

# Sicherheiten nach Bucheffektengesetz - theoretische und praktische Aspekte

*Am 1. Januar 2010 trat das Bucheffektengesetz (BEG) in Kraft, das für mediatisiert verwahrte Wertpapiere und Wertrechte ein neues Vermögenobjekt, die Bucheffekte, schafft. Sicherheiten an Bucheffekten werden gemäss BEG auf zwei Arten bestellt: (i) mittels Umbuchung nach Art. 24 BEG, wodurch dem Sicherungsnehmer das Vollrecht übertragen wird, und (ii) mittels Vereinbarung mit der Verwahrungsstelle des Sicherungsgebers nach Art. 25 bzw. 26 BEG, wodurch das Vollrecht beim Sicherungsgeber verbleibt. Die Bestellung einer Sicherheit an Bucheffekten wird durch das BEG abschliessend geregelt; sachenrechtliche Prinzipien finden grundsätzlich keine Anwendung. Eine Auslegung der relevanten Bestimmungen des BEG macht deutlich, dass Sicherheiten an Bucheffekten in einem nicht akzessorischen Verhältnis zur gesicherten Forderung stehen und sich auch auf die Nebenrechte an den Bucheffekten erstrecken. Da das Faustpfandprinzip im Rahmen des BEG keine Geltung beanspruchen kann, steht es den Parteien frei, bei der Bestellung einer Sicherheit mittels Vereinbarung die Verfügungsbefugnis über die als Sicherheit dienenden Bucheffekten dem Sicherungsgeber zu belassen.*

## I. Überblick

### II. Sicherheit durch Umbuchung (Art. 24 BEG)

1. Sicherungsnehmer als Vollrechts- inhaber
2. Einräumung der Sicherheit
3. Fehlende Akzessorietät

### III. Sicherheit durch Vertrag (Art. 25 BEG)

1. Kontrollvereinbarung
2. Verfügungsberechtigung des Sicherungsgebers
3. Bestimmung des Sicherungsobjekts
4. Untergang und Aufhebung der Sicherheit
5. Nebenrechte

### IV. Sicherheit zugunsten der Verwahrungsstelle

1. Sicherheit nach Art. 26 BEG

2. Sicherheitenbestellung durch den Sicherungsnehmer (Art. 23 BEG)

3. Rückbehaltsrecht (Art. 21 BEG)

V. Verwertung von Sicherheiten

1. Grundlagen

2. Arten und Modalitäten der Privatverwertung

3. Erfordernis eines repräsentativen Marktes

4. Verwertung im Konkurs des Sicherungsgebers

VI. Übergangsbestimmungen

## I. Überblick

Mit der Einführung des Bucheffektengesetzes (BEG) wurde ein neues Vermögensobjekt *sui generis* geschaffen, die Bucheffekte.<sup>1</sup> Nicht nur die Bucheffekte ordnet sich ausserhalb bestehender rechtlicher Kategorien ein, sondern das Gesetz als Ganzes erschliesst juristisches Neuland. So führt nach der hier vertretenen Ansicht das BEG für Bucheffekten *neue Formen* von Sicherheiten ein, die losgelöst von sachenrechtlichen Typisierungen<sup>2</sup> bestehen. U.E. gibt es deshalb, entgegen der Botschaft und der wohl vorherrschenden Ansicht in der Lehre, im Rahmen der Sicherheiten des BEG auch kein Pfand.<sup>3</sup>

Sicherheiten nach BEG können entweder durch Umbuchung (Art. 24 BEG) oder durch Abschluss einer Vereinbarung (Art. 25 und 26 BEG) bestellt werden. Das Gesetz sieht daneben in Art. 30 Abs. 3 BEG auch die Möglichkeit vor, Bucheffekten mittels Zession zu übertragen. Bucheffekten lassen sich somit auch sicherungshalber zedieren. Da jedoch nach der genannten Bestimmung durch Zession eingeräumte Rechte den Rechten, die durch BEG-Verfügungen eingeräumt wurden, im Range nachgehen, dürfte die Sicherungszession in der Praxis wohl ohne Bedeutung bleiben.<sup>4</sup> Es wird deshalb im Folgenden auch nicht näher darauf eingegangen.

recht-2010-17

Während nach der hier vertretenen Ansicht durch die Umbuchung (Art. 24 BEG) das Vollrecht an den Bucheffekten stets an den neuen Kontoinhaber übertragen wird, bleibt bei der Bestellung einer Sicherheit durch Vereinbarung (Art. 25 und 26 BEG) der Sicherungsgeber immer Vollrechtsinhaber an den Bucheffekten. Nebenrechte sind grundsätzlich mit den Bucheffekten verbunden und teilen deshalb deren rechtliches Schicksal. Sicherheiten nach BEG sind nicht akzessorischer Natur und somit von Bestand und Umfang der besicherten Forderung unabhängig. Das BEG regelt nicht nur die Voraussetzungen der Wirksamkeit (*perfection*) der Sicherheit an Bucheffekten, sondern es regelt das Verfügungsgeschäft für Bucheffekten als solches.<sup>5</sup> Das der Einräumung einer Sicherheit zugrunde liegende Verpflichtungsgeschäft (Sicherungsvertrag)<sup>6</sup> wird vom BEG hingegen nicht erfasst.<sup>7</sup>

Im Folgenden werden zunächst die einzelnen Sicherheitsarten des BEG dargestellt (Kap. II., III. und IV.). Anschliessend wird die Verwertung der Sicherheiten an Bucheffekten untersucht (Kap. V.). Schliesslich sei noch auf die Übergangsbestimmungen des BEG hingewiesen, soweit diese für Sicherheiten relevant sind (Kap. VI.).

## II. Sicherheit durch Umbuchung (Art. 24 BEG)

### 1. Sicherungsnehmer als Vollrechts- inhaber

Bei einer Sicherheit durch Umbuchung gemäss Art. 24 BEG räumt der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer die Sicherheit an den Bucheffekten durch Weisung an die Verwahrungsstelle und Gutschrift der Bucheffekten in einem auf den Sicherungsnehmer oder eine Drittpartei lautenden Effektenkonto ein.

U.E. wird mit einer Sicherheit nach Art. 24 BEG dem Sicherungsnehmer unabhängig von der vertraglichen Vereinbarung stets ein Vollrecht eingeräumt.<sup>8</sup> Entgegen der Botschaft und einer in der Lehre vertretenen Meinung erlaubt der Vorgang der Umbuchung nach Art. 24 BEG nicht die Einräumung eines blossen Teilrechts.<sup>9</sup>

Die hier vertretene Auffassung begründet sich wie folgt:

1. Zweck des BEG sind die Erhöhung der Rechtssicherheit, die Steigerung der Effizienz der Abwicklungssysteme und der Schutz des Vertrauens der Anleger.<sup>10</sup> Könnte durch eine Umbuchung nach Art. 24 BEG lediglich ein Teilrecht eingeräumt werden, würde der rechtliche Schein mit der tatsächlichen Rechtslage nicht übereinstimmen. Der Kontoinhaber gilt gemäss Art. 5 lit. c BEG als Anleger und erscheint somit im Aussenverhältnis gegenüber den anderen Teilnehmern des Finanzmarktes als Vollrechtsinhaber. Ein Erwerber von Bucheffekten muss sich darauf verlassen können, mit der Gutschrift der Bucheffekten auf seinem Konto das unbelastete Vollrecht und nicht nur ein Teilrecht zu erwerben.

2. Die Unsicherheit über die Rechtslage könnte einzig dadurch beseitigt werden, dass die sicherungshalber übertragenen Bucheffekten im Effektenkonto des Sicherungsnehmers als blosse Teilrechte gekennzeichnet würden (*flagging*). Auf ein solches *flagging* hat der Gesetzgeber jedoch bewusst verzichtet.<sup>11</sup> Soll der Zweck des BEG, Rechtssicherheit zu schaffen, nicht unterlaufen werden, kann dies im Ergebnis nur bedeuten, dass der Gesetzgeber ein solches *flagging* für unnötig hielt, da der Kontoinhaber stets vollrechtsberechtigt ist.

3. Ebenso muss sich die Emittentin darauf verlassen können, dass der Kontoinhaber ihr gegenüber vollrechtsberechtigt ist. Zins- und Dividendenzahlungen erfolgen im System der SIX SIS AG direkt an den Kontoinhaber; die Emittentin erfüllt damit wirksam ihre Verpflichtungen aus den Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechten. Entsprechend nehmen Banken bei einer Ausbuchung von Namenaktien aus einem Effektenkonto automatisch eine Meldung an die Emittentin vor, damit diese den

recht-2010-18

übertragenden Kontoinhaber aus ihrem Aktienbuch löschen kann.<sup>12</sup>

4. Das Vollrecht des Kontoinhabers zeigt sich auch im Konkurs der Verwahrungsstelle. Gemäss Art. 17 BEG hat der Liquidator in einem solchen Fall die Bucheffekten zugunsten des Kontoinhabers, also des Sicherungsnehmers, auszusondern und an diesen zu übertragen. Ein solches Aussonderungsrecht steht typischerweise dem Vollrechtsinhaber (also bei einer Sache dem Eigentümer) und nicht einem «beschränkt dinglich» Berechtigten zu.<sup>13</sup> Der Inhaber eines pfandrechtsähnlichen Teilrechts wäre auf eine Aussonderung im Konkurs der Verwahrungsstelle auch nicht angewiesen, da sein Teilrecht den Bucheffekten auch nach deren Verwertung weiterhin anhaften würde.

5. Auch der Wortlaut von Art. 24 Abs. 2 BEG, wonach der verfügende Kontoinhaber *sein Recht an den Bucheffekten* mit dem Abschluss der Umbuchung verliert, lässt darauf schliessen, dass dem Sicherungsgeber

bei der Bestellung einer Sicherheit nach Art. 24 BEG nicht eigentumsähnliche Rechte verbleiben.

6. Zum selben Schluss kommt eine systematische Auslegung des BEG. Das BEG normiert das neue Rechtsobjekt der Bucheffekte autonom und abschliessend. Zur Lückenfüllung soll eine Lösung «aus der Systematik des Gesetzes heraus [...] und nicht durch Rückgriff auf das Sachenrecht des ZGB oder das Schuldrecht des OR [gesucht werden]»<sup>14</sup>. Im Unterschied zum ZGB<sup>15</sup> findet sich im BEG keine Unterscheidung zwischen einem «eigentumsähnlichen» Vollrecht und einem «beschränkten dinglichen» Teilrecht. Vielmehr stellt die Rechtsinhaberschaft an Bucheffekten einzig auf die Kontoinhaberschaft des Anlegers ab.<sup>16</sup>

7. Schliesslich lässt auch die Entstehungsgeschichte des BEG erkennen, dass der Gesetzgeber bewusst von der sachenrechtlichen Typisierung Abstand genommen hat. Während der Vorentwurf in Art. 22 VE-BEG noch explizit von einem «Pfandrecht an Bucheffekten» sprach, wurde diese Terminologie im Entwurf fallen gelassen und der funktionelle Begriff des Sicherungsrechts eingeführt.<sup>17</sup> Dabei wurde offensichtlich vergessen, den neuen Art. 901 Abs. 3 ZGB, welcher von der «Verpfändung von Bucheffekten» spricht, anzupassen. Es kann deshalb aus dem Wortlaut von Art. 901 Abs. 3 ZGB nicht abgeleitet werden, der Gesetzgeber habe für die Bestellung von Sicherheiten an Bucheffekten an der sachenrechtlichen Typisierung festhalten wollen.

