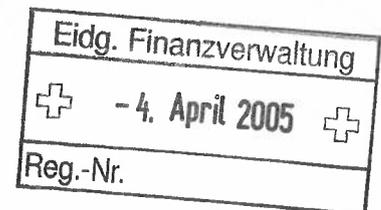




Eidgenössische Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern



Zürich, 31. März 2005

### **Bucheffektengesetz und Haager Wertpapierübereinkommen - Anhörung**

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 13. Dezember 2004 haben Sie uns eingeladen, zum Entwurf für ein Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz; BEG) und zum Bundesbeschluss zur Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens Stellung zu nehmen. Mit E-Mail vom 28. Februar 2005 wurde uns die Frist zur Einreichung unserer Bemerkungen freundlicherweise bis Ende März 2005 erstreckt. Für die gebotene Gelegenheit zur Meinungsäusserung sowie für die gewährte Fristerstreckung danken wir Ihnen bestens.

### **Allgemeine Bemerkungen**

economiesuisse begrüsst das Ziel des Gesetzesentwurfs, die mediatisierte Wertpapierverwahrung auf transparente und verlässliche materiellrechtliche Grundlagen zu stellen. Damit wird den in den vergangenen Jahren rasant erfolgten technischen Entwicklungen im Zusammenhang mit der Mediatisierung der Verwahrung und Übertragung von Effekten und Wertpapieren sowie dem Trend zur Entmaterialisierung der Wertpapiere Rechnung getragen und die Rechtssicherheit erhöht.

Im Weiteren unterstützen wir auch die Bestrebungen zur weitgehenden Vereinheitlichung des internationalen Privatrechts (IPR) im Bereich der mediatisiert verwahrten Wertpapiere mittels Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens.

Bei den nachfolgenden Ausführungen stellen wir auf das Ergebnis des internen Vernehmlassungsverfahrens bei unseren Mitgliedern ab. Zwei unserer Mitglieder, die

economiesuisse  
Hegibachstrasse 47  
Postfach CH-8032 Zürich  
Telefon +41 1 421 35 35  
Telefax +41 1 421 34 34

www.economiesuisse.ch  
Verband der Schweizer Unternehmen  
Fédération des entreprises suisses  
Federazione delle imprese svizzere  
Swiss Business Federation

Schweizerische Bankiervereinigung und die Industrie-Holding, haben uns dazu mit Stellungnahmen bedient, welche ihnen auch direkt zugestellt wurden. In diesem Zusammenhang möchten wir darauf hinweisen, dass die zur Diskussion stehende Thematik nicht nur die Verwahrungsstellen (Finanzintermediäre) betrifft. Sie hat vielmehr auch Auswirkungen auf die Rechtsstellung von Kontoinhabern und von deren Gläubigern sowie auf die Rechtsstellung der Anleger im Allgemeinen. Deshalb muss auch den Interessen von Anlegern und Gläubigern, die nicht Finanzintermediäre sind, gebührend Rechnung getragen werden. Die Einräumung von rechtlichen Sonderstellungen zu Gunsten von Finanzintermediären erscheint dort problematisch, wo keine genügenden Rechtfertigungsgründe dafür vorliegen.

Im Folgenden äussern wir uns zu einigen eher grundsätzlichen Punkten der Vorlage. Für Detailausführungen verweisen wir auf die Stellungnahmen unserer Mitglieder, die ihnen direkt zugeschickt wurden und bitten Sie um gebührende Berücksichtigung der darin gemachten Bemerkungen.

#### **Artikel 8 E-BEG (Ermächtigung zur Drittverwahrung)**

Der Konsequenz halber sollte der erste Absatz von Artikel 8 E-BEG auf den in Artikel 2 E-BEG festgehaltenen Anwendungsbereich des Bucheffektengesetzes beschränkt werden, nämlich auf Bucheffekten und als deren Grundlage hinterlegte Wertpapiere oder Wertrechte. Weiter ist die im zweiten Absatz von Artikel 8 aufgestellte Voraussetzung der „Angemessenheit“ der ausländischen Aufsicht wohl kaum der Rechtssicherheit förderlich. Vielmehr könnte die Voraussetzung im vorgeschlagenen Wortlaut zu einer Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Pflicht zur Angemessenheitsbeurteilung führen.

#### **Artikel 17 E-BEG (Aussonderung von Bucheffekten im Konkurs der Verwahrungsstelle)**

Die Regelung des close-out netting in Art. 17 Abs. 5 E-BEG ist aus Anleger-Sicht problematisch, da sie letztlich dazu führt, dass das Aussonderungsrecht der Anleger im Falle des Konkurses einer Verwahrungsstelle nicht vollumfänglich gewahrt ist.

