 1<sup>bis</sup> BEG)

«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. 3 Abs. 1<sup>bis</sup> BEG)

Die Legaldefinition der Bucheffekte findet sich wie bisher in Art. 3 BEG. Neu im Gesetz verankert wurde, dass

\* Dr. iur., Rechtsanwalt, Visiting Researcher an der Harvard Law School.

<sup>1</sup> Auf ein späteres Datum in Kraft gesetzt werden hingegen die Art. 112–115 FinfraG (Pflicht, über einen Handelsplatz oder ein organisiertes Handelssystem zu handeln), vgl. Art. 164 Abs. 3 FinfraG.

<sup>2</sup> Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz vom 3. September 2014, BBl 2014 7483 ff., 7485.

<sup>3</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7489.

<sup>4</sup> Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. November 2006, BBl 2006 9315 ff., 9356.

als Bucheffekten auch jedes nach ausländischem Recht verwahrte Finanzinstrument und jedes Recht an einem solchen Finanzinstrument gilt, dem nach dem betreffenden ausländischen Recht eine vergleichbare Funktion zukommt (Art. 3 Abs. 1<sup>bis</sup> BEG). Besagte Bestimmung entspricht Art. 4 Abs. 2 des Vorentwurfs der vom Eidgenössischen Finanzdepartement eingesetzten Arbeitsgruppe.<sup>5</sup> Diese Bestimmung hatte es damals nicht in den 2007/2008 vom Parlament diskutierten Entwurf des BEG geschafft, fand nun mit einigen Jahren Verspätung aber doch noch Eingang ins BEG.

Gemäss Botschaft soll durch die Ergänzung eine Klarstellung bewirkt und eine funktionale Betrachtungsweise hinsichtlich des Bucheffektenbegriffs, insbesondere in internationaler Hinsicht, betont werden.<sup>6</sup>

Die Ergänzung von Art. 3 BEG durch Abs. 1<sup>bis</sup> ist m.E. im Wesentlichen als Abbildung der im Schrifttum vertretenen Auffassung zu verstehen, wonach auch (einer ausländischen Rechtsordnung unterstehende) Rechte gegenüber Emittenten, ggf. mit Sitz im Ausland, fähig sind, als Bucheffekten ausgestaltet zu werden.<sup>7</sup> Besagte Lehrmeinung verdient Unterstützung. Hatte sich der Gesetzgeber mit dem BEG seinerzeit dafür entschieden, die mediatisierte Effektenverwahrung und die Verfügungen über die darin eingebrachten Titel einer eigenständigen Regelung zuzuführen, ist es nur konsequent, dies nicht allein auf die innerstaatliche Verwahrung von vertretbaren Mitgliedschafts- oder Forderungsrechten zu beschränken, insbesondere vor dem Hintergrund, dass grenzüberschreitende Verwahrungsverhältnisse für die Schweiz die Regel und nicht etwa die Ausnahme bilden.<sup>8</sup> Es ist für die schweizerische Rechtspraxis von grossem Interesse, auch die in die mediatisierte Effektenverwahrung eingegliederten Rechte ausländischer Emittenten resp. solche, deren *underlyings*<sup>9</sup> im Ausland verwahrt werden, mit dem BEG zu erfassen.

Der neu eingefügte Art. 3 Abs. 1<sup>bis</sup> BEG spricht sodann von einem «Finanzinstrument». Eine Erläuterung dieses Begriffs bleibt aber sowohl der neue Gesetzestext (im FinfraG wie im BEG) als auch die Botschaft zum FinfraG schuldig, dies obwohl das FinfraG den Begriff des Finanzinstruments verschiedene Male verwendet (z.B. in

Art. 42, 61, 67 Abs. 3 FinfraG). M.E. werden über den Begriff des Finanzinstruments die Arten von Rechten gegenüber einem Emittenten, für welche Bucheffekten geschaffen werden können, gegenüber dem rein inländischen Verhältnis nicht weiter eingeschränkt. Das BEG soll – seiner Grundkonzeption folgend – möglichst alle in die mediatisierte Effektenverwahrung eingeführten Rechte erfassen und entsprechend auch im internationalen Verhältnis keine weiteren Zugangsschranken aufstellen.

Welche Elemente bei einem nach ausländischem Recht verwahrten Finanzinstrument gegeben sein müssen, um funktional einer Bucheffekte nach schweizerischem Recht zu entsprechen, wird in der Botschaft ebenfalls nicht weiter ausgeführt. M.E. muss hier im Vordergrund stehen, dass die ausländischen Finanzinstrumente in ein System der mediatisierten Effektenverwahrung eingegliedert worden sind und über die Finanzinstrumente in der Folge ohne Involvierung einer Verwahrungsstelle nicht oder nur mit Rechtsnachteilen verfügt werden kann. In faktischer Hinsicht setzt dies eine Immobilisierung der *underlyings* der Finanzinstrumente voraus, über welche mittels Buchungen in Effektenkonten verfügt werden soll, d.h. die Einlieferung der Wertpapiere resp. der Globalurkunde bei einer (ausländischen) Verwahrungsstelle oder die Registrierung der Wertrechte bei einer (ausländischen) Verwahrungsstelle mit anschliessender Gutschrift in Effektenkonten, wobei diese Gutschriften (Buchungen) die Rechte gegenüber dem Emittenten (zumindest in praktischer Hinsicht) repräsentieren. M.E. nicht gefordert ist hingegen, dass die Gesamtemission der jeweiligen Finanzinstrumente immobilisiert worden ist.

Weiter muss es sich m.E. bei den Finanzinstrumenten um vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte handeln. Diese können entweder gegenüber dem Emittenten der Rechte direkt bestehen (entsprechend dem schweizerischen System) oder im Sinne eines *security entitlement* US-amerikanischer Prägung ausgestaltet sein und dem Kontoinhaber lediglich Rechte gegenüber dessen unmittelbarer Verwahrungsstelle verschaffen (wobei lediglich der *central securities depository* die Rechtsstellung eines *legal owners* einnimmt und die aus dem Finanzinstrument resultierenden Rechte dem finalen Kontoinhaber – im Regelfall über verschiedene Verwahrungsstellen – weitergeleitet werden). In diesem Sinne ist m.E. auch der Hinweis in der Botschaft hinsichtlich Art. 3 Abs. 1<sup>bis</sup> BEG zu verstehen, wonach die Rechtsstellung des Kontoinhabers je nach anwendbarem Recht unterschiedlich ausgestaltet sein kann und dass die Verwahrungsstelle des Kontoinhabers im grenzüberschreitenden Verhältnis nicht mehr Rechte weitergeben kann, als sie selber gegenüber der Drittverwahrungsstelle hat.<sup>10</sup>

<sup>5</sup> Vgl. Bericht der vom Eidgenössischen 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.

<sup>6</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7622 f.

<sup>7</sup> Vgl. BSK BEG-KUNZ, Art. 3 N 39 ff. m.w.H.

<sup>8</sup> Vgl. Botschaft BEG (FN 4), 9323.

<sup>9</sup> Als *underlying* bezeichnet wird die Form, in welcher das Recht gegenüber dem Emittenten besteht. Die Formen gemäss schweizerischem Verständnis sind sammelverwahrte Wertpapiere, Globalurkunde und Wertrechte, müssen jedoch nicht deckungsgleich sein mit jenen ausländischer Konzeptionen.

<sup>10</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN 2), 7622.

Allerdings wäre diese Thematik m.E. in erster Linie mit Blick auf Art. 10 Abs. 2 BEG zu diskutieren, welcher (unverändert) vorsieht, dass, wenn die Drittverwahrung nicht diesem Gesetz untersteht, der Kontoinhaber mit der Gutschrift zumindest Rechte entsprechend den Rechten erwirbt, welche die Verwahrungsstelle aus der Drittverwahrung enthält.<sup>11</sup>

Dass nach ausländischem Recht verwahrte Finanzinstrumente frei übertragbar sind, ist m.E. keine Voraussetzung, damit eine Bucheffekte nach schweizerischem Recht geschaffen werden kann, und gemäss hier vertretener Ansicht auch bei rein innerstaatlichen Verhältnissen entbehrlich.<sup>12</sup>

Sodann spricht Art. 3 Abs. 1<sup>bis</sup> BEG – neben dem nach ausländischem Recht verwahrten Finanzinstrument – auch von «jedem Recht an einem solchen Finanzinstrument» und sieht vor, dass diesem ebenfalls Bucheffekteneigenschaft zukommen soll. Dies umschreibt m.E. die Situation von Buchungen in Effektenkonten, mit welchen dem Inhaber (des Effektenkontos) funktional gesprochen lediglich «Teilrechte» an den Finanzinstrumenten verschafft werden sollen, bspw. Pfandrechte oder Nutzniessungsrechte.<sup>13</sup> Zur in der vorliegenden Publikation propagierten Rechtsnatur der Bucheffekte als qualifizierte Buchung sei auf Kapitel II.3.2 verwiesen.

## 2. Zentralverwahrer (Art. 4 Abs. 2 lit. d BEG)

«Als Verwahrungsstellen gelten: [...] Zentralverwahrer im Sinne von Artikel 61 des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes vom 19. Juni 2015.» (Art. 4 Abs. 2 lit. d BEG)

Der Begriff des Zentralverwahrers war im bis Ende 2015 geltenden Bucheffektenrecht kein gesetzlicher Terminus. Am 1. Januar 2016 fand er nun durch den neu gefassten Art. 4 Abs. 2 lit. d Eingang in das BEG. Der Gesetzgeber stellt damit klar, dass Zentralverwahrer als Verwahrungsstellen im Sinne des BEG zu qualifizieren sind (als Ergänzung der in Art. 4 BEG bereits vorhandene Aufzählung).<sup>14</sup> Die Definition des Zentralverwahrers findet sich jedoch nicht im BEG, sondern im FinfraG. Gemäss Art. 61 Abs. 1 FinfraG gilt als Zentralverwahrer der Betreiber einer zentralen Verwahrungsstelle oder eines Effektenabwicklungssystems.<sup>15</sup>

Bereits bisher war unbestritten, dass zentrale Verwahrungsstellen als Verwahrungsstellen im Sinne des BEG einzustufen sind. Die SIX SIS AG (früher unter dem Namen SIS SEGAINTERSETTLE AG bekannt), welche in der Schweiz bereits bisher die Funktion der zentralen Verwahrungsstelle wahrnahm (und heute als Zentralverwahrer qualifiziert), wurde – im Bereich des BEG – wie jede andere Verwahrungsstelle behandelt.<sup>16</sup>

## 3. Verfügung durch Gutschrift (Art. 24 Abs. 2 BEG)

«Die Verfügung ist mit Abschluss der erforderlichen Gutschrift vollzogen und Dritten gegenüber wirksam. Wird durch die Verfügung das Vollrecht übertragen, so verliert die verfügende Kontoinhaberin oder der verfügende Kontoinhaber ihre oder seine Rechte an den Bucheffekten.» (Art. 24 Abs. 2 BEG)

### 3.1 Streitfrage des regulären Pfandrechts durch Umbuchung

Das BEG sieht verschiedene Verfügungsmodalitäten<sup>17</sup> vor, nämlich die Gutschrift i.S.v. Art. 24 sowie die Kontrollvereinbarung zugunsten Dritter gemäss Art. 25 und die Kontrollvereinbarung zugunsten der unmittelbaren Verwahrungsstelle i.S.v. Art. 26.<sup>18</sup> Verfügungsmodalitäten dienen gemäss hier vertretener Ansicht dem Zweck, Verfügungen über durch Bucheffekten repräsentierte Rechte Dritten gegenüber wirksam zu machen.<sup>19</sup>

<sup>11</sup> In allg. Hinsicht vgl. KUHN, Art. 10 BEG N 4, in: Kuhn/Graham-Siegenthaler/Thévenoz (Hrsg.), The Federal Intermediated Securities Act (FISA) and the Hague Securities Convention (HSG), Commentary, Bern 2010.