Aus dieser Begründung folgt, dass es sich bei der Bestellung einer Sicherheit nach Art. 24 BEG stets um ein fiduziarisches Rechtsgeschäft handelt. Der Sicherungsnehmer als Vollrechtsinhaber erhält eine im Aussenverhältnis überschüssende Rechtsmacht.<sup>18</sup> Im Innenverhältnis bleibt der Sicherungsnehmer gegenüber dem Sicherungsgeber obligatorisch verpflichtet, keine der vertraglichen Vereinbarung oder dem Sicherungszweck zuwiderlaufende Rechtshandlungen vorzunehmen. Auch gegenüber der Emittentin tritt der Sicherungsnehmer als Vollrechtsinhaber auf. Insbesondere gehen sämtliche Nebenrechte wie Zins-, Dividenden- und Stimmrecht mit der Umbuchung der Bucheffekten auf den Sicherungsnehmer über, und der Sicherungsnehmer unterliegt bei Überschreiten gewisser Grenzwerte den börsenrechtlichen Meldepflichten nach Art. 20 BEHG.<sup>19</sup>

Durch die Umbuchung nach Art. 24 BEG wird dem Sicherungsnehmer eine überschüssende Rechtsmacht selbst dann eingeräumt, wenn die Parteien im Sicherungsvertrag die Bestellung eines regulären oder irregulären Pfandrechts vereinbart haben. Eine im Sicherungsvertrag verwendete sachenrechtliche Terminologie ist einzig im Innenverhältnis zur Bestimmung und Auslegung der obligatorischen Ansprüche zwischen Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer von Bedeutung. Ist bspw. strittig, ob dem Sicherungsgeber *inter partes* allfällige Zins-, Dividenden- oder Stimmrechte zustehen sollen, kann zur Ermittlung des Parteiwillens auf den Sicherungsvertrag und die darin gegebenenfalls erwähnten sachenrechtlichen Insti-

recht-2010-19

tute zurückgegriffen werden.<sup>20</sup> Im Aussenverhältnis, sei dies gegenüber Drittparteien oder der Emittentin, wird der Sicherungsnehmer durch die Umbuchung in jedem Fall Vollrechtsinhaber.

## 2. Einräumung der Sicherheit

Die Einräumung einer Sicherheit nach Art. 24 BEG bedarf einer Weisung des Sicherungsgebers an seine Verwahrungsstelle, die als Sicherheit dienenden Bucheffekten auf ein Effektenkonto des Sicherungsnehmers oder einer Drittpartei zu übertragen. Nach Art. 15 Abs. 1 BEG ist die Verwahrungsstelle verpflichtet, eine solche Weisung nach Massgabe ihres Vertrages mit dem Kontoinhaber auszuführen. Der Kontovertrag kann insbesondere einen Ausweis über die Legitimation des Kontoinhabers, mithin über dessen Verfügungsmacht, vorschreiben.<sup>21</sup> Hingegen hat die Verwahrungsstelle gemäss Art. 15 Abs. 2 BEG weder das Recht noch die

Pflicht, den Rechtsgrund der Weisung zu überprüfen. Mangels Einsicht in den Sicherungsvertrag wird die Verwahrungsstelle des Sicherungsgebers deshalb in aller Regel keine Kenntnis davon haben, ob Bucheffekten sicherungshalber oder zu anderen Zwecken übertragen werden. Auch dürfte sie die Ausführung einer Weisung selbst dann nicht verweigern, wenn sie von Mängeln im Sicherheitsvertrag Kenntnis hätte.<sup>22</sup>

In der Regel wird das in der Weisung bezeichnete Effektenkonto auf den Namen des Sicherungsnehmers lauten. Denkbar ist aber auch, dass ein Dritter als Kontoinhaber bezeichnet wird, mithin eine der Pfandhalterschaft ähnliche Konstellation entsteht. Diese ist für den Sicherungsgeber insoweit vorteilhaft, als ein neutraler Kontoinhaber die Gefahr einer sicherungsvertragswidrigen Verfügung durch den Sicherungsnehmer eindämmt. Sie ist aber auch mit erheblichen praktischen Hürden verbunden, wird doch der das Effektenkonto haltende Dritte zins-, dividenden- und stimmberechtigt und den börsenrechtlichen Meldepflichten unterstellt.<sup>23</sup> Überdies ist zu beachten, dass die Banken gemäss Geldwäschereigesetz den an einem Effektenkonto wirtschaftlich Berechtigten zu identifizieren haben. Da im Falle einer Übertragung auf eine Drittpartei letztlich unklar ist, wer als wirtschaftlich Berechtigter qualifiziert, dürften die Banken kaum gewillt sein, ein solches Effektenkonto zu führen.<sup>24</sup>

Um eine Sicherheit nach Art. 24 BEG rechtsgültig zu bestellen, bedarf es neben der Weisung des Sicherungsgebers auch der Gutschrift im Effektenkonto des Sicherungsnehmers. Die beiden für die Einräumung der Sicherheit konstitutiven Schritte, Weisung und Gutschrift, fallen dabei in der Regel zeitlich auseinander.<sup>25</sup> Eine solche zeitliche Verzögerung der Gutschrift kann den Vollzug von Darlehensverträgen, welche die gleichzeitige Einräumung der Sicherheiten und Überweisung des Darlehensbetrages vorsehen, erschweren. Es bieten sich für diesen Fall folgende Lösungsmöglichkeiten an: (1) Das Effektenabwicklungssystem stellt die gleichzeitige Überweisung des Darlehensbetrages und der Bucheffekten je an die Gegenpartei sicher (*Delivery versus Payment*) oder (2) der Darlehensgeber gibt den Auftrag zur Überweisung des Darlehens, sobald ihm von der Verwahrungsstelle des Sicherungsgebers bestätigt wird, dass Letzterer eine unwiderrufliche Weisung zur Umbuchung der Bucheffekten erteilt hat.<sup>26</sup>

### 3. Fehlende Akzessorietät

Gemäss dem auf das Fahrnispfandrecht anwendbaren Prinzip der Akzessorietät ist ein beschränktes dingliches Recht aufgrund seiner Funktion grundsätzlich vom Bestand der Forderung abhängig, zu deren Sicherheit es errichtet worden ist.<sup>27</sup> Ist ein Sicherungsrecht akzessorischer Natur, setzt seine Entstehung eine gültige zu sichernde Forderung voraus. Zudem findet im Falle der Abtretung der gesicherten Forderung von Gesetzes wegen ein Übergang des Sicherungsrechts auf den Zessionar statt.<sup>28</sup>

Nach der hier vertretenen Auffassung ist die Umbuchung nach Art. 24 BEG als nicht akzessorisches Sicherungsmittel zu qualifizieren. Wie auch beim fiduziarischen Sicherungseigentum kann zwischen den als Sicherheit übertragenen Bucheffekten und der gesicherten Forderung keine derart «enge Schicksalsgemeinschaft»<sup>29</sup> bestehen, wie dies beim Fahrnispfand der Fall ist. Die Gutschrift auf dem Effektenkonto des Sicherungsnehmers lässt das Vollrecht an den Bucheffekten übergehen. Dieses ist mit dem gesicherten Recht zwar durch die vertragliche Vereinbarung zwischen Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer verbunden, nicht jedoch von die-

recht-2010-20

sem abhängig.<sup>30</sup> Auch findet sich im BEG keine Norm, welche im Falle einer Zession der besicherten Forderung einen automatischen Übergang des fiduziarischen Vollrechts auf den jeweiligen Zessionar vorsehen oder diesem einen «quasi-dinglichen» Anspruch auf Übertragung der Bucheffekten einräumen würde. Das durch Umbuchung sicherungshalber übertragene Vollrecht an den Bucheffekten besteht unabhängig vom Bestand der besicherten Forderung und kann unabhängig von dieser an Drittpersonen

übertragen werden.

Ist die Sicherungsübertragung nach Art. 24 BEG nicht akzessorischer Natur, gehen die Rechte des Sicherungsnehmers im Falle einer Zession der besicherten Forderung nicht auf den Zessionar über. Fehlt es an einer gegenteiligen vertraglichen Vereinbarung, ist der Zedent aber schuldrechtlich verpflichtet, dem Zessionar die als Sicherheit dienenden Bucheffekten zu übertragen.<sup>31</sup> Ebenso hat der Untergang der besicherten Forderung nicht einen automatischen Rückfall der Bucheffekten auf den Sicherungsgeber zur Folge<sup>32</sup>. Der Sicherungsnehmer ist aber schuldrechtlich zur Rückbuchung auf das Konto des Sicherungsgebers verpflichtet.

### **III. Sicherheit durch Vertrag (Art. 25 BEG)**

#### **1. Kontrollvereinbarung**

Eine Sicherheit nach Art. 25 BEG ist mit Wirkung gegenüber Dritten bestellt, wenn der Kontoinhaber mit der Verwahrungsstelle unwiderruflich vereinbart hat, dass diese die Weisungen des Sicherungsnehmers ohne weitere Zustimmung oder Mitwirkung des Sicherungsgebers auszuführen hat. Diese Vereinbarung zwischen Sicherungsgeber und Verwahrungsstelle wird in Anlehnung an die Unidroit Convention Kontrollvereinbarung genannt.<sup>33</sup>

Vollrechtsinhaber an den Bucheffekten ist stets der Kontoinhaber (vgl. oben Kap. II.1.). Bei der Sicherheit nach Art. 25 BEG bleibt das Vollrecht an den Bucheffekten somit beim Sicherungsgeber.<sup>34</sup> Der Sicherungsgeber nach Art. 25 BEG setzt sich somit (anders als der Sicherungsgeber nach Art. 24 BEG) nicht dem Konkursrisiko des Sicherungsnehmers aus.<sup>35</sup> Im Gegensatz zur Sicherheit nach Art. 24 BEG löst die Sicherheit nach Art. 25 BEG für den Sicherungsnehmer u.E. auch keine börsenrechtliche Meldepflicht nach Art. 20 BEHG aus.<sup>36</sup> Umgehungsgeschäfte bleiben dabei vorbehalten.<sup>37</sup>

Auch wenn eine Sicherheit nach Art. 25 BEG durch den Abschluss der Kontrollvereinbarung zwischen Sicherungsgeber und Verwahrungsstelle bestellt wird, dürfte diese Vereinbarung *in praxi* oft in der Form eines Dreiparteienvertrages,<sup>38</sup> an dem auch der Sicherungsnehmer beteiligt ist, getroffen werden. Grund hierfür sind zum einen allfällige Sicherungsrechte der Verwahrungsstelle an den Bucheffekten. Nach Art. 30 Abs. 2 BEG ist nämlich die vorbestehende Sicherheit der Verwahrungsstelle derjenigen des Sicherungsnehmers untergeordnet, sofern die Verwahrungsstelle den Sicherungsnehmer nicht ausdrücklich auf ihre Sicherheit hinweist.<sup>39</sup> Die Verwahrungsstelle hat deshalb, möchte sie sich die Vorrangstellung ihrer Sicherheit bewahren, den Sicherungsnehmer spätestens im Zeitpunkt der Bestellung der Sicherheit (also bei Abschluss der Kontrollvereinbarung) auf ihre Sicherheit hinzuweisen. Dieser Hinweis kann in der Kontrollvereinbarung angebracht und mit deren Unterzeichnung durch den Sicherungsnehmer anerkannt werden. Zum anderen drängt sich der Dreiparteienvertrag oft auch aufgrund der pfandhalterähnlichen Stellung der Verwahrungsstelle auf: Die Verwahrungsstelle möchte ihre «Mittlerrolle» mit beiden Seiten geregelt wissen.<sup>40</sup>

Die Kontrollvereinbarung stellt das Verfügungsgeschäft für die Bestellung der Sicherheit nach Art. 25 BEG dar. Wird die Kontrollvereinbarung nur als Zweiparteienvertrag zwischen Sicherungsgeber und Verwahrungsstelle abgeschlossen, so haben Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer das Verpflichtungsgeschäft in einem separaten Sicherungsvertrag zu regeln.<sup>41</sup>

recht-2010-21

## 2. Verfügungsberechtigung des Sicherungsgebers

Das BEG folgt grundsätzlich dem Konzept der EU-Finanzsicherheitenrichtlinie.<sup>42</sup> Nach Art. 2 Abs. 2 der Richtlinie wird eine Sicherheit unter anderem dadurch bestellt, indem dem Sicherungsnehmer die Kontrolle über das Sicherungsobjekt verschafft wird. Dabei ist ausreichend, wenn dem Sicherungsnehmer die Verfügungsberechtigung über die Bucheffekten eingeräumt wird.<sup>43</sup> Es ist hingegen nicht zwingend erforderlich, dass der Sicherungsgeber die Kontrolle über die Bucheffekten vollständig aufgibt.<sup>44</sup> Auch die Unidroit Convention sieht die Möglichkeit vor, dass dem Sicherungsnehmer die Befugnis erteilt wird, über die Bucheffekten zu verfügen, ohne dem Sicherungsgeber dabei die Verfügungsmöglichkeit über die Bucheffekten gänzlich zu entziehen (sogenannte *positive control* des Sicherungsnehmers).<sup>45</sup>

Dagegen vertritt die Botschaft mit Verweis auf das Faustpfandprinzip die Ansicht, dass der Sicherungsgeber mit Bestellung der Sicherheit dem Sicherungsnehmer die ausschliessliche Gewalt über die Bucheffekten übergibt, mithin der Sicherungsgeber seine Weisungsbefugnis verliert.<sup>46</sup> Da sich jedoch eine solche Regel weder aus dem Wortlaut von Art. 25 BEG ableiten lässt noch das Faustpfandprinzip im Rahmen des BEG Geltung beanspruchen kann,<sup>47</sup> ist u.E. auch nicht einzusehen, warum die Parteien nicht vereinbaren können, dass der Sicherungsgeber weiterhin über die Bucheffekten verfügen darf.<sup>48</sup> Schliesslich hat der Sicherungsgeber auch die Möglichkeit, über die Bucheffekten weiterhin zu verfügen, indem er an denselben Bucheffekten mehrere Sicherheiten nach Art. 25 (oder Art. 26) BEG bestellt.<sup>49</sup>

Die Parteien können u.E. in der Kontrollvereinbarung auch vereinbaren, dass die Verwahrungsstelle Weisungen des Sicherungsgebers ohne Zustimmung des Sicherungsnehmers nicht befolgen darf,<sup>50</sup> was die Unidroit Convention als *negative control* des Sicherungsnehmers bezeichnet.<sup>51</sup> Eine solche Vereinbarung schränkt das rechtliche Dürfen, nicht hingegen das rechtliche Können des Sicherungsgebers ein, da der Sicherungsgeber die Bucheffekte als Vollrechtsinhaber nach wie vor wirksam an einen Dritten abtreten kann. Allerdings ist die Übertragung durch Abtretung der Sicherheit nach Art. 25 BEG nachrangig (Art. 30 Abs. 3 BEG), sofern die Verwahrungsstelle die Abtretung nicht durch Umbuchung nachvollzieht.

Die Verfügungsform der *positive control* lässt sich mit der Verfügungsform der *negative control* grundsätzlich kombinieren. Das Element der *positive control* (d.h. die Verfügungsbefugnis des Sicherungsnehmers) muss jedoch gemäss Art. 25 BEG stets gegeben sein. Z.B. kann der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber erlauben, über die Bucheffekten «bis auf Weiteres» uneingeschränkt oder nur in bestimmtem Umfang zu verfügen,<sup>52</sup> wobei bei letzterer Variante fraglich ist, ob die Verwahrungsstelle gewillt ist, die Einhaltung dieser Regelung zu überwachen. Da jedoch die Verfügungs- befugnis des Sicherungsnehmers zwingende Voraussetzung für die Bestellung der Sicherheit nach Art. 25 BEG ist, kann der Sicherungsnehmer auf das Recht, dem Sicherungsgeber die Verfügungsbefugnis jederzeit wieder zu entziehen, nicht verzichten. Der Sicherungsnehmer kann also der Verwahrungsstelle jederzeit mitteilen, dass dem Sicherungsgeber weitere Verfügungen ab sofort untersagt sind (*blocking notice*). Der Sicherungsgeber hat allerdings nur dann ein (beschränktes) Verfügungsrecht an den Bucheffekten, wenn eine solches in der Kontrollvereinbarung vorgesehen ist.<sup>53</sup>

## 3. Bestimmung des Sicherungsobjekts

Eine Sicherheit nach Art. 25 BEG kann sich beziehen auf a) bestimmte Bucheffekten, b) alle Buch-effekten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind, oder c) einen wertmässig bestimmten Anteil der Bucheffekten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind.

Die Möglichkeit, den Umfang einer Sicherheit wertmässig zu bestimmen, ist ein Novum im schweizerischen Recht.<sup>54</sup> Gemäss dem Gesetzeswortlaut von Art. 25 Abs. 2 lit. c BEG hat der Anteil wertmässig «bestimmt» zu sein. Es fragt sich, ob nicht auch Bestimmbarkeit des wertmässigen

Anteils ausreicht, das Sicherungsobjekt also etwa so umschrieben wird, dass die Verwahrungsstelle den wertmässigen Anteil der Bucheffekten vorerst zu ermitteln hat, bevor dieser beziffert werden kann. Bei der Bestellung von Sicherheiten nach ZGB genügt es in der Regel, wenn das Pfandobjekt bestimmbar ist.<sup>55</sup> Das BEG soll die Sicherheitenbestellung nicht erschweren.<sup>56</sup> Es muss deshalb auch unter Art. 25 BEG möglich sein, dass der wertmässige Anteil etwa durch die Verwahrungsstelle ermittelt wird, sofern sich diese an vorgängig festgelegte, objektive Kriterien (z.B. eine Formel) zu halten hat und eine Ermittlung des wertmässigen Anteils grundsätzlich zu jedem gegebenen Zeitpunkt möglich ist.<sup>57</sup> Praktisch macht eine solche Regelung insbesondere dort Sinn, wo sich der wertmässig bestimmte Anteil der Bucheffekten aus der Höhe einer gesicherten Forderung ergeben soll, deren Betrag sich ändern kann (Kontokorrent). Der wertmässige Anteil kann unter den genannten Voraussetzungen auch von einer Drittperson oder gar vom Sicherungsgeber bzw. -nehmer ermittelt werden.

## 4. Untergang und Aufhebung der Sicherheit

Nach Art. 8 BEG kann der Kontoinhaber von der Verwahrungsstelle verlangen, dass ihm Wertpapiere gleicher Zahl und Gattung geliefert werden, wie seinem Effektenkonto Bucheffekten gutgeschrieben sind, sofern a) bei der Verwahrungsstelle oder bei der Drittverwahrungsstelle Wertpapiere hinterlegt sind oder b) der Kontoinhaber nach Art. 7 Abs. 2 BEG einen Anspruch auf Ausstellung von Wertpapieren hat. Eine solche Auslieferung von Wertpapieren hätte den Untergang der Bucheffekte und damit das Erlöschen der Sicherheit an der Bucheffekte zur Folge. Liegen alle Voraussetzungen eines gültig bestellten Pfandrechts vor, kann die Sicherheit gemäss Art. 25 BEG nach Auslieferung der Bucheffekte immerhin in ein Pfand umgedeutet werden.<sup>58</sup>

Um den Untergang der Sicherheit nach Art. 25 BEG zu vermeiden, sollte im Interesse des Sicherungsnehmers dem Sicherungsgeber in der Kontrollvereinbarung untersagt werden, die Auslieferung von Wertpapieren von der Verwahrungsstelle zu verlangen.<sup>59</sup> Da auch der Wechsel der Verwahrungsstelle zum Untergang der Sicherheit nach Art. 25 BEG führen kann, sollte die Kontrollvereinbarung weiter vorsehen, dass der Sicherungsgeber die Verwahrungsstelle nicht wechseln darf bzw. eine Änderung der Verwahrungsstelle nur dann möglich ist, wenn die neue Verwahrungsstelle den Vertrag übernimmt oder bereit ist, eine identische Kontrollvereinbarung mit den Beteiligten abzuschliessen. Es liesse sich allerdings auch argumentieren, dass der Sicherungsgeber im Rahmen von Art. 25 BEG ohnehin nicht befugt ist, Handlungen vorzunehmen, welche zum Untergang der Sicherheit führen.<sup>60</sup>

Wie dargelegt (vgl. oben Kap. II.4.), ist die Sicherheit nach Art. 24 BEG nicht akzessorisch.<sup>61</sup> Dasselbe gilt mit analoger Begründung auch für die Sicherheit nach Art. 25 BEG. Die Kontrollvereinbarung fällt deshalb bei Untergang der besicherten Forderung nicht *ipso iure* weg. Der Sicherungsgeber hat einzig einen schuldrechtlichen Anspruch gegenüber dem Sicherungsnehmer auf Aufhebung der Kontrollvereinbarung. Dabei genügt es u.E., wenn der Sicherungsnehmer der Verwahrungsstelle eine entsprechende Anzeige macht. Alternativ kann eine automatische Beendigung der Kontrollvereinbarung im Zeitpunkt des Untergangs der besicherten Forderung im Sicherungsvertrag vertraglich vereinbart werden.

## 5. Nebenrechte

Das BEG erwähnt die Nebenrechte an den Bucheffekten nicht. Wir sind der Ansicht, dass über Nebenrechte an Bucheffekten grundsätzlich nicht separat verfügt werden kann, sofern dem Nebenrecht nicht selbst die Eigenschaft einer Bucheffekte zukommt.<sup>62</sup> Nebenrechte an Bucheffekten teilen in diesem Sinne stets das Schicksal der jeweiligen Bucheffekten. Eine gegenteilige Vereinbarung kann nicht getroffen werden. Art. 904 und 905 ZGB sind gemäss Art. 901 Abs. 3 ZGB nicht anwendbar.<sup>63</sup> Eine BEG-Sicherheit an Bucheffekten



beschlägt somit immer auch die Nebenrechte an diesen Bucheffekten. Ein eigenes Schicksal haben Dividenden

recht-2010-23

und Zinsen jedoch dann, wenn sie ausbezahlt werden. Möchte ein Sicherungsnehmer eine Sicherheit auch an ausbezahlten Dividenden oder Zinsen bestellen, so hat er sich die Ansprüche aus dem Konto, auf welchem die Dividenden bzw. Zinsen verbucht sind, verpfänden bzw. sicherungshalber abtreten zu lassen.

## IV. Sicherheit zugunsten der Verwahrungsstelle

### 1. Sicherheit nach Art. 26 BEG

Gemäss Art. 26 Abs. 1 BEG wird eine Sicherheit zugunsten der Verwahrungsstelle mit dem Abschluss der Vereinbarung zwischen Sicherungsgeber und Verwahrungsstelle bestellt. Die so bestellte Sicherheit ist auch Dritten gegenüber wirksam und damit konkursfest. Die Sicherungsvereinbarung von Art. 26 BEG ist an keine Form gebunden und kann somit auch in allgemeinen Geschäftsbedingungen geregelt sein.<sup>64</sup> Art. 26 BEG stellt das Pendant zu Art. 25 BEG dar: Die Sicherheit wird durch vertragliche Abmachung bestellt und hat, wie die Sicherheit nach Art. 25 BEG, keine Vollrechtsübertragung zur Folge. Der Gesetzgeber musste die Sicherheit zugunsten der Verwahrungsstelle jedoch speziell regeln, da sich die Verwahrungsstelle selbst keine Weisungen im Sinne von Art. 25 BEG erteilen kann. Nebst der Sicherheit von Art. 26 BEG kann der Verwahrungsstelle auch eine Sicherheit nach Art. 24 BEG eingeräumt werden, indem die Bucheffekten ihrem Nostro-Konto gutgeschrieben werden.<sup>65</sup> Art. 26 BEG normiert somit die Sicherheiten zugunsten von Verwahrungsstellen nicht abschliessend. Handelt eine Verwahrungsstelle als Sicherungsnehmer im eigenen Namen sowie als direkter Stellvertreter anderer Sicherungsnehmer bzw. Kreditgeber (namentlich in der Funktion als *Security Agent* bei syndizierten Krediten), so wird gegenüber der Verwahrungsstelle eine Sicherheit nach Art. 26 BEG und gegenüber den anderen Sicherungsnehmern eine Sicherheit nach Art. 25 BEG bestellt.<sup>66</sup>

Art. 26 Abs. 1 BEG findet nur Anwendung, wenn die Verwahrungsstelle das Konto mit den Bucheffekten führt, an welchen die Sicherheit begründet wird. Hingegen richtet sich die Sicherheitenbestellung nach Art. 25 (bzw. 24) BEG, wenn dem Sicherungsnehmer zwar die Eigenschaft einer Verwahrungsstelle gemäss Art. 4 BEG zukommt, das Effektenkonto, dem die betreffenden Bucheffekten gutgeschrieben sind, aber von einer anderen Verwahrungsstelle geführt wird. Nach Art. 26 Abs. 2 BEG erlischt die Sicherheit mit der Gutschrift der Bucheffekten im Effektenkonto eines anderen Kontoinhabers. Die Sicherheit erlischt aber auch dann, wenn die Bucheffekten auf ein anderes Effektenkonto desselben Kontoinhabers umgebucht werden, das von der gleichen Verwahrungsstelle geführt wird, sofern das Sicherungsobjekt nur die Bucheffekten des bisherigen Kontos beschlägt (vgl. nächster Absatz). Da die Verwahrungsstelle das Effektenkonto, dem die Sicherungsbucheffekten gutgeschrieben sind, selbst führt, kann sie den Umbuchungsvorgang immerhin kontrollieren. Vereinbarungswidrige Umbuchungsweisungen des Kontoinhabers hat sie grundsätzlich nicht zu befolgen.<sup>67</sup> Wieweit der Kontoinhaber über die Bucheffekten verfügen darf, ist im Sicherungsvertrag zu regeln (vgl. oben Kap. III.2.). Wie dem Sicherungsgeber nach Art. 25 BEG kann auch dem Sicherungsgeber nach Art. 26 BEG die Verfügungsbefugnis belassen werden. Das zu Art. 25 BEG Gesagte gilt hier analog (vgl. oben Kap. III.2.).