<sup>12</sup> STEINER FLORIAN LOUIS, Besicherung nach dem Bucheffektengesetz, Diss. St. Gallen 2012, Zürich/St. Gallen 2012, 15 ff. (= St. Galler Schriften zum Finanzmarktrecht, Bd. 8). Nicht zu folgen ist m.E. derjenigen Auffassung, welche im Bericht der vom Eidgenössischen Finanzdepartement eingesetzten technischen Arbeitsgruppe zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheftengesetz) und zur Ratifikation des Haager Übereinkommens über die auf bestimmte Rechte an Intermediär-verwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung (Haager Wertpapierübereinkommen, 15. Juni 2004, 43) vertreten wird, wonach die funktionalen Voraussetzungen dann erfüllt sind, wenn ein ausländisches Finanzinstrument, das dem schweizerischen Wertpapierbegriff nicht genügt, dann für die Schaffung von Bucheffekten geeignet ist, wenn es nach dem Recht des Staates, in dem es verwahrt wird, dieselbe Funktion erfüllt wie Wertpapiere, Globalurkunden oder Wertrechte nach schweizerischem Recht. Eine Fokussierung auf die Form von underlying von Bucheffekten ist nicht angebracht, denn besonders bei in die mediatisierte Effektenverwahrung eingegliederten Rechten mit Auslandsbezug muss die Rechtsposition gegenüber dem Emittenten an sich im Zentrum stehen.

<sup>13</sup> Vgl. zur innerstaatlichen Situation ferner die Ausführungen in Kapitel II.1.

<sup>14</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7623, spricht lediglich davon, dass der Begriff des Zentralverwahrers explizit aufgeführt werden kann, weil der Zentralverwahrer im FinfraG ausdrücklich reguliert wird.

<sup>15</sup> Ferner enthält das FinfraG in Art. 61 ff. materiellrechtliche Regelungen für Zentralverwahrer.

<sup>16</sup> Die SIX SIS AG verfügt über eine Bankenlizenz und qualifiziert aufgrund von Art. 4 Abs. 2 lit. a BEG als Verwahrungsstelle; in allg. Hinsicht vgl. HAENE, Das Effektenabwicklungssystem SECOM, Schweizerische Nationalbank, Mai 2009, 4 f.; STEINER (FN 12), 105.

<sup>17</sup> Terminologie gemäss STEINER (FN 12), 64; KUHN HANS, Schweizerisches Kreditsicherungsrecht, Bern 2011, § 26 N 38, spricht von Verfügungsmethoden.

<sup>18</sup> In allg. Hinsicht vgl. STEINER (FN 12), 63 ff.

<sup>19</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 64.

Die Verfügungsmodalität der Gutschrift wird bezogen auf den Ablauf, zumindest hinsichtlich der wichtigsten Elemente, in Art. 24 Abs. 1 BEG umschrieben. Diese Bestimmung wurde auch im Zuge der kürzlich in Kraft getretenen Überarbeitung nicht geändert. Über Bucheffekten wird laut Gesetzeswortlaut verfügt durch Weisung des Kontoinhabers an die Verwahrungsstelle, die Bucheffekten zu übertragen und Gutschrift der Bucheffekten im Effektenkonto des Erwerbers. Die bis Ende 2015 geltende Fassung von Abs. 2 von Art. 24 BEG statuierte im ersten Satz, dass die Verfügung mit Abschluss der erforderlichen Gutschrift vollzogen ist. Die ab 2016 geltende Fassung behält dies grundsätzlich bei, bringt aber insofern eine Ergänzung an, als dass gleichzeitig noch klargestellt wird, dass die Verfügung damit Dritten gegenüber wirksam ist. Besagte Ergänzung kann m.E. als rein deklaratorisch eingestuft werden. Dass Verfügungen Dritten gegenüber wirksam sind, ergibt sich bereits aus dem Verfügungsbegriff.<sup>20</sup>

Grösser präsentieren sich die vorgenommenen Eingriffe im zweiten Satz von Art. 24 Abs. 2 BEG. Lautete die früher geltende Fassung «Zugleich verliert die verfügende Kontoinhaberin oder der verfügende Kontoinhaber sein Recht an den Bucheffekten», statuiert das überarbeitete BEG nun «Wird durch die Verfügung das Vollrecht übertragen, so verliert die verfügende Kontoinhaberin oder der verfügende Kontoinhaber ihre oder seine Rechte an den Bucheffekten». Die Botschaft stuft dies schlicht als Klarstellung ein, ohne dies weiter auszuführen.<sup>21</sup> Ein zentraler Beweggrund, welcher in der Botschaft vor allem hinsichtlich der Änderungsvorschläge bei Art. 25 und 26 BEG angeführt wird,<sup>22</sup> dürfte jedoch auch bei Art. 24 Abs. 2 Satz 2 BEG ausschlaggebend gewesen sein, nämlich die ausdrückliche Statuierung der Möglichkeit der Begründung eines regulären Pfandrechts mittels Umbuchung i.S.v. Art. 24 BEG. Der wohl überwiegende Teil der Lehre bejahte dies bereits bisher, mit teilweise unterschiedlichen Begründungen.<sup>23</sup> Die Vertreter der

Minderheitsmeinung stellen sich dagegen auf den Standpunkt, dass aufgrund von Art. 24 Abs. 2 BEG mit einer Umbuchung zwingend eine Übertragung des Vollrechts einhergehe.<sup>24</sup> Dieser Minderheitsmeinung dürfte spätestens seit dem ab 2016 geänderten Wortlaut von Art. 24 Abs. 2 BEG die Grundlage entzogen sein.<sup>25</sup>

Der Grundgedanke des Gesetzgebers, sich vor dem Hintergrund besagter Minderheitsmeinung im Schrifttum nun ausdrücklich zugunsten der Möglichkeit der Begründung eines regulären Pfandrechts mittels Umbuchung auszusprechen, ist grundsätzlich als sinnvoll einzustufen. Es war vom Gesetzgeber von Anfang an beabsichtigt, ein reguläres Pfandrecht mittels Umbuchung zuzulassen.<sup>26</sup> Zu bedauern ist allerdings die Art und Weise der Umsetzung dieses Ziels (vgl. die Erläuterungen sogleich).

### 3.2 Die Bucheffekte als qualifizierte Buchung

Das Kernproblem der nun vorgenommenen Eingriffe in Art. 24 Abs. 2 BEG besteht darin, dass sie sich – wie bereits das 2010 in Kraft getretene BEG – nicht differenziert mit dem Bucheffektenbegriff auseinandersetzen. Derjenige Bucheffektenbegriff, welcher der Botschaft zum FinfraG noch zugrunde zu liegen scheint, bietet kaum Möglichkeiten, die verschiedenen weiteren Teilaspekte im Bucheffektenrecht – auch solche, welche man nun im Zuge der Revision «klarstellen» wollte – auf eine saubere dogmatische Grundlage zu stellen und dadurch die Rechtssicherheit zu stärken. Es besteht die ernst zu nehmende Gefahr, dass auch die nun angestrebte Teilüberarbeitung zur blossen Makulatur ohne tieferge-

<sup>20</sup> Vgl. VON TUHR ANDREAS/PETER HANS, Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, Bd. 1, 3. Aufl., Zürich 1984, § 25 IV, welche ausführen, dass Verfügungen den Bestand eines Rechts betreffen und daher für alle Rechtsgenossen, die mit diesem Recht in Berührung kommen, bedeutsam sind.

<sup>21</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7623.

<sup>22</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7623.

<sup>23</sup> Vgl. BSK BEG-HÜNERWADEL/FISCHER, Art. 24 N 51 ff.; BSK BEG-BAHAR/PEYER, Art. 25 N 44; STEINER (FN 12), 74; NOBEL PETER, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl., Bern 2010, § 11 N 98 f.; HESS MARTIN/FRIEDRICH ALAIN, Das neue Bucheffektengesetz (BEG), GesKR 2008, 98 ff., 116; HESS MARTIN/STÖCKLI KATJA, Bestellung von Sicherheiten an Bucheffekten, SJZ 2010, 153 ff., 155 [zit. Sicherheiten]; DIESELBEN, Das Bucheffektengesetz: Grundzüge und Missverständnisse, AR 2010, 114 ff., 116 [zit. Grundzüge]; ZBINDEN ANDREA/HESS MARTIN, Das reguläre Pfandrecht an Bucheffekten, GesKR 2011, 346 ff., 358; EGGEN MIRJAM, Sicherheiten an Wertrechten, SZW 2009, 116 ff., 122 [zit. Wertrechte]; DIESELBEN, Bemerkungen zur Verpfändung von Wertpapieren, GesKR 2009, 540 ff., 547; EIGENMANN ANTOINE, La réalisation des sûretés sur les titres intermédiés, in: Jean-Baptiste Zufferey [et al.] (Hrsg.), Placements collectifs et titres intermédiés,

CEDIDAC Vol. 79, Lausanne 2008, 127 ff., 128 [zit. Réalisation]; DERSELBE, Art. 24 BEG N 9, in: Kuhn/Graham-Siegenthaler/Thévenoz (Hrsg.), The Federal Intermediated Securities Act (FISA) and the Hague Securities Convention (HSG), Commentary, Bern 2010; FOËX BÉNÉDICT, Les actes de disposition sur les titres intermédiés, in: Jean-Baptiste Zufferey [et al.] (Hrsg.), Placements collectifs et titres intermédiés, CEDIDAC Vol. 79, Lausanne 2008, 83 ff., 94; DERSELBE, Les sûretés sur les titres détenus auprès d'une Banque en Suisse selon la loi sur les titres intermédiés [zit. Sûretés], 129; DERSELBE, Vor Art. 31 BEG N 19, in: Kuhn/Graham-Siegenthaler/Thévenoz (Hrsg.), The Federal Intermediated Securities Act (FISA) and the Hague Securities Convention (HSG), Commentary, Bern 2010 [zit. Commentary]; KUHN (FN 17), § 26 N 38; ABEGLLEN SANDRO, Zulässigkeit der Bestellung eines Pfandrechts an Bucheffekten mittels Umbuchung nach Art. 24 BEG, recht 2011, 112 ff., 117; BAUMGARTNER FLORIAN, Reguläre Pfandrechte und pfandrechtsähnliche Sicherheiten an Bucheffekten, AJP 2011, 1355 ff., 1358; EMCH URS/RENZ HUGO/ARPAGAU RETO, Das Schweizerische Bankgeschäft, 7. Aufl., Zürich 2011, N 1141, zurückhaltender aber bei N 1356 f.; LEIBENSON JOËL, Les actes de disposition sur les titres intermédiés, Diss. Genf 2012, Genf/Zürich/Basel 2013, 159 ff. (= Centre de droit bancaire et financier).