Das sachenrechtliche Akzessorietätsprinzip findet auf die Sicherheit von Art. 26 BEG keine Anwendung (vgl. oben Kap. II.3.). Die Sicherheit umfasst grundsätzlich auch die Nebenrechte an den Bucheffekten (vgl. oben Kap. III.5.). Art. 26 BEG sieht die Möglichkeit, das Sicherheitenobjekt auf die in Art. 25 Abs. 2 BEG genannten Arten zu definieren, nicht ausdrücklich vor. Dem Gesetzgeber dürfte es entgangen sein, in Art. 26 BEG einen entsprechenden Verweis anzubringen. Die Auswahlmöglichkeit von Art. 25 Abs. 2 BEG sollte

deshalb analog auch für Art. 26 BEG gelten.<sup>68</sup>

Für Verwahrungsstellen bringt Art. 30 Abs. 2 BEG eine einschneidende Änderung der Rechtslage mit sich: Räumt der Kontoinhaber einer Drittperson eine Sicherheit nach Art. 25 BEG an Bucheffekten ein, die bereits der Verwahrungsstelle als Sicherheit dienen, so hat die Verwahrungsstelle diese Drittperson ausdrücklich auf ihre eigene, vorbestehende Sicherheit hinzuweisen, da ihre Sicherheit sonst die Vorrangigkeit verliert.<sup>69</sup> Verwahrungsstellen haben diese Bestimmung deshalb besonders im Auge zu behalten.

recht-2010-24

## 2. Sicherheitenbestellung durch den Sicherungsnehmer (Art. 23 BEG)

Gemäss Art. 22 BEG kann der Kontoinhaber der Verwahrungsstelle das Recht einräumen, Bucheffekten als eigene Sicherheit weiterzuverwenden, womit die Liquidität an den Finanzmärkten erhöht wird. Diese Ermächtigung muss, ausser bei qualifizierten Anlegern (definiert in Art. 5 lit. d BEG), schriftlich erteilt werden und darf nicht in allgemeinen Geschäftsbedingungen enthalten sein (Art. 22 Abs. 2 BEG).

Art. 23 BEG regelt einen Sonderfall dieser Befugnis der Verwendung von Sicherheiten. Es geht um die Sicherheitenbestellung durch die Verwahrungsstelle an Bucheffekten, an denen der Verwahrungsstelle ihrerseits vom Kontoinhaber eine Sicherheit eingeräumt wurde (nachfolgend «Weiterbestellung von Sicherheiten» genannt). Anhand des Titels der Norm, «Rückerstattung von Sicherheiten», lässt sich allerdings nicht erkennen, dass sich dahinter eine der Weiterverpfändung von Art. 887 ZGB nachempfundene Regelung verbirgt. Da Art. 23 BEG eine Unterart von Art. 22 BEG darstellt, letztere Bestimmung somit grundsätzlich anwendbar ist, kann der Verwahrungsstelle die Ermächtigung zur Weiterbestellung von Sicherheiten nur gültig eingeräumt werden, wenn dabei die Formvorschrift von Art. 22 Abs. 2 BEG eingehalten wird.<sup>70</sup> Art. 17 BankG, der für die Weiterverpfändung eines Faustpfandes durch die Bank eine besondere Formvorschrift vorsah, wurde aufgehoben. Damit fällt auch die entsprechende Regel, die für Effekthändler galt, dahin.<sup>71</sup> Für Nichtbucheffekten gilt deshalb neuerdings mit Bezug auf an Banken und Effekthändlern verpfändete Mobilien und Effekten die Weiterverpfändungsregel von Art. 887 ZGB.<sup>72</sup>

Gemäss Art. 23 Abs. 1 BEG hat die Verwahrungsstelle spätestens bei Fälligkeit der gesicherten Forderung Bucheffekten derselben Zahl und Gattung rückzuerstatten (Gattungsschuld). Hat z.B. eine Bank dem Kontoinhaber einen Kredit gewährt und dafür vom Kontoinhaber eine Sicherheit an den von ihr für den Kontoinhaber verwahrten Bucheffekten erhalten, muss die Bank die Bucheffekten derselben Art auf das Effektenkonto rücküberwiesen haben, wenn die Verbindlichkeit aus dem Kreditvertrag fällig ist. Mit dieser Bestimmung wird bezweckt, dass sich die Bucheffekten wieder dort befinden, wo sie bei der ursprünglichen Sicherheit verbucht waren, damit eine Rückübertragung ohne Verzögerung vorgenommen werden kann, sobald die Schuld bei Fälligkeit getilgt wird. Auf die Erfüllbarkeit der Forderung kann nicht abgestellt werden, da dadurch die Weiterbestellung frühzeitig verunmöglicht würde. Mit «rückerstatten» kann der Gesetzgeber nur gemeint haben, dass die ursprüngliche Sicherheitslage wiederhergestellt werden muss. Art. 23 Abs. 1 BEG ist so auszulegen, dass die Rückerstattungspflicht erst dann entsteht, wenn sämtliche Verbindlichkeiten fällig sind, für welche die Bucheffekten als Sicherheit dienen. Die Fälligkeit einer Zinszahlung unter einem Kredit löst deshalb in der Regel die Rückerstattungspflicht noch nicht aus.

Gemäss dem Wortlaut von Art. 23 Abs. 1 BEG muss der Kontoinhaber der Verwahrungsstelle Bucheffekten als «Sicherheit übertragen» haben. Der Gesetzeswortlaut ist hier unpräzise: Gemeint ist wohl jede Art der Sicherheitenbestellung unter dem BEG (also nicht nur die Vollrechtsübertragung nach Art. 24 BEG). Bei einer Sicherheitenbestellung nach Art. 26 BEG wird der Verwahrungsstelle mit dem Recht zur Weiterbestellung der Sicherheit auch die Befugnis eingeräumt, die Bucheffekten vom Effektenkonto des Kontoinhabers abzubuchen, da sich die Bucheffekten nur auf diese Weise weiter nutzen lassen. Die

ursprüngliche Sicherheit befindet sich damit in der Schwebe (erlischt jedoch nicht im Sinne von Art. 26 Abs. 2 BEG) und lebt bei Rücküberweisung wieder auf. Art. 23 Abs. 2 BEG regelt in diesem Sinne, dass den rückerstatteten Bucheffekten die anfänglich bestellte Sicherheit anhaftet.<sup>73</sup> Gemäss Art. 23 Abs. 3 BEG ist die Verwahrungsstelle jedoch nicht zur Rückerstattung nach Art. 23 Abs. 1 BEG verpflichtet, wenn sie sich vertraglich ausbedungen hat, die Sicherheit gemäss Art. 31 BEG verwerten zu können. Diese vertragliche Abmachung untersteht der Formvorschrift von Art. 22 Abs. 2 BEG, wenn dies auch nicht klar aus dem Wortlaut von Art. 23 Abs. 3 BEG hervorgeht. Unklar ist, wie sich die Bestimmung von Art. 23 Abs. 3 BEG mit dem Schutzzweck von Art. 23 Abs. 1 BEG vereinbaren lässt, da die Verwertungsmöglichkeit von Art. 31 BEG nicht vor der Gefahr schützt, dass die Bucheffekten bei Tilgung der Schuld nicht mehr an den Kontoinhaber rückübertragen werden können.

### 3. Rückbehaltsrecht (Art. 21 BEG)

Art. 21 BEG statuiert das Rückbehalts- und Verwertungsrecht der Verwahrungsstelle (nachfolgend

recht-2010-25

«Rückbehaltsrecht» genannt). Die Bestimmung lehnt an Art. 895 Abs. 1 ZGB an,<sup>74</sup> ohne den Terminus «Retentionsrecht» zu verwenden. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass es sich bei Bucheffekten nicht um Sachen im Sinne des ZGB handelt. Die Verwahrungsstelle kann an Bucheffekten, die einem bei ihr geführten Konto gutgeschrieben sind, ein Rückbehaltsrecht geltend machen, sofern: (a) die Forderung gegen den Kontoinhaber fällig ist und (b) ein Zusammenhang zwischen dem Rückbehaltsrecht und der zu sichernden Forderung besteht. Ein solcher Zusammenhang ist gegeben, wenn die Forderung (i) aus der Verwahrung der Bucheffekten (insbes. Depotgebühren, Auslagenersatz, Befreiung von Verbindlichkeiten, Schadenersatzansprüche aus Vertragsverletzung)<sup>75</sup> oder (ii) aus Vorleistungen der Verwahrungsstelle für den Erwerb von Bucheffekten herrührt (insbes. Vorfinanzierung der Bucheffekten durch die Verwahrungsstelle)<sup>76</sup>. Die Forderung hat im Zeitpunkt der Geltendmachung des Rückbehaltsrechts fällig zu sein. Stundung und Verjährung der Forderung hemmen somit die Geltendmachung des Rückbehaltsrechts.

Das Rückbehaltsrecht von Art. 21 BEG stellt ein gesetzliches Sicherungsrecht dar, das keine Vollrechtsübertragung zur Folge hat. Art. 21 BEG regelt dabei das Rückbehaltsrecht für Bucheffekten abschliessend, sodass Art. 895 ff. ZGB nicht anwendbar sind.<sup>77</sup> Insbesondere gelten folgende Regeln nicht für das Rückbehaltsrecht nach Art. 21 BEG: Art. 895 Abs. 2 ZGB, der für Kaufleute eine Spezialregelung vorsieht, und Art. 897 ZGB, der auf die Voraussetzung der Fälligkeit der Forderung bei Zahlungsunfähigkeit des Schuldners verzichtet. Das Rückbehaltsrecht umfasst auch die Nebenrechte an den Bucheffekten (vgl. oben Kap. III.5.).

Das vorbestehende Rückbehaltsrecht geht u.E. einer Sicherheit, die einer anderen Person gemäss Art. 25 BEG eingeräumt wurde, vor, sofern die Parteien nicht eine andere Rangfolge vereinbart haben.<sup>78</sup> Da das Rückbehaltsrecht in der Systematik des BEG keine Sicherheit darstellt, findet Art. 30 Abs. 2 BEG hier nicht Anwendung. Einem Dritten kann somit nur dann eine erstrangige Sicherheit eingeräumt werden, wenn die Verwahrungsstelle eine entsprechende Verzichtserklärung abgibt.