<sup>24</sup> DALLA TORRE LUCA [et al.], Sicherheiten nach Bucheffektengesetz, recht 2010, 16 ff., 17 f.; ZBINDEN ANDREA, Das Pfandrecht an Aktien, Diss. Bern 2010, 64 f. (= ASR, Bd. 773); SCHOTT ANSGAR, Art. 24 N 40, in: Zobl/Hess/Schott (Hrsg.), Kommentar zum Bucheffektengesetz, Zürich 2013.

<sup>25</sup> Vgl. auch BERTSCHINGER URS, Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2014 bis ins vierte Quartal 2015, SZW 2015, 642 f.

<sup>26</sup> Vgl. nur Botschaft FinfraG (FN 2), 7623.

henden Nutzen verkommt, nämlich dass neben wenigen Klarstellungen andere gewichtige Streitfragen zu Tage treten und neue Unsicherheiten in wirtschaftlich bedeutsamen Anwendungsbereichen aufkommen.

Ungeschickt ist in erster Linie der Wortlaut von Art. 24 Abs. 2 BEG, welcher den Eindruck einer beinahe absoluten Gleichsetzung von Bucheffekte und Recht gegenüber dem Emittenten vermittelt,<sup>27</sup> zu was allerdings bereits die bis Ende 2015 geltende Fassung von Art. 3 BEG leicht verleiten konnte. Diese spricht davon, dass Bucheffekten vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber dem Emittenten sind, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind und über welche der Kontoinhaber nach den Vorschriften des BEG verfügen kann. Der Fokus wird dadurch unreflektiert auf das Verhältnis zwischen Bucheffekte und Recht gegenüber dem Emittenten gelegt, was der irrigen Vorstellung Vorschub leistet, dass Bucheffekte und Recht gegenüber dem Emittenten zusammenfallen würden. Vergessen geht dabei, dass der Bucheffektenbegriff ein weiteres Element aufweist und zwar jenes der Buchung im Effektenkonto.<sup>28</sup> Die Buchung im Effektenkonto stellt sodann eines der zentralen Elemente des Bucheffektenrechts dar, wurde das BEG doch vor allem deswegen geschaffen, um Buchungen in Effektenkonten Rechtswirkungen hinsichtlich der Verfügungen über jene Rechte zu verleihen, welche in das System der mediatisierten Effektenverwahrung eingegliedert worden sind, um damit die sachen- und schuldrechtliche Erfassung der mediatisierten Effektenverwahrung durchbrechen zu können.<sup>29</sup> Hierin liegt gemäss hier vertretener Auffassung in rechtstechnischer Hinsicht die eigentliche Innovation des BEG.

M.E. die sauberste Variante, um die beiden Elemente «Rechte gegenüber einem Emittenten» und «Buchung im Effektenkonto» zu vereinen, ist allerdings, den Hauptschwerpunkt auf die Buchung im Effektenkonto zu legen und sie insofern in Beziehung zum Recht gegenüber dem Emittenten zu setzen, als dass die Buchung im Effektenkonto das Recht gegenüber dem Emittenten repräsentiert. Die Bucheffekte ist damit eine qualifizierte Buchung.<sup>30</sup> Auch bei dieser Betrachtungsweise liegt ein starker Konnex zwischen der Buchung im Effektenkon-

to und dem Recht gegenüber dem Emittenten vor, wodurch dem Wortlaut von Art. 3 Abs. 1 BEG Rechnung getragen werden kann. Vermieden wird aber eine absolute Gleichsetzung, wie dies besagter Wortlaut zwar suggeriert, was aus sogleich weiter auszuführenden Gründen aber abzulehnen ist.

Dass Bucheffekten nicht mit den Rechten gegenüber den Emittenten gleichzusetzen sind, wird besonders deutlich durch die Pflicht von Verwahrungsstellen, Deckungsbestände zu halten für Bucheffekten, welche sie ihren Kontoinhabern gutgeschrieben haben (Art. 11 BEG). Angenommen, dass ein Anleger A in einem hypothetischen Beispiel 100 % aller existierenden Rechte gegenüber dem Emittenten E hält und hierfür Bucheffektengutschriften in der Höhe von 100 in seinem Effektenkonto bei einer Verwahrungsstelle V erhalten hat, welche nicht die Zentralverwahrungsstelle ist, so bedeutet dies, dass die unmittelbare Verwahrungsstelle ihrerseits grundsätzlich dieselbe Anzahl Bucheffekten in ihrem durch den Zentralverwahrer Z geführten Effektenkonto eingebucht haben muss.<sup>31</sup> Einer anderen Form von Deckungsbeständen kann sie sich nicht bedienen.<sup>32</sup> Damit ist (in dieser einfach gehaltenen Situation) bereits eine doppelte Anzahl Bucheffekten vorhanden, als es Rechte gegenüber dem Emittenten gibt. Die Bucheffekte kann also nicht mit dem Recht gegenüber dem Emittenten identisch sein.<sup>33</sup> Gegenteiliges würde auf eine «Titelinflation» hinauslaufen, welche einem System wie dem schweizerischen widerspricht, welches eine direkte Rechtsbeziehung zwischen Anleger und Emittenten vorsieht.<sup>34</sup>

### 3.3 Auswahl an Meinungen im neueren Schrifttum zur These der Bucheffekte als qualifizierte Buchung

Hinsichtlich der These, dass es sich bei Bucheffekten in erster Linie um qualifizierte Buchungen in Effekten-

<sup>27</sup> Durch Übertragung des Vollrechts verliere der Kontoinhaber sein Recht *an* den Bucheffekten.

<sup>28</sup> Vgl. zum Ganzen STEINER (FN 12), 26 ff.

<sup>29</sup> Vgl. Botschaft BEG (FN 4), 9326 ff.

<sup>30</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 31 ff. Die Buchung ist eine qualifizierte, da es sich bei ihr nicht um irgendeine Buchung mit blossem Informationscharakter handelt, sondern es werden an sie Rechtswirkungen geknüpft, insbesondere hinsichtlich der Verfügung über das Recht gegenüber dem Emittenten. Sodann repräsentiert die Buchung im Effektenkonto das Recht gegenüber dem Emittenten. Auch in Anlehnung an die wertpapierrechtliche Terminologie bietet es sich an, das Adjektiv «qualifiziert» zu verwenden, da die Wertpapiere öffentlichen Glaubens (Inhaber- und Ordrepapiere), welche gewissermassen die Vorläufer der Bucheffekten waren, als qualifizierte Wertpapiere bezeichnet werden. Allgemein zu den Wertpapieren öffentlichen Glaubens, statt vieler vgl. ZK-JÄGGI, Art. 967 OR N 21.

<sup>31</sup> Der Klarheit halber ist auch festzuhalten, dass auch jene Bucheffekten, welche die Verwahrungsstelle V im durch den Zentralverwahrer Z geführten Effektenkonto hält, als Bucheffekten zu qualifizieren sind, denn das Bucheffektengesetz kennt nur eine Art von Bucheffekten. A.M. jedoch offenbar BEELE LUKAS, Bucheffekten, Diss. Zürich 2013, 109 (= SSW, Bd. 317), mit der Begründung, dass nur die Bucheffekten beim Anleger das Recht gegenüber dem Emittenten repräsentiere. Diese Sichtweise ist jedoch abzulehnen, denn eine Repräsentation ist gerade nicht mit einer Gleichsetzung zu verwechseln.

<sup>32</sup> Als Deckungsbestände stehen in diesem Beispiel nur Bucheffekten zur Verfügung, welche in einem Effektenkonto bei einer Drittverwahrungsstelle eingebucht sind, da die zugrunde liegenden Titel alle bei der Zentralverwahrungsstelle verwahrt werden (Globalurkunde) und – weil sich alle Rechte beim Anleger A befinden – es auch keinen Markt für die Rechte geben kann, auf welchem frei verfügbare Ansprüche auf Lieferung von Bucheffekten i.S.v. Art. 11 Abs. 3 lit. c BEG möglich wären.

<sup>33</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 28 f.

<sup>34</sup> LEGAL CERTAINTY GROUP, Second Advice, Solution to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU, August 2008, 59; hinsichtlich einer Diskussion von relativierenden Meinungen, vgl. STEINER (FN 12), 29, FN 125.

konten handelt, welche die Rechte gegenüber dem Emittenten repräsentieren, vertreten nunmehr auch DIETER ZOBL und DIETER GERICKE eine weitgehend übereinstimmende Auffassung mit dem Autor. Einerseits lehnen sie ein allzu wörtliches Verständnis der in Art. 3 Abs. 1 BEG enthaltenen Legaldefinition (Bucheffekten sind vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte) entschieden ab und fordern stattdessen ein Verständnis dahingehend, dass diese Rechte durch den Bucheintrag vertreten werden, vergleichbar mit einer Verknüpfung eines Rechts mit einem Wertpapier. Die gesetzgeberische Auffassung des Bucheffektenbegriffs umschreiben sie sodann als auf einer «Realitätstheorie» basierend, wobei die Bucheffekte vom dienenden Element (dem Vertreten des Rechts), welches sie gemäss dogmatisch zutreffender Charakterisierung einnehme, zu etwas Eigenständigem erhoben worden sei. Folgerichtig kritisch stellen sie sich sodann auch zur Umschreibung der Bucheffekte als Vermögenswert *sui generis*, welche meist ungeprüft, z.T. auch in Urteilen, wiedergegeben werde und welche vom eigentlichen Verhältnis von Bucheffekte und Recht ablenke, insb. dass die Bucheffekte allein, ohne das vertretene Recht, überhaupt keinen Vermögenswert aufweise. Darüber hinaus geben sie insb. zu bedenken, dass Sicherheiten richtigerweise nicht an Bucheffekten, sondern am zugrunde liegenden Recht begründet werden.<sup>35</sup> Insgesamt stufen DIETER ZOBL und DIETER GERICKE die Sichtweise, dass die Bucheffekte das Recht sei, als bedenkliche Verkürzung der Problematik ein.<sup>36</sup>

Der These der qualifizierten Buchung haben sich weiter auch PATRICK HÜNERWADEL und ROLAND FISCHER angeschlossen, indem sie ausführen, «STEINER, 50 ist jedoch darin zuzustimmen, dass mittels Bucheffekten letztlich über die dadurch repräsentierten Rechte verfügt werden soll und über diese (zumindest auch) verfügt wird».<sup>37</sup>