Sind die genannten Voraussetzungen für die Geltendmachung der Forderung erfüllt, ist die Verwahrungsstelle zur Verwertung der Bucheffekten gemäss Art. 31 BEG befugt. Verwertet die Verwahrungsstelle nicht nach Art. 31 BEG (sei es, weil sie freiwillig darauf verzichtet oder sei es, weil die Voraussetzungen von Art. 31 BEG nicht erfüllt sind), so sollte immerhin gelten, dass sie vorgängig den Kontoinhaber über die Verwertung zu benachrichtigen hat.<sup>79</sup>

# V. Verwertung von Sicherheiten

## 1. Grundlagen

Das BEG regelt neben der Bestellung von Sicherheiten an Bucheffekten auch die Befugnis des Sicherungsnehmers zu deren Verwertung. Um die Verwendung von Bucheffekten als Sicherheiten zu fördern, soll diese «zentralste Befugnis»<sup>80</sup> des Sicherungsnehmers einer effizienten Regelung zugeführt werden.<sup>81</sup> Art. 31 Abs. 2 BEG räumt dem Sicherungsnehmer zu diesem Zweck das Recht ein, die Bucheffekten privat zu verwerten und mithin auf die Inanspruchnahme des betriebs- und konkursrechtlichen Instrumentariums des SchKG zu verzichten. Der Gesetzgeber unterscheidet dabei weder bezüglich Voraussetzungen noch Modalitäten zwischen einer Sicherheit nach Art. 24 BEG und einer solchen nach Art. 25 BEG oder Art. 26 BEG.

Obwohl im BEG nicht ausdrücklich statuiert, steht dem Sicherungsnehmer das Recht auf Verwertung grundsätzlich nur im Falle der Nichtbefriedigung einer fälligen Forderung durch den Sicherungsgeber zu.<sup>82</sup> Die Befriedigung des Sicherungsnehmers führt zum Untergang des Verwertungsrechts und somit, bei einer Sicherheit nach Art. 24 BEG, zu einer obligatorischen Verpflichtung des Sicherungsnehmers auf Rückübertragung der Bucheffekten beziehungsweise, bei einer Sicherheit nach Art. 25 BEG oder Art. 26 BEG, auf Auflösung des Kontrollvertrages.

Eine weitergehende oder abweichende Regelung der Voraussetzungen des Verwertungsrechts unterliegt der Parteiautonomie. Namentlich kann der Sicherungsvertrag dem Sicherungsnehmer ein Verwertungsrecht bei Eintritt vertraglich definierter «Enforcement Events» einräumen. So verpflicht-

recht-2010-26

ten Kreditverträge üblicherweise den Kreditnehmer zur Einhaltung gewisser Liquiditäts- oder Eigenkapitalquoten, deren Verletzung als Sanktion dem Sicherungsnehmer eine sofortige Verwertungsbefugnis einräumt. Indem dem Sicherungsnehmer die Verwertungsbefugnis gemäss Art. 31 Abs. 1 BEG «unter den im Sicherungsvertrag vereinbarten Voraussetzungen» zusteht, trägt das BEG der Parteiautonomie ausdrücklich Rechnung.

In Anlehnung an die Unidroit Convention und EU-Finanzsicherheitenrichtlinie,<sup>83</sup> aber in Abweichung von Schweizer Lehre und Rechtsprechung zum Faustpfandrecht,<sup>84</sup> gewährt das BEG dem Sicherungsnehmer die Befugnis zur Privatverwertung ohne vertragliche Vereinbarung von Gesetzes wegen. Gemäss dem Wortlaut von Art. 31 Abs. 1 BEG hat der Sicherungsvertrag einzig die Voraussetzungen der Verwertung als solche, mithin die «Enforcement Events» zu regeln.<sup>85</sup> Die Befugnis zur privaten Verwertung ist dem Sicherungsnehmer hingegen nicht explizit einzuräumen, sie ergibt sich direkt aus Art. 31 Abs. 1 BEG.<sup>86</sup> Allerdings stellt bei formularmässig abgeschlossenen Sicherungsverträgen der Banken die Vereinbarung der Privatverwertung ohnehin die Regel dar. Insofern ändert das BEG faktisch wenig an der bisherigen Rechtslage und bestehenden Praxis.

## 2. Arten und Modalitäten der Privatverwertung

Eine Privatverwertung kann entweder mittels Verkauf oder Selbsteintritt erfolgen. Wurde eine Sicherheit nach Art. 24 BEG bestellt, genügt für den Vollzug der Privatverwertung folglich der Wille des Sicherungsnehmers, das Vollrecht an der Bucheffekte fortan nicht mehr treuhänderisch, sondern für sich zu halten.<sup>87</sup> Dieser Wille kann sich in einem Verkauf der Bucheffekten, einer Umbuchung in ein anderes Effektenkonto des Sicherungsnehmers oder in einer entsprechenden Mitteilung an den Sicherungsgeber manifestieren. Zur Verwertung einer Sicherheit nach Art. 25 BEG oder Art. 26 BEG bedarf es hingegen einer Übertragung, sei

dies auf ein Effektenkonto eines Dritten (zwecks Verkaufs) oder des Gläubigers bzw. der Verwahrungsstelle (zwecks Selbsteintritts).

Art. 32 Abs. 1 BEG verlangt eine Ankündigung der Verwertung gegenüber dem Sicherungsgeber, welche diesem ermöglichen soll, «allenfalls notwendige Dispositionen»<sup>88</sup> zu treffen.<sup>89</sup> Mit dieser zwingenden Vorschrift weicht das BEG bedauerlicherweise von der Rechtslage zur Verwertung von Faustpfändern ab, gemäss welcher den Parteien ein vertraglicher Verzicht auf das Erfordernis einer Fristansetzung möglich ist.<sup>90</sup> Ebenso setzte die Verwertung von Wertpapieren oder Forderungen, welche zu Sicherungszwecken übertragen bzw. zediert wurden, keine Ankündigung oder Fristsetzung voraus. Sicherungsverträge, in denen eine solche Fristansetzung wegbedungen wird, verstossen somit gegen zwingendes Recht.<sup>91</sup> Missachtet der Sicherungsnehmer gestützt auf eine vertraglich vereinbarte direkte Verwertungsbefugnis seine gesetzliche Ankündigungspflicht, wird er dem Sicherungsgeber schadenersatzpflichtig. Der zwingenden Ankündigung ist überdies im Rahmen der Kontrollvereinbarung nach Art. 25 BEG Rechnung zu tragen, geht doch der Sicherungsnehmer dadurch des Überraschungsmomentes verlustig.

Der bisherigen Rechtsprechung und Praxis entspricht hingegen Art. 32 Abs. 2 BEG, wonach der Sicherungsnehmer bei der privaten Verwertung dem Sicherungsgeber gegenüber abrechnungspflichtig ist.

### **3. Erfordernis eines repräsentativen Marktes?**

Gemäss Art. 31 Abs. 1 BEG ist eine Privatverwertung von Bucheffekten von Gesetzes wegen nur dann zulässig, wenn diese an einem repräsentativen Markt gehandelt werden.<sup>92</sup> Der Gesetzgeber beabsichtigte damit eine Kodifikation der bisherigen Rechtsprechung und Praxis zur Privat-

recht-2010-27

verwertung verpfändeter Wertpapiere.<sup>93</sup> Dabei scheint aber verkannt worden zu sein, dass die bundesgerichtliche Rechtsprechung nicht zwingend einen Markt- oder Börsenpreis verlangt, sondern selbst bei einem Selbsteintritt durch den Sicherungsnehmer objektive Bestimmbarkeit des Preises und angemessene Berücksichtigung der Interessen des Pfandgebers genügen lässt.<sup>94</sup>

Weder der Botschaft noch den übrigen Materialien ist eine Absicht des Gesetzgebers zu entnehmen, Sicherungsnehmer an Bucheffekten schlechter zu stellen als Faustpfandgläubiger unter bisherigem Recht.<sup>95</sup> U.E. muss es den Parteien deshalb auch unter dem BEG möglich sein, das Recht und die Modalitäten der Privatverwertung bei Fehlen eines repräsentativen Marktes im Rahmen der bundesgerichtlichen Leitplanken<sup>96</sup> vertraglich zu vereinbaren.<sup>97</sup> Voraussetzung ist jedoch, dass der Sicherungsvertrag eine Bewertung der Bucheffekten auf eine objektive Weise ermöglicht, welche eine Übervorteilung des Schuldners bzw. dessen Konkursgläubiger ausschliesst.<sup>98</sup> Die erforderliche Objektivität und Bestimmbarkeit des Preises ist namentlich zu bejahen, wenn dieser mithilfe von objektiv nachvollziehbaren Rechenmodellen von Markt- oder Börsenpreisen abgeleitet<sup>99</sup> oder mittels privater oder öffentlicher Versteigerung ermittelt wird. Für wenig liquide ausserbörslich gehandelte Rechte entsprechen diese Mechanismen der heutigen Marktpraxis.

### **4. Verwertung im Konkurs des Sicherungsgebers**

Eine wesentliche Verbesserung der Stellung des Sicherungsnehmers gegenüber der bisherigen Rechtslage resultiert aus Art. 31 Abs. 2 BEG, wonach die Befugnis zur Privatverwertung auch in einem Zwangsvollstreckungsverfahren gegen den Sicherungsgeber sowie bei Anordnung von Sanierungs- oder Schutzmassnahmen jeglicher Art bestehen bleibt. Anders als die Pfandgläubiger trifft die Sicherungsnehmer unter dem BEG somit nicht die Pflicht, das Sicherungsobjekt dem Konkursamt unter Strafandrohung für den Fall der Unterlassung zur Verfügung zu stellen.<sup>100</sup>

Mit dem Recht zur Privatverwertung im Konkurs des Sicherungsgebers folgt das BEG den Vorgaben der Unidroit Convention und der EU-Finanzsicherheitenrichtlinie.<sup>101</sup> Der Anwendungsbereich des Art. 31 Abs. 2 BEG bleibt jedoch auslegungsbedürftig. Fraglich ist insbesondere, ob die Verwertungsbefugnis im Konkurs einen repräsentativen Markt im Sinne von Art. 31 Abs. 1 BEG voraussetzt oder ob auch weiter gehende vertragliche Vereinbarungen konkursfest sind. Aus mehreren Gründen darf u.E. das Verwertungsrecht des Sicherungsnehmers im Konkurs des Sicherungsgebers nicht einschränkend ausgelegt werden. Vorweg ist nicht einzusehen, weshalb ein Sicherungsnehmer nach Art. 24 BEG schlechter gestellt werden sollte als der Fiduziar im Rahmen einer Sicherungsübereignung oder -zession. Bei diesen treuhänderischen Instrumenten ist unbestritten, dass der Sicherungsgegenstand bzw. die -forderung nicht in die Konkursmasse des Fiduzianten fällt.<sup>102</sup> Dem Fiduziar steht es somit auch bei fehlendem Markt- oder Börsenpreis frei, nach Konkurs des Sicherungsgebers zur privaten Verwertung zu schreiten und sich aus deren Erlös zu befriedigen. Dasselbe muss auch mit Bezug auf die Sicherungsübertragung von Bucheffekten nach Art. 24 BEG gelten. Die übertragenen Bucheffekten sind vom Konkursbeschluss des Sicherungsgebers in keiner Art und Weise betroffen.<sup>103</sup>

Art. 31 BEG unterscheidet weder in seinem Wortlaut noch nach seinem Zweck zwischen einer Sicherheit nach Art. 24 BEG und einer solchen nach Art. 25 BEG oder Art. 26 BEG.<sup>104</sup> Ein Sicherungsnehmer nach Art. 25 BEG oder Art. 26 BEG muss deshalb die gleichen Verwertungsbefugnisse haben wie ein Sicherungsnehmer nach Art. 24 BEG. Eine restriktive Interpretation, wonach gewissen Sicherungsnehmern keine Verwertungsbefugnis im Konkurs zukäme, würde überdies der Absicht des Gesetzgebers, die Rechtsstellung der Sicherungsnehmer zu verbessern, widersprechen. Und schliesslich ist in der Möglichkeit des Sicherungsnehmers, auch ohne Vorliegen eines repräsentativen Marktes im Konkurs des Sicherungsgebers zur privaten Verwertung schreiten zu können, keine Gefährdung der Rechte des Sicherungsgebers oder dessen Gläubiger zu sehen, sofern die Verwertung im dargelegten Rahmen erfolgt.

recht-2010-28

Nach der hier vertretenen Auffassung erlaubt Art. 31 Abs. 2 BEG somit eine private Verwertung im Konkurs des Sicherungsgebers (i) von Gesetzes wegen, mithin auch ohne vertragliche Vereinbarung, wenn ein repräsentativer Markt vorliegt; oder (ii) bei Fehlen eines repräsentativen Marktes, wenn die Parteien vertraglich einen Mechanismus zur Preisfindung vereinbart haben, welcher die Interessen des Sicherungsgebers angemessen berücksichtigt. Letzteres ist namentlich dann gegeben, wenn sich der Preis objektiv bestimmen lässt, wie dies bei angemessenen Auktionsverfahren oder nachvollziehbaren Rechenmodellen, bei welchen sich der Preis der Bucheffekten von Markt- oder Börsenkursen ableiten lässt, der Fall ist.