Tendenziell eine ablehnende Haltung vertritt demgegenüber LUKAS BEELER. Dieser will dem Element der Gutschrift in einem Effektenkonto zwar ebenfalls eine materiell-rechtliche Bedeutung beimessen und sieht darin einen Hinweis auf ein registerrechtliches System.<sup>38</sup> Ferner spricht er sich für eine Verbindung von Recht und Gutschrift aus, welche Ähnlichkeiten zur Verbindung eines Rechts mit einer Urkunde bei Wertpapieren aufweise, geht dann aber ohne weitere Begründung trotzdem davon aus, dass es sich bei Bucheffekten um Rechte gegenüber dem Emittenten handle.<sup>39</sup> Die Bucheffekte umschreibt er sodann «als Rechte, die mit einer Gutschrift auf einem Effektenkonto bei einer Verwahrungsstelle

derart verknüpft sind, dass sie ohne Buchung bzw. Gutschrift nicht übertragen werden können».<sup>40</sup>

Obwohl LUKAS BEELER die wertpapierrechtliche Dogmatik als unterstützendes Argument für die von ihm vertretene Auffassung verstanden wissen will, widerspricht die wertpapierrechtliche Dogmatik seiner Sichtweise m.E. grundlegend. Die Wertpapierrechtslehre hat überzeugend nachgewiesen, dass es klar zwischen dem verbrieften Recht und der Urkunde zu unterscheiden gilt. Wenn also die Bucheffekte als Nachfolgerin des Wertpapiers fungieren soll, muss sie auch denselben Grundüberlegungen folgen. Eine Gleichsetzung von Bucheffekte und Recht gegenüber dem Emittenten, wie sie LUKAS BEELER zu vertreten scheint, ist infolgedessen abzulehnen, ebenso die von LUKAS BEELER propagierte Umschreibung der Bucheffekte, welche in der Konsequenz dieselben Fehler wiederholen würde, welche bereits innerhalb des Wertpapierrecht begangen wurden.<sup>41</sup>

### 3.4 Auswirkungen hinsichtlich des regulären Pfandrechts

Unter Zugrundelegung der Rechtsnatur der Bucheffekte als qualifizierte Buchung (wie oben dargelegt, vgl. Kapitel II.3.2) präsentiert sich die eingangs erwähnte Streitfrage, ob ein reguläres Pfandrecht mittels Umbuchung i.S.v. Art. 24 BEG begründet werden kann, als bereits zu weiten Teilen entschieden. Indem die Bucheffekte als qualifizierte Buchung im Effektenkonto des Anlegers das Recht gegenüber dem Emittenten lediglich repräsentiert, mit diesem aber nicht zusammenfällt, sondern im Hinblick auf das Recht gegenüber dem Emittenten eine dienende Funktion erfüllt, ist eine Umbuchung keinesfalls zwingend als Übertragung der Rechtsinhaberschaft zu qualifizieren. Vielmehr sind hier die Wirkungsweisen der Umbuchung als Verfügungsmodalität hervorzuheben, nämlich der Abschluss der Verfügung über das repräsentierte Recht und das Verleihen von Drittwirksamkeit hinsichtlich der Verfügung.<sup>42</sup> Von der Eignung der Bucheffektengutschrift i.S.v. Art. 24 BEG hierzu ist ohne weiteres auszugehen, denn wenn die Bucheffekte das Recht gegenüber dem Emittenten repräsentiert, ist sie auch in der Lage, eine Verfügung über das Recht abzuschliessen.<sup>43</sup> Im Zentrum des Interesses steht sodann auch im

<sup>35</sup> ZOBL DIETER/GERICKE DIETER, Syst. Teil N 21, in: Zobl/Hess/Schott (Hrsg.), Kommentar zum Bucheffektengesetz, Zürich 2013.

<sup>36</sup> ZOBL/GERICKE (FN 35), Syst. Teil N 22.

<sup>37</sup> BSK BEG-HÜNERWADEL/FISCHER, Vor Art. 24–26 N 7.

<sup>38</sup> Vgl. BEELER (FN 31), 106 f.

<sup>39</sup> Vgl. BEELER (FN 31), 107.

<sup>40</sup> Vgl. BEELER (FN 31), 107 f. Den Umstand, dass das Bucheffektengesetz eine Zession ausdrücklich zulässt (Art. 30 Abs. 3 BEG), will BEELER mit einem Hinweis darauf erklären, dass auch bei Wertpapieren die Verbindung von Recht und Urkunde als Rechtssträger nicht absolut sei, vgl. BEELER (FN 31), 108. Dass neben der Gutschrift auch die Kontrollvereinbarung i.S.v. Art. 25 und 26 BEG als Verfügungsmodalität Verwendung finden kann, fliesst in die von BEELER gewählte Umschreibung hingegen nicht ein.

<sup>41</sup> Statt vieler vgl. BÄR ROLF, Entwicklungen der wertpapierrechtlichen Dogmatik, in: Caroni (Hrsg.), Das Obligationenrecht 1883 – 1983, Berner Ringvorlesung zum Jubiläum des schweizerischen Obligationenrechts, Bern 1984, 177 ff.

<sup>42</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 63 ff.

<sup>43</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 64.

Bucheffektenrecht das Recht gegenüber dem Emittenten. Über dieses soll letzten Endes verfügt werden, nicht über die Bucheffekte als blosses Hilfsmittel.<sup>44</sup> Die Ausgangslage präsentiert sich damit durchaus vergleichbar mit der dogmatischen Erfassung des Wertpapiers als Vorläufer der Bucheffekte, bei welcher klar herausgearbeitet wurde, dass es Urkunde und Recht sauber voneinander abzugrenzen gilt und dass die Urkunde in erster Linie eine dienende Funktion im Hinblick auf das verbrieftete Recht erfüllt.<sup>45</sup>

Entsprechend war eine Änderung von Art. 24 Abs. 2 zweiter Satz BEG nicht zwingend notwendig, um eine Klarstellung dahingehend zu bewirken, dass auch mittels Umbuchung ein reguläres Pfandrecht begründet werden kann.

Die gemäss hier vertretener Auffassung bessere Lösung, um Klarheit zu schaffen und Rechtssicherheit zu erzeugen, wäre es gewesen, die Legaldefinition der Bucheffekte in Art. 3 Abs. 1 BEG anzupassen. Als Wortlaut wäre infrage gekommen: «Bucheffekten im Sinne dieses Gesetzes sind qualifizierte Buchungen in Effektenkonten, welche vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber dem Emittenten repräsentieren und über welche die Kontoinhaberinnen und Kontoinhaber nach den Vorschriften dieses Gesetzes verfügen können».

Anerkanntermassen würde aber auch eine geänderte Legaldefinition nicht vollends darüber hinweg helfen, dass das BEG nach wie vor (auch die per 1. Januar 2016 in Kraft getretenen Bestimmungen haben keine Besserung bewirkt) den Begriff der Bucheffekten nicht einheitlich verwendet. Spricht es von der Bucheffekte, meint es bald die Buchung im Effektenkonto, bald das Recht gegenüber dem Emittenten.

Die folgende Übersicht soll die Orientierung darüber erleichtern, wo das BEG den Begriff Bucheffekte für die Buchung und wo für das Recht gegenüber dem Emittenten verwendet. Der Terminus Bucheffekte meint m.E.:

- die *qualifizierte Buchung*: Art. 2 Abs. 1; Art. 3 Abs. 2; Art. 6; Art. 7; Art. 8; Art. 9; Art. 10; Art. 11; Art. 12; Art. 13; Art. 14; Art. 15; Art. 16; Art. 17; Art. 18; Art. 19; Art. 26 Abs. 2; Art. 27; Art. 28 Abs. 1; Art. 29 Abs. 1 lit. b; Art. 29 Abs. 2 (bezogen auf die Rückerstattung von Bucheffekten); Art. 29 Abs. 3; Art. 33.
- *das Recht gegenüber dem Emittenten*: Art. 23 Abs. 2; Art. 29 Abs. 1 lit. a; Art. 30.
- *beides*, d.h. sowohl die qualifizierte Buchung als auch das Recht gegenüber dem Emittenten, allerdings in Wechselwirkung zueinander: Art. 3 Abs. 1 und 1<sup>bis</sup> (vgl. die Bemerkungen oben); Art. 21 (einer Reten-

tion zugänglich ist nur die Bucheffekte, tatsächlich verwertet werden kann aber nur das Recht, da nur dieses einen Wert aufweist; zur Durchführung der Verwertung wird i.d.R. die Bucheffekte verwendet werden, d.h. es findet eine Umbuchung statt); Art. 22 (einer Nutzung zugänglich sind nur die Rechte gegenüber dem Emittenten; um aber über die Rechte zu verfügen (infolge der Nutzung), wird hingegen regelmässig die Bucheffekte verwendet werden); Art. 23 Abs. 1 (analog zur Bemerkung zu Art. 22, d.h. eigentliches Objekt der Sicherheit ist das Recht gegenüber dem Emittenten, wobei für die Bestellung der Sicherheit die Bucheffekte verwendet wird, je nach Konstellation mittels Umbuchung oder Kontrollvereinbarung.<sup>46</sup> Analoges gilt hinsichtlich der Rückerstattung); Art. 23 Abs. 3 (da nur das Recht gegenüber dem Emittenten einen Wert aufweist, kann nur dieses verwertet werden; allerdings wird die Verwertung i.d.R. unter Zuhilfenahme der Bucheffekte stattfinden, d.h. es wird eine Umbuchung stattfinden); Art. 24 (schlussendlich verfügt werden soll über das Recht gegenüber dem Emittenten; die Umbuchung der Bucheffekte dient lediglich dem Abschluss der Verfügung und Herstellung der Drittwirkung, ansonsten sei auf oben verwiesen<sup>47</sup>); Art. 25 (analog zu den Bemerkungen zu Art. 24, vgl. auch unten<sup>48</sup>); Art. 26 Abs. 1 (Objekt der Sicherheit ist das Recht gegenüber dem Emittenten, da nur dieses einen Wert aufweist, die Kontrollvereinbarung bezieht sich jedoch auf die Bucheffekte); Art. 28 Abs. 3 (bei Bucheffekten im Effektenkonto ist die qualifizierte Buchung gemeint; gutgläubig können jedoch nur Rechte am durch den Emittenten ausgegebenen Recht erworben werden); Art. 31 (die Sicherheit kann nur am Recht gegenüber dem Emittenten bestellt werden; die Durchführung der Verwertung geschieht aber unter Zuhilfenahme von Bucheffekten).

#### 4. Verfügung in allgemeiner Hinsicht mittels Kontrollvereinbarung (Art. 25 BEG)

«Über Bucheffekten kann mit Wirkung gegenüber Dritten auch verfügt werden, indem die Kontoinhaberin oder der Kontoinhaber mit der Verwahrungsstelle unwiderprüflich vereinbart, dass diese die Weisungen der Erwerberin oder des Erwerbers ohne weitere Zustimmung oder Mitwirkung der Kontoinhaberin oder des Kontoinhabers auszuführen hat.» (Art. 25 Abs. 1 BEG)

Lautete die bis Ende 2015 geltende Fassung von Art. 25 Abs. 1 BEG dahingehend, dass eine Sicherheit an Bucheffekten – ausser nach Art. 24 BEG – mit Wirkung gegen-

<sup>44</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 50.

<sup>45</sup> Statt vieler vgl. BÄR (FN 41), 177 ff.

<sup>46</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 205 f.

<sup>47</sup> Vgl. oben Kapitel II.3.4.

<sup>48</sup> Vgl. unten Kapitel II.4.

über Dritten auch mittels Kontrollvereinbarung bestellt werden kann, so ist die ab 2016 in Kraft stehende Regelung allgemeiner gefasst, indem eine Kontrollvereinbarung generell für Verfügungen offen stehen soll («Über Bucheffekten kann mit Wirkung gegenüber Dritten auch verfügt werden [...]»). Die Botschaft möchte dies wiederum als Klarstellung verstanden wissen und führt weiter aus, dass mittels Kontrollvereinbarungen i.S.v. Art. 25 und 26 alle Arten von Voll- und Teilrechtsübertragungen bewirkt werden können.<sup>49</sup> Hierzu ist Folgendes anzumerken: Im Schrifttum ist weitgehend anerkannt, dass mittels Kontrollvereinbarung in grundsätzlicher Hinsicht sowohl eine Übertragung der Rechtsinhaberschaft von mittels Bucheffekten repräsentierten Rechten möglich ist als auch ein reguläres Pfandrecht oder eine Nutzniessung bestellt werden kann.<sup>50</sup> In dieser Hinsicht ist die Stellungnahme in der Botschaft m.E. auch aufzufassen, denn mit einer Verfügungsmodalität soll die Verfügung lediglich vollzogen werden. Welcher Art die Verfügung über das durch Bucheffekte repräsentierte Recht allerdings ist, wird durch die Parteien direkt vereinbart.<sup>51</sup> So verstanden, ist die in der Botschaft verfolgte Stossrichtung klarerweise zu begrüssen. Konsequenz ist sodann auch der Ersatz des Begriffs des «Sicherungsnehmers» mit jenem des «Erwerbers». Der Botschaft zuzustimmen ist sodann der Aussage, dass ein Erwerber i.S.v. Art. 25 Abs. 1 BEG auch Sicherungsnehmer sein kann.<sup>52</sup>

Grundsätzlich möglich ist es m.E. sodann, dass eine Verfügungsmodalität verwendet wird, ohne dass damit eine Verfügung über das durch die Bucheffekte repräsentierte Recht einhergeht. Indem die Parteien im Valutaverhältnis<sup>53</sup> zu vereinbaren haben, in welcher Art über das durch Bucheffekten repräsentierte Recht verfügt werden soll,<sup>54</sup> hat die bewusst fehlende Einigung grundsätzlich auch das Ausbleiben einer Verfügung zur Folge. Es ist somit denkbar, dass Bucheffekten dem Effektenkonto einer Person nur deswegen gutgeschrieben werden, damit diese die dadurch repräsentierten Rechte verwalten kann, ohne aber ein beschränktes dingliches Recht oder gar die Rechtsinhaberschaft zu erhalten.<sup>55</sup> Grund ist die Abstraktion des Grundgeschäfts zwischen den Parteien im Valutaverhältnis von der Verfügungsmodalität, wel-

che insbesondere in Art. 15 Abs. 2 BEG ihren Niederschlag findet.<sup>56</sup>

Im Zuge der allgemeiner gehaltenen Fassung von Art. 25 Abs. 1 BEG, in welcher generell von Verfügungen gesprochen wird, wurde Abs. 3 ersatzlos gestrichen. Abs. 3 statuierte in der bis Ende 2015 geltenden Fassung, dass für die Bestellung einer Nutzniessung Abs. 1 sinngemäss gelte. Dies ist zumindest insofern nachvollziehbar, als dass der Verfügungsbegriff des schweizerischen Privatrechts, wie die Botschaft richtig ausführt,<sup>57</sup> insbesondere auch beschränkte dingliche Rechte wie Nutzniessungen umfasst.<sup>58</sup> Es mutet allerdings befremdend an, wenn mit verschiedenen der nun per 1. Januar 2016 in Kraft getretenen Änderungen gerade eine «Klarstellung» herbeigeführt werden sollte, mit Art. 25 Abs. 3 BEG aber ein aussagekräftiger Hinweis hinsichtlich der Möglichkeit der Begründung von beschränkten dinglichen Rechten mittels Kontrollvereinbarung beseitigt wurde. Die Streichung von Art. 25 Abs. 3 BEG ist deswegen mit Blick auf die Rechtssicherheit zu bedauern. Die Rechtslage hat mit Streichung von Art. 25 Abs. 3 BEG jedoch nicht geändert.

Die Botschaft stellt sodann fest: «Eine Verfügung zur Bestellung einer Sicherheit kann auch unter Beteiligung eines Dritten vorgenommen werden, welcher die Sicherheit für den oder die Begünstigten hält».<sup>59</sup> Die Aussage wird nicht begründet und kann keinem spezifischen Änderungsvorhaben bzgl. des Gesetzestextes zugeordnet werden. In materieller Hinsicht ist der Botschaft aber grundsätzlich zuzustimmen. Zu beachten ist dabei aber das Kontrollprinzip, welches im Bereich des BEG hinsichtlich Sicherungsgeschäften an die Stelle des Faustpfandprinzips getreten ist<sup>60</sup> und gemäss hier vertretener Ansicht zu umschreiben ist als «die Abhängigkeit des Pfandrechts von der Verschaffung einer positiven Einflussmöglichkeit des Pfandgläubigers auf das Pfandobjekt, sodass der Pfandgläubiger das Pfandobjekt im Sicherungsfall ohne Mitwirkung oder Zustimmung des Pfandgläubigers verwerten kann».<sup>61</sup> Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass sowohl eine bereits unter Fahrnispfandrecht bekannte Hinterlegung sicherheitshalber als auch eine Pfandhalterschaft eine ausreichende Kontrolle im Sinne des Kontrollprinzips vermitteln können. Weitgehend unproblematisch gestaltet sich in dieser Hinsicht die Hinterlegung sicherheitshalber<sup>62</sup>, denn der Dritte, bei welchem das Pfandobjekt hinterlegt ist, ist nur dem Pfandgläu-

<sup>49</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN 2), 7623.

<sup>50</sup> Vgl. BSK BEG-HÜNERWADEL/FISCHER, Vor Art. 24 N 19; STEINER (FN 12), 64 f.; HESS/STÖCKLI (FN 23), Sicherheiten, 155 f.; DIESELBEN, Das Bucheffektengesetz aus der Optik des Kapitalmarktrechts, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich/Basel/Genf 2010, 65 ff., 92; FOËX (FN 23), Sûretés, 129; DERSELBE (FN 23), Commentary, Vor Art. 31 BEG N 19; EGGEN (FN 23), Wertrechte, 123; a.M. SCHOTT ANSGAR, Vor Art. 24–26 N 11, in: Zobl/Hess/Schott (Hrsg.), Kommentar zum Bucheffektengesetz, Zürich 2013.

<sup>51</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 57 ff.

<sup>52</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7624.

<sup>53</sup> Zum Deckungs-, Leistungs- und Valutaverhältnis im Bucheffektenrecht, vgl. STEINER (FN 12), 57 f.

<sup>54</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 57 ff.

<sup>55</sup> Siehe auch BERTSCHINGER (FN 25), 642 f.

<sup>56</sup> Die dem Effektenkonto des Erwerbers, welcher weder die Rechtsinhaberschaft noch ein beschränktes dingliches Recht erhalten soll, gutgeschriebenen Bucheffekten erzeugen allerdings einen Rechtschein, indem grundsätzlich die Rechtszuständigkeit zu vermuten ist. Vgl. STEINER (FN 12), 36 ff.

<sup>57</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN 2), 7623.

<sup>58</sup> Vgl. VON TUHR/PETER (FN 20), § 25 I.

<sup>59</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7623 f.

<sup>60</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 142 ff.; BSK BEG-BAHAR/PEYER, Art. 25 N 13 ff.

<sup>61</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 148.

<sup>62</sup> Zum Begriff, vgl. ZK-OFTINGER/BÄR, Syst. Teil N 203.

biger verpflichtet. Eine Pfandhalterschaft, bei welcher der Pfandhalter mit dem Pfandgläubiger und dem Verpfänder vereinbart, den Pfandbesitz über das Pfandobjekt für beide gemeinsam auszuüben und das Pfandobjekt dem einen nicht ohne Zustimmung des anderen herauszugeben,<sup>63</sup> erfüllt aber m.E. die Voraussetzungen des Kontrollprinzips ebenfalls, indem es dem Pfandgläubiger offen steht, eine Zivilklage hinsichtlich der Geltendmachung der Pfandforderung und des Pfandrechts beim zuständigen Gericht anzuheben, weshalb der Pfandgläubiger im Sicherungsfall ohne Mitwirkung oder Zustimmung des Pfandschuldners verwerten kann. Die grundsätzlich gleichen Überlegungen sprechen für die Zulässigkeit eines escrow agent, welchem das Sicherungssubstrat zu Vollrecht übertragen wird, dieser das Sicherungssubstrat aber nur mit Zustimmung von Sicherungsgeber und -nehmer einem der beiden herausgeben darf. Dem Sicherungsnehmer steht es auch hier offen, auf Herausgabe des Sicherungssubstrats zu klagen.<sup>64</sup>

Schliesslich ist anzumerken, dass auch die Sachüberschrift zu Art. 25 BEG geändert wurde, von «Bestellung von Sicherheiten» in der bis Ende 2015 geltenden Fassung zu nunmehr «Kontrollvereinbarung». Dies ist zu begrüßen. Einerseits ist in der Literatur der Begriff der Kontrollvereinbarung – wohl insbesondere in Anlehnung an den Begriff des control agreement gemäss US-amerikanischem Uniform Commercial Code (UCC)<sup>65</sup> – bereits früh zur Bezeichnung der Verfügungsmodalität gemäss Art. 25 BEG verwendet worden und hat sich auch durchgesetzt.<sup>66</sup> Andererseits wird die Sachüberschrift auch der Haupt-Charakteristik der Kontrollvereinbarung im Sinne einer Verfügungsmodalität besser gerecht, nämlich dem Vollzug von Verfügungen über durch Bucheffekten repräsentierte Rechte.

## 5. Objekt der Verfügung (Art. 25 Abs. 2 BEG)

«Die Verfügung kann sich beziehen auf:

- a. bestimmte Bucheffekten;
- b. alle Bucheffekten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind; oder
- c. einen wertmässig bestimmten Anteil der Bucheffekten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind.» (Art. 25 Abs. 2 BEG)

In Übereinstimmung mit dem Grundgedanken der Änderung betreffend Art. 25 BEG, welcher das Bewusstsein dafür schärfen wollte, dass die Kontrollvereinbarung als Verfügungsmodalität für grundsätzlich alle Arten von Verfügungen offen steht, wurde Abs. 2 dahingehend geändert, dass sich nicht mehr nur «Sicherheiten» sondern generell Verfügungen auf die in lit. a–c aufgeführten Objekte beziehen können. Dies erscheint als konsequent und mit Ausnahme der bereits zuvor getätigten Ausführungen<sup>67</sup> ist dem nichts hinzuzufügen.