## VI. Übergangsbestimmungen

Gemäss Art. 35 Abs. 2 BEG gehen altrechtliche Rechte den neurechtlichen Rechten im Rang nach, sofern der Erwerber altrechtlicher Rechte nicht bis 31. Dezember 2010 dafür gesorgt hat, dass die Verfügung, aufgrund welcher das Recht begründet wurde, den Anforderungen des BEG genügt.<sup>105</sup> Das Prinzip der Alterspriorität, das grundsätzlich gemäss ZGB<sup>106</sup> und BEG<sup>107</sup> gilt, wird damit eingeschränkt. Oder anders gesagt, die Stellung des altrechtlichen Rechteinhabers wird während eines Jahres geschont. Die Schonfrist gilt jedoch nicht für Nichtbucheffecten, über die nach dem 1. Januar 2010 verfügt wurde und die später in Bucheffekten umgewandelt werden.<sup>108</sup>

In vielen Fällen genügen altrechtliche Verfügungsformen den Anforderungen des BEG, sodass kein Handlungsbedarf für die Bewahrung der Alterspriorität des Sicherungsrechts besteht:

- Bei der Sicherungszession von Wertrechten und Sicherungsübereignung von Wertpapieren sowie bei der Bestellung eines irregulären Pfandrechts an Effekten dürfte in den meisten Fällen eine Umbuchung stattgefunden haben<sup>109</sup> - bei Wertpapieren v.a. wegen des Faustpfandprinzips<sup>110</sup> -, so dass Art. 24 BEG erfüllt ist.

- Auch bei der Verpfändung von Wertpapieren fand wegen des Faustpfandprinzips<sup>111</sup> teilweise eine Umbuchung statt, womit Art. 24 BEG ebenso erfüllt ist. In diesen Fällen wurde mit Inkrafttreten des BEG ein altrechtliches beschränktes dingliches Recht in ein neurechtliches Vollrecht umgewandelt. Um dem Faustpfandprinzip zu genügen, konnte aber auch (anstatt eine Umbuchung vorzunehmen) ein Pfandhaltervertrag mit dem Verwahrer (Depotbank) abgeschlossen werden.<sup>112</sup> Da jedoch das schweizerische Recht das Konzept der unwiderruflichen Vereinbarung von Art. 25 BEG vor Inkrafttreten des BEG nicht kannte, wird wohl in den meisten Fällen der Pfandhaltervertrag den Anforderungen von Art. 25 BEG nicht standhalten.

- Unverbriefte Namenaktien (Wertrechte) schweizerischer Publikumsgesellschaften konnten gemäss den Statutenbestimmungen solcher Gesellschaften nur an die Depotbank verpfändet werden.<sup>113</sup> Die Verpfändung von Effekten (auch ausländischer Gesellschaften) an die Depotbank steht grundsätzlich mit Art. 26 BEG im Einklang. Dies gilt auch für die Verpfändung an die Depotbank aufgrund von Pfandklauseln in Depotreglementen.

- Altrechtliche Retentionsrechte von Verwahrungsstellen werden von Gesetzes wegen in Rückbehaltsrechte nach Art. 21 BEG umgewandelt (allerdings ist Art. 21 BEG enger gefasst als Art. 895 ZGB).

Übergangsrechtliche Probleme dürften sich folglich einzig bei altrechtlichen Verpfändungen von Wertrechten an Drittpersonen stellen, welche nicht mittels Umbuchung auf ein Konto des Sichernehmers vorgenommen wurden. Solche Sicherheiten sind nicht BEG-konform bestellt worden und müssen, damit das Sicherungsrecht weiterhin Alterspriorität beanspruchen kann, deshalb bis Ende 2010 angepasst werden. Der Sicherungsgeber muss die Bucheffekten entweder umbuchen (Art. 24 BEG) oder mit der Verwahrungsstelle eine unwiderrufliche Vereinbarung gemäss Art. 25 BEG abschliessen. Beide Varianten setzen ein Handeln des Sicherungsgebers und allenfalls auch der Verwahrungsstelle voraus. Art. 35 Abs. 2 BEG verlangt hingegen vom Sicherungsnehmer (und eben nicht vom Sicherungsgeber), dass dieser zur Wahrung

recht-2010-29

der Vorrangigkeit seines Rechts die «erforderlichen Einträge vornimmt oder vornehmen lässt».

Es stellt sich hier die Frage, wie der Sicherungsnehmer zur BEG-konformen Sicherheit gelangt, wenn der Sicherungsgeber nicht handlungswillig ist und der Sicherungsvertrag auch keine Bestimmung vorsieht, die den Sicherungsgeber zum Handeln verpflichtet. Wir sind der Ansicht, dass der Richter hier von einer Vertragslücke im bestehenden Sicherungsvertrag (Pfandvertrag) auszugehen hat. Eine Auslegung des hypothetischen Parteiwillens ergibt in der Regel, dass redliche und vernünftige Vertragspartner die offengebliebene Frage so geregelt hätten, dass der Sicherungsgeber sich verpflichtet, mit der Verwahrungsstelle eine unwiderrufliche Vereinbarung gemäss Art. 25 BEG abzuschliessen oder gar die Umbuchung der Bucheffekten auf ein Effektenkonto des Sichernehmers zu veranlassen<sup>114</sup>. Der Sicherungsnehmer hat somit einen entsprechenden klagbaren Anspruch auf Leistung gegen den Sicherungsgeber.<sup>115</sup> Ein Anspruch auf Umbuchung (Vollrechtsübertragung sicherheitshalber) sollte bei altrechtlichen Sicherheiten (Pfandrechten) jedoch nur ausnahmsweise gegeben sein, namentlich wenn die Verwahrungsstelle nicht bereit ist, eine vertragliche Vereinbarung gemäss Art. 25 BEG einzugehen.

## Literaturverzeichnis

Literatur wird, wo nicht anders angegeben, mit dem bzw. den Autorennamen und der Seitenzahl oder Randziffer zitiert.

*Bärtschi*, Die rechtliche Umsetzung des Bucheffektengesetzes, in *AJP 2009* 1071-1087.

*Bensahel/Micotti/Villa*, L'objet et le rang des sûretés selon la loi sur les titres intermédiés (LTI), in *Sem.Jud. 2009* 321-369.

*Blum*, Rechtsmängel bei der Übertragung von Aktien, in *AJP 2007* 694-698.

Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapier-übereinkommen, *BBl 2009* 9315-9419 (zit. Botschaft).

*Bauer*, Art. 884-894, in *Honsell/Vogt/Geiser* (Hg.), *Basler Kommentar, Zivilgesetzbuch II*, 3. Auflage, Basel 2007 (zit. *ZGB-Bauer*).

*Constantini*, The New Act on Book-Entry Securities, in *Cap Law-2009-55*.

*von der Crone/Bilek*, Aktienrechtliche Querbezüge zum geplanten Bucheffektengesetz (BEG), in *SZW 2008* 193-207.

*Dalla Torre/Germann*, 12 Antworten zum neuen Bucheffektengesetz, in *GesKR 2009* 573-582.

*Dietschi/Messer*, Collaterals in connection with the Act on Book-Entry Securities, in *CapLaw 2009-72*.

Draft Official Commentary on the draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, CONF. 11/2 - Doc. 5, 3. Juli 2009 (zit. Draft Official Commentary).

*Eggen*, Sicherheiten an Wertrechten - eine Untersuchung der Rechtslage ab Inkrafttreten des Bucheffektengesetzes, in *SZW 2009* 116-127.

*Eigenmann*, La réalisation des sûretés sur les titres intermédiés, in: *Michel* (Hg.), *Placements collectifs et titres intermédiés*, *Renouveau de la place financière suisse*, Lausanne 2008, 127-143

*Foëx*, Les actes de disposition sur les titres intermédiés, in: *Michel* (Hg.), *Placements collectifs et titres intermédiés*, *Renouveau de la place financière suisse*, Lausanne 2008, 83-105 (zit. *Foëx*, *Actes de disposition*).

*Ders.*, Les sûretés sur les titres détenus auprès d'une banque en Suisse selon la loi sur les titres intermédiés, in *Journée 2008 de droit bancaire et financier*, *Genf/Zürich/Basel 2009*, 123-146 (zit. *Foëx*, *Sûretés*).

*Gauch/Schluemp/Schmid/Emmenegger*, *Schweizerisches Obligationenrecht*, 9. A., Zürich 2008, Bd. I.

*Graham-Siegenthaler*, Das Bedürfnis nach Sicherheit - Möglichkeiten und Schranken des Rechts, in *SJZ 2006* 449-457.

*Hess*, Art. 16, in: *Watter/Vogt/Bauer/Winzeler* (Hg.), *Basler Kommentar, Bankengesetz*, Basel 2005 (zit. *BankG-Hess*).



*Ders.*, Das Bucheffektengesetz aus der Optik des Kapitalmarktrechts, Präsentation im Rahmen der Tagung Kapitalmarkttransaktionen V des Europa Institut Zürich, 26. November 2009 (zit. *Hess*, Bucheffektengesetz).

*Hess/Friedrich*, Das neue Bucheffektengesetz (BEG), in *GesKR 2008* 98-118.

*Hess/Wyss*, Die rechtlichen Grundlagen des Netting, unter besonderer Berücksichtigung des Close-out Netting (Art. 211 Abs. 2bis SchkG), in *AJP 1997* 1219-1231.

*Kuhn*, Schweizerisches Kreditsicherungsrecht, Vorlesungsskript der Universität Luzern, Luzern 2007.

*Kunz*, Legislative Aktivitäten im Finanzmarktrecht - zum Entwurf für ein neues Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz, BEG), in: *Emmenegger* (Hg.), *Anlagerecht*, Bern 2007, 25-57.

*Lanz*, Aktientransfers unter dem neuen Bucheffektengesetz, in *Kapitalmarkttransaktionen IV*, Zürich 2009, 189-223.

*Maurenbrecher/Schott*, Art. 472-492, in: *Honsell* (Hg.), *OR., Obligationenrecht*, Art. 1-529, Basel 2008.

*Piotet*, Titres intermédiés: ruptures avec les principes généraux de la codification, in *Placements collectifs et titres intermédiés*, Lausanne 2008, 107-125.

Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten (zit. EU-Finanzsicherheitenrichtlinie).

*Rumo-Jungo*, Das ZGB im Wandel: Rückblick und Ausblick, in *recht 2008* 53-57.

*Russenberger*, Art. 242, in *Staehelin/Bauer/Staehelin* (Hg.), *Kommentar zum Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs*, Basel/Genf/München 1998 (zit. *SchKG-Russenberger*).

*Schmid/Hürlimann-Kaup*, *Sachenrecht*, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2009.

SwissBanking (Schweizerische Bankiervereinigung), Bucheffektengesetz - Antworten auf offene Fragen, Basel, 7. September 2009 (zit. *SwissBanking*).

UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, Geneva 2009 (zit. *Unidroit Convention*).

*Witmer*, Neues Rechtskleid für elektronische Valoren - Das Bucheffektengesetz ergänzt das gegenwärtige Wertpapierrecht, in *NZZ* Nr. 222-33.

*Zobl*, *Berner Kommentar, Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, Bd. IV/2/5/1, Bern 1982 (zit. *BK-Zobl*).

[\*] Luca Dalla Torre, RA Dr. iur. LL..M./Benjamin Leisinger, RA Dr. iur./Olivier Mosimann, Dr. iur./Matthias Rey, Dr. iur./Ansgar Schott, RA Dr. iur. LL..M./Martin Karl Weber, MLaw Luzern/Neuchâtel. Die Verfasser sind als Rechtsanwälte bzw. Juristen in Zürich tätig.

[1] Bundesverwaltungsgericht, Urteil v. 13. Juli 2009, A-1665/2006, E. 3.2.7.; Botschaft, 9339; *Piotet*, 107; *Eigenmann*, 127; *Hess/Friedrich*, 103; *von der Crone/Bilek*, 196; *Kuhn*, 134; *Foëx*, *Sûretés* 123; *Eggen*, 121; *Costatini*, Kap. 1); *Bärtschi*, 1072.

[2] Vgl. Bundesverwaltungsgericht, Urteil v. 13. Juli 2009, A-1665/2006, E. 3.2.7., mit dem Hinweis, dass bei Bucheffekten nicht von Übertragung des «Eigentums», sondern von Übertragung der vollen «Rechtszuständigkeit» gesprochen werden soll.

[3] A.M. Botschaft, 9367 und 9370; *Hess/Friedrich*, 116; *Hess*, Bucheffekten, 62 ff.; *Foëx, Sûretés*, 127 f.; *ders.*, Actes de disposition, 92; *Eggen*, 123 ff.; *Rumo-Jungo*, 57; *Witmer*, Kap. 1. *Bärtschi*, 1080, geht zwar von einer spezialgesetzlichen Sicherheit *sui generis* aus, möchte allerdings die sachenrechtlichen Regeln analog anwenden. Ähnlich wie hier: *Bensahel/Micotti/Villa*, 330.

[4] Die Bestimmung stellt wohl ein legislatorisches Versehen dar; vgl. *Dalla Torre/Germann*, 577 Q5.; ähnlich *Hess*, Bucheffekten, N 49. Vgl. zur Sicherungszession in diesem Zusammenhang auch *Eggen*, 123.

[5] A.M. etwa *Hess*, Bucheffekten, N 63.

[6] Zum Verpflichtungsgeschäft vgl. Botschaft, 9370; *Piotet*, 117; *Foëx, Sûretés*, 129 f.; *Eggen*, 124 f.; *Hess*, Bucheffekten, N 99 f.

[7] Es gilt u.E. mit Bezug auf Verfügungen unter dem BEG der Grundsatz der Abstraktheit. Vgl. auch *Blum*, 695. Das Kausalitätsprinzip, das für das Sachenrecht speziell geregelt ist (*Schmid/Hürlimann-Kaup*, N 74 f.), findet im Rahmen des BEG grundsätzlich keine Anwendung.

[8] Dies entspricht der Einräumung einer Sicherheit, wie es im 1995 ISDA Credit Support Annex (Bilateral - Transfer) (English law) vorgesehen ist, welcher in Paragraph 3(a)(iii) bezüglich «[...] securities which the parties have agreed will be delivered by book-entry [...]» verlangt, dass ein «[...] legally effective transfer of the transferring party's legal and beneficial title to the recipient [...]» erfolgt. Vgl. auch Paragraph 5 des 1995 ISDA Credit Support Annex, sowie International Swaps and Derivatives Association, Inc. (Hg.), User's Guide to the ISDA Credit Support Documents under English Law, 13.

[9] Im Resultat wie hier: *SwissBanking*, Ziff. 12.b), wonach eine Sicherheit «in den meisten Fällen durch eine Vollrechtsübertragung von BE als Sicherheiten nach Art. 24 BEG und in selteneren Fällen durch eine Vereinbarung nach Art. 25 BEG» errichtet wird. Gl.M. auch *Dalla Torre/Germann*, 578, und wohl auch *Bärtschi*, 1079 f. Vgl. auch *Bensahel/Micotti/Villa*, 331; *Lanz*, 208; *Hess/Friedrich*, 116; *Hess*, Bucheffekten, N 71; *Piotet*, 117. A.M. dagegen *Eggen*, 122 und 124; *Foëx, Sûretés*, 127 ff.; *Foëx*, Actes de disposition, 92 ff. A.M. wohl auch *Eigenmann*, 128; *Dietschi/Messer*, Kap. 2.a.

[10] Vgl. Art. 1 Abs. 2 BEG sowie Botschaft, 9342.

[11] *Hess*, Bucheffekten, N 71; vgl. *Eggen*, 125; *Foëx, Sûretés*, 131; *Lanz*, 208 f.

[12] Art. 685e OR, welcher der Veräussererbank eine Pflicht auferlegt, den börsenmässigen Verkauf von börsenkotierten Namenaktien der Gesellschaft zu melden, soll im Rahmen der grossen Aktienrevision revidiert werden. Gemäss Vorschlag des Ständerates sollen künftig die Verwahrungsstellen der Gesellschaft bei börsenkotierten Namenaktien jede Übertragung gemäss BEG unverzüglich melden müssen; vgl. Amtl.Bull. SR 2009, 623. Der revidierte Wortlaut stellt klar, dass diese erweiterte gesetzliche Meldepflicht auch dann greift, wenn kein börsenmässiger Verkauf vorliegt, sondern die Bucheffekten bloss sicherungshalber einem Sicherungsnehmer übertragen werden.

[13] So räumt Art. 242 SchKG dem Pfandgläubiger keine Aktivlegitimation zur Aussonderungsklage ein. Vgl. dazu *SchKG-Russenberger*, Art. 242 N 11. Ein Rechtsstreit zwischen Eigentums- und Pfandansprecher ist ausserhalb des Konkursverfahrens auszutragen; vgl. dazu Bundesgericht, Urteil v. 6. August 2003, 7B.130/2003, E. 2.2.

[14] Botschaft, 9342.

[15] Vgl. im ZGB:: 1. Abteilung (das Eigentum) und 2. Abteilung (die beschränkten dinglichen Rechte).

[16] Vgl. auch Art. 13 Abs. 2 BEG, wonach die Kontoinhaber ihre Rechte an Bucheffekten nur über ihre Verwahrungsstelle ausüben können.

[17] Daraus erklärt sich auch, dass die Botschaft, welche weitestgehend den Bericht der vom Eidgenössischen Finanzdepartement eingesetzten technischen Arbeitsgruppe übernimmt, bei den Erläuterungen zu Art. 24 BEG weiterhin (fälschlicherweise) eine sachenrechtliche Terminologie verwendet.

[18] Dies übersieht u.E. *Eggen*, 122, wenn sie den Gutgläubensschutz von Art. 29 BEG auf Fälle der Weiterveräußerung von Sicherheiten anwendet.

[19] Vgl. *Dietschi/Messer*, Kap. 2.a.

[20] A.M. *Eggen*, 122.

[21] Vgl. Botschaft, 9359.

[22] Vgl. Botschaft, 9359.

[23] *Dietschi/Messer*, Kap. 2.a.

[24] Vgl. Art. 4 GwG, Art. 3 Abs. 1 lit. e GwV-FINMA und Art. 8 der Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken, 2008 (VSB). Sicherungs-Bucheffekten sollten deshalb auf dem gleichen Effektenkonto wie Nichtsicherungs-Bucheffekten eingebucht werden können, ohne dass der Kontoinhaber den Eintrag im Formular A gemäss Art. 3 und 4 VSB zu ändern hat. U.E. muss deshalb für Sicherungs-Bucheffekten nicht zwingend ein separates Konto eröffnet werden.

[25] Vgl. Botschaft, 9368.

[26] *Hess*, Bucheffekten, N 59 ff.

[27] Vgl. *BK-Zobl*, Syst. Teil N 246 ff.

[28] Für Einzelheiten zur Akzessorietät vgl. *ZGB-Bauer*, Art. 884 N 51.

[29] So *BK-Zobl*, Syst. Teil N 1368.

[30] Zur analogen Rechtslage bei der Sicherungsübereignung vgl. *BK-Zobl*, Syst. Teil N 1368.

[31] A.M. *Eggen*, 124 Anm. 89.

[32] Eine Art. 889 Abs. 1 ZGB entsprechende Norm, wonach der Gläubiger nach Untergang des Pfandrechts die Pfandsache an den Berechtigten herauszugeben hat, findet sich im BEG nicht.

[33] Vgl. Art. 1(k) Unidroit Convention.

[34] Nach der hier vertretenen Auffassung verbleibt das Vollrecht, wenn auch nur als *nuda proprietas* (vgl. dazu *von der Crone/Bilek*, 198), je nach vertraglicher Ausgestaltung des Weisungsrechts des

Sicherungsgebers, an den Bucheffekten bei einer Sicherheit nach Art. 25 BEG immer beim Sicherungsgeber. *Hess*, Bucheffekten, N 75 weist immerhin darauf hin, dass Art. 25 BEG in der Praxis der Einräumung eines regulären Pfandrechts dient (also keine Vollrechtsübertragung zur Folge hat). Anders wohl die Botschaft, 9370, die auch im Zusammenhang mit Art. 25 BEG von einem «funktionalen Begriff der Sicherheit» spricht, der sowohl «Pfandrechte» als auch «Vollrechtsübertragungen» umfasst. Vgl. auch *Kunz*, 51.

[35] Botschaft, 9370; *Eggen*, 123.

[36] So auch *Hess* in seinem Vortrag zum Thema «Das neue Bundesgesetz über Bucheffekten» anlässlich des «Luncheon für Rechtsanwälte» der UBS AG in Zürich am 29. Oktober 2009; *Dietschi/Messer*, Kap. 2.e.

[37] Vgl. Bundesverwaltungsgericht, Urteil v. 18. Dezember 2008, B-2775/2008, E. B.e.

[38] *Foëx*, *Sûretés*, 134 ff.

[39] Vgl. zu dieser Problematik auch *Bensahel/Micotti/Villa*, 334 f. Gemäss der hier vertretenen Ansicht gilt die Vorrangigkeit von Art. 30 Abs. 2 BEG für Sicherheiten der Verwahrungsstelle gemäss Art. 26 BEG, jedoch nicht für das gesetzliche Rückbehaltsrecht der Verwahrungsstelle gemäss Art. 21 BEG (vgl. dazu Kap. IV.3.).

[40] *Hess/Friedrich*, 116.

[41] Ein solcher Sicherungsvertrag kann selbst dann sinnvoll sein, wenn die Kontrollvereinbarung zwischen Sicherungsnehmer, Sicherungsgeber und Verwahrungsstelle (Dreiparteienvertrag) abgeschlossen wird. Auf diese Weise können nämlich die Rechte und Pflichten des Sicherheitengebers und -nehmers, welche die Verwahrungsstelle nicht betreffen und von denen die Verwahrungsstelle aus haftungsrechtlichen Überlegungen auch keine Kenntnis haben möchte, separat geregelt werden.

[42] Diese kann zur Auslegung herangezogen werden, nimmt die Botschaft doch explizit darauf Bezug (vgl. Botschaft, 9337).

[43] *Foëx*, *Sûretés*, 135.

[44] *Bensahel/Micotti/Villa*, 332 f.; *Lanz*, 209.

[45] Vgl. Art. 12 Nr. 7 i.V.m. Art. 1 lit. k Unidroit Convention und Draft Official Commentary, Art. 1 N 47.

[46] Botschaft, 9370, mit dem ohnehin fraglichen Hinweis auf das Faustpfandprinzip, das im Rahmen des BEG nicht gilt. Vgl. auch *Bärtschi*, 1080, der die Ansicht vertritt, dass der Sicherungsgeber seine Verfügungsgewalt einschränkt.