Die Botschaft stellt sich darüber hinaus aber auf den Standpunkt, dass Art. 25 Abs. 2 BEG das sachenrechtliche Spezialitätsprinzip «bei Verfügungen über Bucheffekten» ausschliesse.<sup>68, 69</sup> Dem kann m.E. nicht zugestimmt werden.

Zwar ist zunächst darauf hinzuweisen, dass sich in der Literatur zuweilen Stimmen finden, welche sich im Bereich von Art. 25 Abs. 2 lit. c BEG (lautend: «Die Verfügung kann sich beziehen auf einen wertmässig bestimmten Anteil der Bucheffekten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind») für eine Abschwächung oder gar für einen Ausschluss des Spezialitätsprinzips aussprechen.<sup>70</sup> Dies aber – wie soeben erwähnt – beschränkt auf lit. c von Art. 25 Abs. 2. Wenn die Botschaft sodann Abs. 2 von Art. 25 BEG generell vom Spezialitätsprinzip ausnehmen will, so entbehrt dies jeglicher Grundlage.

Aber auch nur beschränkt auf lit. c von Art. 25 Abs. 2 BEG, welcher durch die per 1. Januar 2016 in Kraft getretenen Änderungen nicht betroffen war, ist die in der Botschaft geäußerte Meinung klar abzulehnen. Wie die Botschaft selbst zum Ausdruck bringt, ist für das BEG der tradierte, von Lehre und Rechtsprechung herausgearbeitete Verfügungsbegriff massgebend.<sup>71</sup> Umso mehr muss deshalb in Erinnerung gerufen werden, dass im Privatrecht generell – aus Gründen der Rechtssicherheit – bestimmt sein muss, auf welches Recht resp. Rechtsverhältnis<sup>72</sup> infolge der Verfügung eingewirkt wird.<sup>73</sup> Sodann soll auch im Bereich des BEG schlussendlich über

<sup>63</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, Art. 884 ZGB N 216.

<sup>64</sup> BSK BEG-STEINER, Art. 35 N 29.

<sup>65</sup> Vgl. nur SCHOTT ANSGAR, Art. 25 N 31, in: Zobl/Hess/Schott (Hrsg.), Kommentar zum Bucheffektengesetz, Zürich 2013; STEINER (FN 12), 115.

<sup>66</sup> Vgl. nur FOËX (FN 23), Sûretés, 132; BNSAHEL FRÉDÉRIQUE/MICOTTI SÉBASTIEN/VILLA MARCO, L'objet et le rang des sûretés selon la loi sur les titres intermédiaires (LTI), SJ 2009 II, 321 ff., 332; DALLA TORRE LUCA/GERMANN MARTIN, 12 Antworten zum neuen Bucheffektengesetz, GesKR 2009, 573 ff., 577, FN 48; DALLA TORRE [et al.] (FN 23), 20; EMCH/RENZ/ARPAGAUS (FN 23), N 1145; STEINER (FN 12), 115; BSK BEG-BAHAR/PEYER, Art. 25 N 49.

<sup>67</sup> Vgl. oben Kapitel II.4.

<sup>68</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7624.

<sup>69</sup> Bemerkenswert ist auch, dass sich die Botschaft zum BEG diesbezüglich um einiges vorsichtiger geäußert hat als die Botschaft zum FinfraG. Erstere spricht lediglich von einer «nicht buchstabengetreuen Anwendung», welche im Bereich von Art. 25 Abs. 2 lit. c BEG angezeigt sei. Vgl. Botschaft BEG (FN 4), 9370 f.

<sup>70</sup> Vgl. BSK BEG-BAHAR/PEYER, Art. 25 N 75 ff., welche von einer «wesentlichen Abweichung» sprechen; BSK ZGB II-BAUER, Vor Art. 884 N 22, sieht eine «ausdrückliche Abmilderung» gegeben; gemäss KUHN (FN 16), § 26 N 58, ist das Spezialitätsprinzip im Bereich von Art. 25 Abs. 2 lit. c ausgeschlossen; für weitere Nachweise auf Meinungen in der Literatur, vgl. STEINER (FN 12), 162, FN 710.

<sup>71</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN 2), 7623.

<sup>72</sup> Gemäss WOLF MANFRED/NEUNER JÖRG, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 10. Aufl. München 2012, § 29 N 33, kann auch ein Rechtsverhältnis Gegenstand einer Verfügung sein.

<sup>73</sup> Statt vieler vgl. MEDICUS DIETER, Allgemeiner Teil des BGB, 10. Aufl. Heidelberg/München/Landsberg/Frechen/Hamburg 2010, § 19 N 209.

die Rechte gegenüber den Emittenten, welche durch die entsprechenden Bucheffekten repräsentiert werden, verfügt werden<sup>74</sup> und bezüglich dieser Rechte muss in allen Fällen klar sein, ob und wie darauf eingewirkt wurde. Der Verfügungsbegriff ist dabei mit dem Spezialitätsprinzip logisch verknüpft. Eine Zuordnung von Rechten, welche durch Bucheffekten in einem Effektenkonto repräsentiert werden, lediglich anhand einer Wertquote, ist sodann nicht in allen Fällen gewährleistet. Sie scheidet regelmässig dann, wenn gattungsmässig verschiedene Rechte vorhanden sind, welche die entsprechende Wertquote in unterschiedlicher Kombination erreichen könnten. Auch eine Bestimmbarkeit, wie sie von gewissen Autoren bei Art. 25 Abs. 2 lit. c BEG als gegeben betrachtet wird,<sup>75</sup> liegt hierbei in diversen Fällen nicht vor.<sup>76</sup> Man führe sich nur ein einfaches hypothetisches Beispiel vor Augen mit lediglich drei durch Bucheffekten repräsentierten Rechten (a, b und c), wobei die entsprechenden Bucheffekten in ein und demselben Effektenkonto eingebucht sind. Jedes Recht weist dabei annahmsweise einen Wert in der Höhe von CHF 300 auf. Wenn nun mittels einer Kontrollvereinbarung ein Pfandrecht für eine Forderung von CHF 500 begründet wird und sich die Sicherheit gemäss Parteivereinbarung auch auf CHF 500 «am Effektenkonto» i.S.v. Art. 25 Abs. 2 lit. c BEG beziehen soll, bestehen bereits drei verschiedene Varianten, wie das Sicherungssubstrat im Verwertungsfall zusammenzustellen ist, um die geforderte Wertquote zu erreichen, nämlich a+b, a+c oder b+c. Eine Bestimmbarkeit, welche freilich bereits im Zeitpunkt der Verpfändung gegeben sein muss, da dann auf das Recht eingewirkt wird, kann nicht vorliegen.

Bei einer Vollrechtsübertragung mittels Kontrollvereinbarung (was in der Botschaft zu Recht als möglich erachtet wird)<sup>77</sup> würde die Feststellung, dass das Spezialitätsprinzip nicht zur Anwendung gelangen soll, aber noch bizarrere Züge annehmen, muss die Inhaberschaft eines Rechts doch begriffsnotwendig trennscharf jemandem zugeordnet werden können. Eine Zuordnung lediglich anhand einer Wertquote mit nicht zwingend möglicher Bestimmbarkeit des Verfügungsobjektes steht dem diametral entgegen.

Mit der in Art. 25 Abs. 2 lit. c BEG beschriebenen Möglichkeit, bei welcher sich die Verfügung auf «einen wertmässig bestimmten Anteil der Bucheffekten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind» beziehen kann, soll gemäss hier vertretener Ansicht in erster Linie die Zulässigkeit einer vor allem für die Praxis sehr reizvollen Variante der Bezeichnung des Sicherungssubstrats hervorge-

hoben werden, ist die Praxis bei einem Sicherungsrecht im Resultat doch vor allem an einer wertmässigen Sicherung einer Forderung interessiert und nicht primär an der Zusammensetzung der Pfandobjekte (bei vergleichbarer Werthaltigkeit). Dies allein sagt aber noch nichts über die dogmatische Konstruktion aus.

Eine dogmatische Erfassung, welche im Einklang mit den Eigenheiten des Verfügungsbegriffs steht, liegt m.E. darin, dass im Anwendungsbereich von Art. 25 Abs. 2 lit. c BEG – ähnlich wie bei Abs. 2 lit. b – eine Verfügung (insb. ein reguläres Pfandrecht) auf sämtliche Rechte gegenüber dem Emittenten, welche durch Bucheffekten im entsprechenden Effektenkonto repräsentiert sind, von der Verfügung erfasst werden. Der Kontoinhaber kann allerdings über die die Wertquote übersteigenden Rechte (welche durch Bucheffekten repräsentiert sind) verfügen. Die Einhaltung der Wertquote ist dabei regelmässig durch die Verwahrungsstelle sicherzustellen. Soll mit der Kontrollvereinbarung ein Pfandrecht begründet werden, so ermöglicht lit. c m.E., mehrere im Rang gleichwertige Pfandrechte nebeneinander zu bestellen, sofern dies der Wert des Gesamtbestandes erlaubt. Eine Anpassung des Sicherungssubstrates bei dessen wertmässiger Veränderung wird dadurch regelmässig obsolet.<sup>78</sup>

## 6. Vereinbarung mit der Verwahrungsstelle (Art. 26 BEG)

*«Die Kontoinhaberin oder der Kontoinhaber kann durch Abschluss einer Vereinbarung mit der Verwahrungsstelle zu deren Gunsten über Bucheffekten verfügen. Die Verfügung ist Dritten gegenüber mit dem Abschluss der Vereinbarung wirksam.» (Art. 26 Abs. 1 BEG)*

*«Artikel 25 Abs. 2 ist anwendbar.» (Art. 26 Abs. 2 BEG)*

Die Änderungen im Wortlaut von Art. 26 BEG sind nur auf den ersten Blick tiefgreifender als jene bei Art. 25 BEG. Im Zentrum steht auch hier, dass bereits der Wortlaut klarstellt, dass mit der Vereinbarung gemäss Art. 26 BEG in allgemeiner Hinsicht Verfügungen vollzogen werden können, welche nicht zwingend die Bestellung von Sicherungsrechten zum Ziel haben müssen.<sup>79</sup> Die Botschaft zum FinfraG behandelt Art. 25 und 26 BEG in dogmatischer Hinsicht m.E. zu Recht gemeinsam, besteht zwischen der Kontrollvereinbarung gemäss Art. 25 BEG und der Vereinbarung i.S.v. Art. 26 BEG doch eine enge konzeptionelle Verwandtschaft.<sup>80</sup> Insbesondere sind beide als Verfügungsmodalitäten einzustufen, wobei der Gesetzgeber bei der Vereinbarung gemäss Art. 26

<sup>74</sup> STEINER (FN 12), 50 ff.

<sup>75</sup> DALLA TORRE/GERMANN (FN 66), 579; EIGENMANN ANTOINE, *Projet de lois sur le dépôt et le transfert des titres intermédiaires*, SZW 2006, 104 ff., 113; DERSELBE (FN 23), *Réalisation*, 130.

<sup>76</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 163.

<sup>77</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN 2), 7623; vgl. auch oben Kapitel II.4.

<sup>78</sup> Vgl. eingehend STEINER (FN 12), 164 f.

<sup>79</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN 2), 7623.

<sup>80</sup> Vgl. BSK BEG-BAHAR/PEYER, Art. 26 N 8, welche sich der Einschätzung von STEINER (FN 12), 64, anschliessen, wonach die Vereinbarung i.S.v. Art. 26 eine Variante der Kontrollvereinbarung gemäss Art. 25 darstellt.

BEG eine Kontrollvereinbarung i.S.v. Art. 25 BEG voraussetzen scheint und sie im Hinblick auf die hier vorherrschende Konstellation, bei welcher die Parteien der Verfügung mit den Parteien im Effektenkontoverhältnis übereinstimmen, anpasst.<sup>81</sup> Es ist infolgedessen zu begrüssen, wenn auch der Wortlaut von Art. 26 Abs. 1 BEG allgemeiner gefasst wurde und nun besagt, dass der Kontoinhaber durch Abschluss einer Vereinbarung mit der Verwahrungsstelle zu deren Gunsten verfügen kann. Die Änderung der Sachüberschrift, welche danach «Vereinbarung mit der Verwahrungsstelle» und nicht mehr «Sicherheiten zugunsten der Verwahrungsstelle» lauten soll, ist folgerichtig. Für die Begründung kann auf die Ausführungen zu Art. 25 Abs. 1 BEG verwiesen werden, welche hier analog zur Geltung kommen.<sup>82</sup>

Der bisherige Abs. 2 von Art. 26 BEG wurde gestrichen und durch einen neuen Inhalt ersetzt. Die bis Ende 2015 geltende Fassung lautete dahingehend, dass die Sicherheit der Verwahrungsstelle mit der Gutschrift der Bucheffekten im Effektenkonto eines anderen Kontoinhabers erlischt. Gemäss Botschaft ist der Untergang des Sicherungsrechts eine Rechtsfolge, die weiter geht als unbedingt erforderlich.<sup>83</sup> Die nun in Kraft getretene Neufassung von Art. 26 Abs. 2 BEG beschränkt sich darauf, festzuhalten, dass Art. 25 Abs. 2 BEG auch im Bereich von Art. 26 BEG anwendbar ist.

Der Ersatz des Inhalts von Art. 26 Abs. 2 BEG ist zu begrüssen.<sup>84</sup> In der Praxis hat die frühere Fassung von Art. 26 Abs. 2 BEG zuweilen für Verunsicherung gesorgt, insbesondere in Konstellationen, in welchen in einem ersten Schritt mittels einer Vereinbarung i.S.v. Art. 26 BEG zugunsten der Verwahrungsstelle ein Pfandrecht an durch Bucheffekten repräsentierten Rechten begründet worden war, die entsprechenden Bucheffekten dann aber (unter Mitwirkung der Verwahrungsstelle) auf ein Effektenkonto einer Drittpartei umgebucht worden sind. Für letzteren Schritt können mannigfaltige praktische Beweggründe vorhanden sein, bspw. dass die Verwahrungsstelle das Sicherungssubstrat von einem Dritten bewirtschaften lassen will.

Bereits bisher war Art. 26 Abs. 2 BEG aber m.E. vor dem Hintergrund des Kontrollprinzips zu begreifen und teleologisch auf seine tatsächliche Bedeutung zu reduzieren. Die Botschaft zum BEG führte als Begründung für die in Art. 26 Abs. 2 BEG aufgeführte Rechtsfolge des Erlöschens der Sicherheit an, dass die Verwahrungsstelle mit Ausführung der Weisung des Kontoinhabers zur Umbuchung konkludent zu erkennen gebe, dass sie auf die Geltendmachung des Sicherungsrechts verzichte.<sup>85</sup>

Im Schrifttum fanden sich hierzu auch bestätigende Stimmen.<sup>86</sup> Eine Verwahrungsstelle hätte m.E. aber nur dann konkludent auf die Sicherheit verzichtet (wodurch die Sicherheit untergegangen wäre), wenn es ihr fortan nicht mehr möglich gewesen wäre, nach der Umbuchung eine ausreichende Kontrolle im Sinne des Kontrollprinzips auszuüben. War die Ausübung einer ausreichenden Kontrolle jedoch gewährleistet, ging m.E. die Sicherheit auch bei Umbuchung der entsprechenden Bucheffekten nicht unter. M.E. reichte hierzu eine rechtsgeschäftliche Vereinbarung zwischen Sicherungsnehmer und Drittem, in welcher sich der Dritte verpflichtet, die Kontrolle im Sinne des Kontrollprinzips auszuüben.<sup>87</sup> Dies gilt umso mehr unter dem ab 2016 in Kraft stehenden Gesetzestext.

Darüber hinaus ist die Botschaft in diesem Bereich m.E. erneut (und in zweierlei Hinsicht) unpräzise, wenn sie den Anwendungsbereich der bisherigen Fassung von Art. 26 Abs. 2 BEG dahingehend umschreibt, dass hier der «Sicherungsgegenstand» auf ein Konto eines anderen Inhabers übertragen wird. Erstens ist die Bucheffekte gemäss hier vertretener Auffassung nicht mit dem Recht gegenüber dem Emittenten gleichzusetzen und ist nicht Sicherungsgegenstand, sondern repräsentiert diesen lediglich.<sup>88</sup> Zweitens werden bei einer Umbuchung von Bucheffekten nicht dieselben Bucheffekten «übertragen». Die gelöschten Bucheffekten im Ausgangs-Effektenkonto sind mit den im End-Effektenkonto gutschriebenen Bucheffekten lediglich in gedanklicher Hinsicht verbunden, rechtlich aber abstrahiert.<sup>89</sup>

Die Botschaft brachte überdies die Einschätzung zum Ausdruck, dass Art. 26 Abs. 2 BEG in der bis Ende 2015 geltenden Fassung auch deswegen abdingbar gewesen sei, weil die in Art. 30 Abs. 2 BEG vorgesehene Rangfolge den Sachverhalt ausreichend regle.<sup>90</sup> Art. 30 Abs. 2 BEG lautet (ab 2016, siehe zur Rangfolge unten Kapitel II.7): «Schliesst die Verwahrungsstelle mit der Kontoinhaberin oder dem Kontoinhaber eine Vereinbarung gemäss Artikel 25 Abs. 1 ab, ohne die Erwerberin oder den Erwerber ausdrücklich auf ihr zustehende frühere Rechte hinzuweisen, so gilt ihr Recht als dem Recht der Erwerberin oder des Erwerbers untergeordnet». Art. 30 Abs. 2 BEG betrifft grundsätzlich aber nur jene Konstellationen, in welchen die Verwahrungsstelle, nach dem Begründen eigener Rechte (mittels einer Vereinbarung i.S.v. Art. 26 BEG) zusätzlich eine Kontrollvereinbarung gemäss Art. 25 BEG eingeht, dieses Mal zu-

<sup>81</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 126 ff.

<sup>82</sup> Vgl. oben Kapitel II.4.

<sup>83</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7624.

<sup>84</sup> Vgl. BERTSCHINGER (FN 25), 643.

<sup>85</sup> Vgl. Botschaft BEG (FN 4), 9371 f.

<sup>86</sup> Vgl. BSK BEG-BAHAR/PEYER, Art. 26 N 15 m.w.H.

<sup>87</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 152.

<sup>88</sup> Vgl. oben Kapitel II.3.2.

<sup>89</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 108 f. mit Hinweis auf HESS/FRIEDRICH (FN 23), 116 und COSTANTINI RENATO, Die drei Anknüpfungsgenstände des internationalen Effektenrechts, Diss. Luzern 2007, Zürich 2008, 195 (= LBR, Bd. 36).

<sup>90</sup> Botschaft FinfraG (FN 2), 7624.

gunsten eines Dritten.<sup>91</sup> Eine Umbuchung findet gerade nicht statt, weswegen Art. 30 Abs. 2 BEG für die Art. 26 Abs. 2 BEG (in der bis Ende 2015 geltenden Fassung) zugrundeliegende Ausgangslage nicht einschlägig war, auch nicht analog. Vielmehr ist die Frage – wie zuvor gezeigt – als Anwendungsfall des Kontrollprinzips zu sehen.

## 7. Rangfolge (Art. 30 BEG)

*«Schliesst die Verwahrungsstelle mit der Kontoinhaberin oder dem Kontoinhaber eine Vereinbarung gemäss Artikel 25 Absatz 1 ab, ohne die Erwerberin oder den Erwerber ausdrücklich auf die ihr zustehenden früheren Rechte hinzuweisen, so gilt ihr Recht als dem Recht der Erwerberin oder des Erwerbers untergeordnet.» (Art. 30 Abs. 2 BEG)*

*[Art. 30 Abs. 3 BEG aufgehoben]*

Die für Art. 30 Abs. 2 BEG vorgeschlagenen Änderungen präsentieren sich als Fortführung des hinsichtlich Art. 25 und 26 BEG verfolgten Konzepts,<sup>92</sup> nämlich der Klarstellung, dass mittels Kontrollvereinbarungen grundsätzlich jede Art von Verfügung vollzogen werden kann. Entsprechend verwendet der geänderte Gesetzestext den Begriff des Erwerbers anstelle von jenem des Sicherungsnehmers und spricht von den der Verwahrungsstelle zustehenden früheren Rechten anstelle von früheren Sicherungsrechten. Dies ist konsequent.

Art. 30 Abs. 3 BEG wurde hingegen aufgehoben. In der bis Ende 2015 geltenden Fassung lautete dieser: «Werden Bucheffekten oder Rechte an Bucheffekten abgetreten, so gehen die Rechte von Personen, die sie nach den Vorschriften dieses Gesetzes erworben haben, den Rechten des Zessionars unabhängig vom Zeitpunkt der Abtretung im Range vor.» Grund für die Streichung war gemäss der Botschaft, dass die Regelung infolge der Anpassung in Art. 25 Abs. 1 BEG redundant werde.<sup>93</sup> Dem ist m.E. nicht zuzustimmen. Art. 25 Abs. 1 BEG dient lediglich der Klarstellung, dass mit der Verfügungsmodalität der Kontrollvereinbarung grundsätzlich alle Arten von Verfügungen vollzogen werden können, d.h. insbesondere die Bestellung von regulären Pfandrechten als auch die Übertragung der Rechtsinhaberschaft.<sup>94</sup> Eine unmittelbare Aussage hinsichtlich der Rangfolge von Verfügungen lässt sich besagter Bestimmung hingegen nicht entnehmen.