[47] Das BEG ist primär aus sich selbst heraus auszulegen, vgl. dazu *Hess/Friedrich*, 113.

[48] Im Ergebnis gl.M. *Hess*, Bucheffekten, N 78. Eine Verfügungsbefugnis des Sicherungsnehmers über die als Sicherheiten dienenden Bucheffekten lässt sich im Übrigen auch bei einer durch Umbuchung nach Art. 24 BEG bestellten Sicherheit ohne Weiteres mittels Vollmachtseinräumung sicherstellen.

[49] Botschaft, 9379.

[50] Zu den möglichen Abstufungen vgl. *Foëx*, *Sûretés*, 134 ff. Zu weiteren zu regelnden Punkten vgl. *Bärtschi*, 1083.

[51] Draft Official Commentary, Art. 1 N 47.

[52] Vgl. Auch *Foëx, Sûretés*, 134; *Bensahel/Micotti/Villa*, 332 f.

[53] A.M. wohl *Hess*, Bucheffekten, N 78.

[54] *Bensahel/Micotti/Villa*, 338. Kritisch zur praktischen Relevanz: *Hess*, Bucheffekten, N 85.

[55] ZGB-*Bauer*, Vor Art. 884-894 N 22 und Art. 899 N 19; BK-*Zobl*, Art. 899 N 8.

[56] Botschaft, 9331; *Graham-Siegenthaler*, 453; *Kunz*, 42; *Eigenmann*, 130.

[57] Die Verwahrungsstelle hat unter Umständen auch genaue Kenntnis von der besicherten Forderung. Zu denken sind etwa an Fälle, wo die Verwahrungsstelle bei einem (syndizierten) Kredit auch in der Funktion des Security Agent handelt.

[58] So auch *Eggen*, 127.

[59] *Bärtschi*, 1083, der in seiner Checklist besondere Abreden für den Fortbestand der Sicherheit bei Auslieferung vorschlägt.

[60] Dies gilt umso mehr dann, wenn dem Sicherungsgeber sämtliche Verfügungsbefugnis entzogen ist, vgl. oben Kap. III.2.

[61] So wohl auch *Dietschi/Messer*, Kap. 2.e., die eine Umbuchung bei einer Sicherheit nach Art. 24 BEG und eine Sicherheiten-Entlassungserklärung (release declaration) des Sicherungsnehmers bei einer Sicherheit nach Art. 25 und Art. 26 BEG verlangen.

[62] So könnte die Aussage, dass Nebenrechte dem Sicherungsgeber zufallen, ebenfalls verstanden werden. Vgl. Botschaft, 9370. Offen gelassen von *Foëx, Sûretés*, 139.

[63] Vgl. *Foëx, Sûretés*, 139. Für eine allenfalls analoge Anwendung, vgl. *Bärtschi*, 1080. Die Anwendung von Art. 904 Abs. 1 ZGB befürwortend, *Piotet*, 118.

[64] *Foëx, Sûretés*, 138. Eine andere Regelung galt noch gemäss dem Entwurf zum BEG, weshalb die Botschaft, 9372, und einschlägige Literatur hier mit Vorsicht zu lesen sind.

[65] *Bensahel/Micotti/Villa*, 334.

[66] Wegen des Akzessorietätsprinzips handelt der *Security Agent* bei Pfandverträgen oft als direkter Stellvertreter der anderen Sicherungsnehmer (Kreditgeber). Da das Akzessorietätsprinzip unter dem BEG jedoch nicht gilt (vgl. oben Kap. II.3.), wird der *Security Agent* bei Sicherheiten an Bucheffekten wohl eher als indirekter Stellvertreter auftreten.

[67] Botschaft, 9371 f.; *Hess*, Bucheffekten, N 94; vgl. auch *Foëx, Sûretés*, 138.

[68] Frage offengelassen von *Foëx, Sûretés*, 139.

[69] Vgl. auch *Lanz*, 210; *Hess*, Bucheffekten, N 93.

[70] Vgl. auch *Hess/Friedrich*, 118; *Kuhn*, 138 und 141; *Bärtschi*, 1082. Die Botschaft fügt hierzu nur an, dass es der Zustimmung des Kontoinhabers bedürfe (Botschaft, 9367; so auch *Eggen*, 124).

[71] Allerdings vergass man, auch den Verweis in Art. 11a BEHG auf Art. 17 BankG zu streichen.

[72] Vgl. Botschaft, 9395; *Hess/Friedrich*, 118; *Foëx*, Actes de disposition, 87; *Bärtschi*, 1082.

[73] Vgl. dazu Botschaft, 9367; *Lanz*, 213.

[74] Vgl. Botschaft, 9365.

[75] Vgl. Art. 402 und 473 OR. Das offene Depot stellt nach h.M. einen gemischten Vertrag dar, auf den Hinterlegungs- und Auftragsrecht anwendbar sind; vgl. dazu BGE 133 III 40 E.3.1 = Pra 2007 622 E. 3.1 und statt vieler BankG-*Hess*, Art. 16 N 3 und *Maurenbrecher/Schott*, Art. 472 N 14. Die Regeln des Hinterlegungsvertrages finden auch Anwendung, wenn Bucheffekten verwahrt werden; dazu *dies.*, Art. 472 N 2.

[76] Botschaft, 9365.

[77] Art. 901 Abs. 3 ZGB hält zwar lediglich fest, dass sich die «Verpfändung von Bucheffekten» ausschliesslich nach dem BEG richtet. Art. 901 Abs. 3 ZGB sollte jedoch so verstanden werden, dass der Verweis auch das Rückbehaltsrecht als gesetzliche Sicherheit mitumfasst.

[78] Gl.M. *Bärtschi*, 1082. A.M. *Lang*, 210 Fn 74, sowie *Bensahel/Micotti/Villa*, 336 f.

[79] Der Grundsatz der vorgängigen Ankündigung liegt sowohl Art. 32 BEG wie auch Art. 898 ZGB zugrunde.

[80] So BK-*Zobl*, Art. 891 N 2.

[81] Vgl. Botschaft, 9380.

[82] Für das Faustpfandrecht vgl. Art. 891 Abs. 1 ZGB.

[83] Vgl. article 33(1)(a) Unidroit Convention sowie Art. 4 Abs. 2 EU-Finanzsicherheitenrichtlinie, welche allerdings zwischen dem privaten Verkauf und dem Selbsteintritt differenzieren: Während Ersterer von Gesetzes wegen zulässig sein soll, bedarf Letzterer einer expliziten vertraglichen Ermächtigung.

[84] BK-*Zobl*, Art. 891 N. 28 ff. Anders hingegen bei der Sicherungsübereignung und -zession: Diesen ist die Verwertungsbefugnis auch ohne vertragliche Vereinbarung inhärent, wird doch der Fiduziar zum Vollrechtseigentümer.

[85] So auch Art. 33(1) Unidroit Convention.

[86] Gl.M. *Dalla Torre/Germann*, 579 f.; *Foëx*, Sûretés, 140. A.M. wohl *Eigenmann*, 132, und *Lanz*, 211.

[87] Eine solche Verwertung löst gegebenenfalls eine selbstständige Meldepflicht nach Art. 20 BEHG aus, vgl. Art. 21 Abs. 4 BEHV-FINMA.

[88] Botschaft, 9382.

[89] Auf das Erfordernis der Ankündigung kann gemäss Art. 32 Abs. 1 BEG verzichtet werden, wenn es sich beim Sicherungsgeber um eine Verwahrungsstelle oder einen qualifizierten Anleger im Sinne von Art. 5 lit. d BEG handelt.

[90] BK-Zobl, Art. 891 N 48. Ebenso verzichten Art. 33(3) Unidroit Convention sowie Art. 4 Abs. 4 EU-Finanzsicherheitenrichtlinie explizit auf das Erfordernis einer Verwertungsandrohung.

[91] Gemäss Botschaft, 9382, «[ergeben] sich Fristen und Modalitäten [der Ankündigung] aus dem Sicherungsvertrag».

[92] Die Botschaft definiert diesen wie folgt: «Ein repräsentativer 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 ein angemessener Preis für das Vermögenobjekt feststellen lässt. Auch für Bucheffekten, die zum Handel an einer Börse nicht zugelassen oder dort nicht täglich gehandelt werden, kann ein repräsentativer Markt vorhanden sein. Ob das Handelsgeschehen über Infrastruktureinrichtungen wie z.B. eine Börse oder ohne solche Einrichtungen wie z.B. im Telefonhandel abläuft, ist nicht massgebend.»

[93] Botschaft, 9381.

[94] BGE 119 II 344, E. 2b; vgl. auch BK-Zobl, Art. 891 N 59, m.w.Hw.

[95] Vgl. zur Lehre und Rechtsprechung bzgl. Privatverwertung von Faustpfändern BK-Zobl, Art. 891 N 51.

[96] Vgl. auch BGE 118 II 112, E. 2, wonach der Gläubiger bei der freihändigen Verwertung eines Pfandes gehalten ist, die notwendigen Massnahmen zu treffen, um dem Verpfänder vermeidbaren Schaden zu ersparen. Der Sorgfaltsmassstab richtet sich dabei nach den Bestimmungen von Art. 398 Abs. 3 und Art. 399 Abs. 2 OR.

[97] So auch, zumindest hinsichtlich der Sicherheiten nach Art. 24 BEG, *Bensahel/Micotti/Villa*, 331 f.; *Dalla Torre/Germann*, 579 f.

[98] Vgl. auch Art. 4 Abs. 2 EU-Finanzsicherheitenrichtlinie, wonach eine Aneignung nur möglich ist, wenn die Sicherungsvereinbarung eine Bewertung der Finanzinstrumente ermöglicht.

[99] Vgl. *Hess/Wyss*, 1225 f.

[100] Vgl. für die diesbezügliche Pflicht des Pfandgläubigers Art. 232 Abs. 2 Ziff. 4 SchKG.

[101] Vgl. Art. 33 (3)(b) Unidroit Convention und Art. 4 Abs. 5 EU-Finanzsicherheitenrichtlinie.

[102] BGE 119 II 326, E. 2.c, m.w.Hw.

[103] So auch *Bensahel/Micotti/Villa*, 331 f., insbesondere Anm. 32.

[104] Vgl. auch *Eigenmann*, 131.

[105] Bis zu diesem Datum muss sich der Erwerber von Sicherheiten nach BEG daher allenfalls altrechtliche (Sicherungs-)Rechte entgehalten lassen; *Bensahel/Micotti/Villa*, 366.

[106] Vgl. statt vieler *Schmid/Hürlimann-Kaup*, N 77.

[107] Art. 30 Abs. 1 BEG; vgl. auch Botschaft, 9379.

[108] Vgl. Art. 35 Abs. 2 BEG; vgl. auch Art. 30 Abs. 3 BEG; *Eggen*, 126.

[109] Vgl. auch Botschaft, 9385 f.

[110] Das Faustpfandprinzip gilt bei der Sicherungsübereignung von Wertpapieren (Art. 717 ZGB) wie auch bei der Bestellung eines irregulären Pfandrechts an Wertpapieren (Art. 884 Abs. 1 und 3 ZGB); vgl. dazu *BK-Zobl*, Syst. Teil N 1142 und 1408.

[111] Art. 884 Abs. 1 und 3 ZGB.

[112] Zur Pfandhalterschaft vgl. *BK-Zobl*, Art. 884 N 558 ff.

[113] *Foëx*, *Sûretés*, 142, weist zu Recht daraufhin, dass solche Statutenbestimmungen in Anbetracht der Regeln des BEG aufzuheben sind.

[114] Zur Vertragsergänzung durch den Richter vgl. *Gauch/Schluemp/Schmid/Emmenegger*, N 1256 ff.

[115] *Bensahel/Micotti/Villa*, 366, erkennen dem Sicherungsnehmer im Ergebnis vertraglichen Schadenersatz gegen den Sicherungsgeber zu. Ein Schadenersatzanspruch ist jedoch kein angemessener Ersatz für ein allenfalls untergegangenes Sicherungsrecht.