Wird gesetzlich zur Frage der Rangfolge nichts Spezifisches geregelt, kommt das generell auf Verfügungen

anwendbare Prinzip der Alterspriorität zum Zug,<sup>95</sup> welches für das Bucheffektenrecht in Art. 30 Abs. 1 BEG deklaratorisch festgehalten wird. Eine frühere Verfügung geht einer späteren damit grundsätzlich vor. Art. 30 Abs. 3 BEG enthielt demgegenüber eine Ausnahmeregelung zum Prinzip der Alterspriorität, indem es jene Verfügungen, welche durch BEG-eigene Verfügungsmodalitäten vollzogen worden waren, gegenüber der Abtretung (ohne Involvierung einer Verwahrungsstelle) priorisierte. Grund war der Schutz des Bucheffektensystems.<sup>96</sup>

Dieser Schutz wird auch nach Inkrafttreten der besprochenen Änderungen per 1. Januar 2016 noch benötigt (und durch Art. 25 Abs. 1 BEG nicht gewährleistet). Das BEG baut darauf auf, dass an Buchungen in Effektenkonten Rechtswirkungen geknüpft werden. Diese Funktion wäre aber dann massiv beeinträchtigt, wenn Verfügungen, welche ausserhalb des BEG, d.h. ohne Involvierung einer Verwahrungsstelle, stattfinden, die Wirksamkeit von BEG-eigenen Verfügungen in Mitleidenschaft ziehen würden.<sup>97</sup> Art. 30 Abs. 3 BEG diente dabei nicht zuletzt dem Schutz des Vertrauens in das System der mediatisierten Effektenverwahrung. Die Streichung von Art. 30 Abs. 3 BEG wäre sodann als gesetzgeberisches Versehen zu betiteln. Dies allerdings nur unter der Voraussetzung, dass man Zessionen von durch Bucheffekten repräsentierten Rechten auch weiterhin zulassen will. Art. 30 Abs. 3 BEG war nämlich die einzige Bestimmung innerhalb des BEG, welche die Abtretung überhaupt erwähnte. Eine Streichung besagter Bestimmung müsste m.E. als Entzug der gesetzlichen Grundlage der für das Bucheffektenrecht grundsätzlich systemfremden Verfügungsmodalität der Abtretung (ohne Involvierung einer Verwahrungsstelle) angesehen werden. Eine Zession von durch Bucheffekten repräsentierten Rechten ist m.E. deswegen ab 1. Januar 2016 wirkungslos.<sup>98</sup> Für eine zukünftige Revision des BEG ist jedoch anzulegen, dass die Möglichkeit der Zession von durch Bucheffekten repräsentierten Rechten wieder ins Gesetz aufgenommen wird, unter Priorisierung der BEG-eigenen Verfügungsmodalitäten. Dies könnte bspw. in Treuhandverhältnissen interessant sein, wo auf diese Weise ermöglicht würde, dass durch Bucheffekten repräsentierte Rechte, welche durch einen Treuhänder in dessen Effektenkonto gehalten werden, Gegenstand einer Legalzession i.S.v. Art. 401 OR sein könnten.<sup>99</sup> Ein möglicher Wortlaut könnte sein: «Werden durch Bucheffekten repräsentierte Rechte abgetreten, so gehen die Rechte von Personen, die sie nach den Vorschriften dieses Gesetzes erworben haben, den Rechten des Zessionars unabhängig vom Zeitpunkt der Abtretung im Range vor.»

<sup>91</sup> Vgl. DAENIKER DANIEL/LEISINGER BENJAMIN, Art. 30 N 18, in: Zobl/Hess/Schott (Hrsg.), Kommentar zum Bucheffektengesetz (BEG), Zürich/Basel/Genf 2013; BSK BEG-BAHAR/PEYER, Art. 30 N 13.

<sup>92</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN 2), 7624.

<sup>93</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN 2), 7624.

<sup>94</sup> Vgl. oben Kapitel II.4.

<sup>95</sup> Vgl. VON TUHR/PETER (FN 20), § 25 I; WOLF/NEUNER (FN 72), § 29 N 34.

<sup>96</sup> Vgl. Botschaft BEG (FN 4), 9349.

<sup>97</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 67.

<sup>98</sup> Ebenso BERTSCHINGER (FN 25), 644.

<sup>99</sup> M.w.H. STEINER (FN 12), 71.

## 8. Verwertungsbefugnis (Art. 31 Abs. 1 BEG)

«Die Sicherungsnehmerin oder der Sicherungsnehmer kann Bucheffekten, an denen eine Sicherheit bestellt worden ist, unter den im Sicherungsvertrag vereinbarten Voraussetzungen verwerten, indem sie oder er:

- a. die Bucheffekten verkauft und den Erlös mit der gesicherten Forderung verrechnet; oder
- b. sich die Bucheffekten, deren Wert objektiv bestimmbar ist, aneignet und ihren Wert auf die gesicherte Forderung anrechnet.» (Art. 31 Abs. 1 BEG)

Die bis Ende 2015 geltende Fassung von Art. 31 Abs. 1 BEG setzte für die Befugnis zur Privatverwertung insbesondere voraus, dass ein «repräsentativer Markt» vorhanden ist. Der Begriff wurde vom BEG hingegen nicht definiert. In der Literatur fanden sich hierzu zwar äusserst überzeugende Klärungsversuche,<sup>100</sup> jedoch ist der Botschaft zuzustimmen, dass die Unsicherheit für die Praxis damit nicht restlos beseitigt werden konnte.<sup>101</sup> In der nun seit 1. Januar 2016 geltenden Fassung wurde das Element des repräsentativen Marktes gestrichen. Dies ist zu begrüssen. Bereits die allgemein zum Fahrnispfandrecht entwickelten Grundsätze erlauben eine adäquate rechtliche Erfassung der Privatverwertung, insbesondere hinsichtlich der Privatverwertung mittels Freihandverkauf, hat der Pfandgläubiger doch in allgemeiner Hinsicht für eine ordentliche und sorgfältige Verwertung einzustehen.<sup>102</sup>

Bezüglich der Verwertung durch Aneignung wurde nun jedoch – als Ersatz für das zu streichende Erfordernis des repräsentativen Marktes – in den Gesetzestext aufgenommen, dass eine Aneignung eine objektive Bestimmbarkeit des Wertes (der durch Bucheffekten repräsentierten Rechte)<sup>103</sup> voraussetzt (Art. 31 Abs. 1 lit. b BEG). Damit soll offenbar in gewissem Masse eine Rückbesinnung auf den eigentlichen Leitgedanken stattfinden, nämlich die Verhinderung einer Benachteiligungsgefahr für den Pfandschuldner.<sup>104</sup> M.E. wäre aber auch im Rahmen der per 2016 in Kraft getretenen Änderungen des BEG vorzuziehen gewesen, wenn als Voraussetzung der Verwertung mittels Aneignung das Fehlen einer Benachteiligungsgefahr für den Verpfänder selbst zum Gesetzestext erhoben worden wäre – anstatt eines Anwendungsfalles desselben.

Zur Auslegung des Begriffs der objektiven Bestimmbarkeit sind m.E. die allgemein in der Zivilrechtslehre entwickelten Grundsätze massgebend.<sup>105</sup>

Unkommentiert lässt die Botschaft den Umstand, dass gemäss der ab 2016 geltenden Fassung von Art. 31 Abs. 1 lit. b BEG der Wert der durch Bucheffekten repräsentierten Rechte im Zuge der Aneignung auf die gesicherte Forderung anzurechnen, anstatt mit ihr zu verrechnen ist, wie noch in der bis Ende 2015 geltenden Fassung. Dabei handelt es sich aber wohl lediglich um eine Anpassung an die im Bereich des Selbsteintritts übliche Terminologie, wie ein Blick in die einschlägige Literatur zeigt.<sup>106</sup>

Interessanterweise platzierte die Botschaft Einschätzungen zu weiteren Rechtsfragen im Bereich von Art. 31 und 32 BEG, obwohl diese keinen direkten Bezug zu spezifischen Änderungsvorhaben aufwiesen. Die Botschaft äusserte sich insbesondere zur Frage, ob Art. 31 und 32 BEG nur im Falle eines regulären Pfandrechts oder auch bei Vollrechtssicherheiten zur Anwendung gelangen. So soll lediglich Art. 32 Abs. 2 BEG (Verbot des Verfallvertrages) unmittelbar auf Vollrechtssicherheiten anwendbar sein.<sup>107</sup> In materieller Hinsicht ist dem m.E. zuzustimmen.<sup>108</sup>

## III. Schlussbetrachtung

Die durch die partielle Neufassung von Art. 24 Abs. 2 BEG bewirkte gesetzgeberische Verdeutlichung, wonach ein reguläres Pfandrecht an durch Bucheffekten repräsentierten Rechten auch mittels Umbuchung bestellt werden kann, ist zu begrüssen. Die Umsetzung dieses Ziels lässt leider in verschiedener Hinsicht die dogmatische Grundlage vermissen. Nachhaltiger wäre gemäss hier vertretener Auffassung ein Hinwirken auf eine Klärung des Bucheffektenbegriffs gewesen. Eine bedeutende Änderung gegenüber der bisherigen Rechtslage ist aber die Streichung von Art. 30 Abs. 3 BEG. Diese mündete gemäss hier vertretener Ansicht darin, dass nunmehr eine Zession von durch Bucheffekten repräsentierten Rechten ausgeschlossen ist.

<sup>100</sup> Vgl. HESS/STÖCKLI (FN 23), Grundzüge, 114 ff., 119 sowie KUHN (FN 16), § 26 N 118 f., gehen davon aus, dass auf die Rechtsprechung des BGer zum Marktpreis i.S.v. Art. 191 Abs. 3 OR abzustellen ist, wodurch es auf die «Verkäuflichkeit zu einem nach objektiven Gesichtspunkten feststellbaren üblichen Preis» ankommt; Grundsätzlich zustimmend BSK BEG-BAHAR/PEYER, Art. 31 N 23, m.w.H.

<sup>101</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN 2), 7624.

<sup>102</sup> Vgl. BK-ZOBL, Art. 891 ZGB N 52.

<sup>103</sup> Der Wortlaut von Art. 31 Abs. 1 lit. b BEG spricht m.E. unpräzise vom Wert der «Bucheffekten».

<sup>104</sup> In allg. Hinsicht vgl. BK-ZOBL, Art. 891 ZGB N 57 ff.; ZK-OFTINGER/BÄR, Art. 891 ZGB N 62.

<sup>105</sup> Vgl. HANS GIGER, Rechtsvergleichender Beitrag zur Lehre von der Bestimmbarkeit vertraglicher Leistungen, *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, Vol. XXXVIII, Rom 1964, 79 ff.

<sup>106</sup> Vgl. KOLLER, Der Selbsteintritt des Pfandgläubigers, ZBJV 1994, 375 ff., 378; BÖCKLI ARTHUR, Das Recht des Pfandgläubigers zum Selbsteintritt bei der Pfandverwertung, SJZ 1924, 301 ff., 303.

<sup>107</sup> Vgl. Botschaft FinfraG (FN2), 7624 f.

<sup>108</sup> Vgl. STEINER (FN 12), 235 ff.