#### **Artikel 23, 24 und 26 E-BEG (Stornierung einer Belastung, Stornierung einer Gutschrift, Schutz des gutgläubigen Erwerbers)**

Bei den Artikeln 23, 24 und 26 des Gesetzesentwurfs stellt sich die Frage des Verhältnisses dieser Regelung zu den Regeln des allgemeinen Zivilrechts. Zudem wird auch die Frage nach der Notwendigkeit der vorgeschlagenen spezialgesetzlichen Regelung im erläuternden Bericht der technischen Arbeitsgruppe nicht genügend beantwortet. Bei der Weiterbearbeitung des Gesetzesprojekts sollte dem Umstand dieser bestehenden Unklarheit Rechnung getragen und der Themenkomplex gegebenenfalls nochmals überprüft werden.

**Artikel 25 Abs. 2 und 2 E-BEG (Verwertung)**

Das Konzept der zulässigen freihändigen Verwertung von Sicherheiten oder Selbsteintritt im Fall eines Zwangsvollstreckungsverfahrens über den Schuldner scheint nicht gerechtfertigt. Dies sollte nur bei in einem genügend liquiden Markt gehandelten Effekten zulässig sein. Nur bei solchen Märkten können die am Effektenmarkt erzielten Preise nämlich als objektive und aussagekräftige Grösse für den Wert einer Effekte herangezogen werden.

**Artikel 27 Abs. 2 E-BEG (Rangfolge)**

Unseres Erachtens gibt es keinen genügenden Rechtfertigungsgrund für eine Einräumung des vorgeschlagenen, allen anderen Rechten vorgehenden und somit absoluten Sicherungsrechts der Verwahrungsstelle, weshalb Art. 27 Abs. 1 E-BEG gestrichen werden sollte.

**Artikel 287 Abs. 3 (neu) SchKG**

Auch in Bezug auf Artikel 287 Abs. 3 (neu) ist kein genügender Rechtfertigungsgrund für eine Sonderlösung für Finanzintermediäre ersichtlich, die letztlich im Zwangsvollstreckungsverfahren zu Lasten anderer Gläubiger geht. Deshalb lehnen wir den entsprechenden Vorschlag ab.

Wir danken Ihnen für die Berücksichtigung unserer Anliegen.

Mit freundlichen Grüssen  
economiesuisse

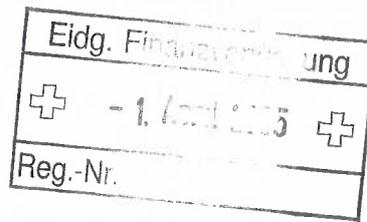


Thomas Pletscher  
Mitglied der Geschäftsleitung



Urs Furrer  
Issue Manager

31. März 2005

Eidg. Finanzdepartement  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern**„Vernehmlassung“ zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz; BEG)**

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Datum vom 15. Dezember 2004 haben Sie einem beschränkten Teilnehmerkreis (in erster Linie Finanzintermediären sowie Banken etc.) den Entwurf eines Bundesgesetzes über die Bucheffekten zu einer sog. „Anhörung“ zugestellt. Als Nicht-Adressaten haben wir erst später von der Anhörung erfahren und Sie in der Folge gebeten, ebenfalls zum Gesetzesvorhaben Stellung nehmen zu können. Freundlicherweise haben Sie uns gestattet, bis Ende März 2005 unsere Bemerkungen zum Gesetzesentwurf (nachfolgend „Entwurf BEG“) sowie zum entsprechenden Bericht der vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten technischen Arbeitsgruppe vom 15. Juni 2004 (nachfolgend „Bericht Arbeitsgruppe“) anzubringen. Fristgerecht möchten wir uns daher wie folgt vernehmen lassen.

Vorab halten wir fest, dass wir grundsätzlich Ihre Absicht begrüßen, den in den letzten Jahren erfolgten rasanten (technischen) Entwicklungen im Zusammenhang mit der Mediatisierung der Verwahrung und Übertragung von Effekten und Wertpapieren sowie dem Trend zur Entmaterialisierung der Wertpapiere (Konzept der reinen Wertrechte) entsprechende moderne rechtliche Grundlagen zu geben. In Bezug auf einzelne vorgeschlagene Bestimmungen fehlt u.E. aber ein Handlungsbedarf. Andere Bestimmungen müssten u.E. ausgewogener ausgestaltet werden, so dass auch die Interessen der Anleger und Gläubiger, die nicht Finanzintermediäre sind, angemessene Berücksichtigung finden.

**1. Stellungnahme zum Entwurf BEG sowie zum Bericht der Arbeitsgruppe**

Gemäss dem Bericht Arbeitsgruppe (S. 22 und S. 30) vermögen die geltenden Rechtsgrundlagen Rechtssicherheit und Klarheit im Rechtsverkehr letztlich nicht hinreichend zu gewährleisten, auch wenn nicht unerwähnt bleibt, dass sich das in der Praxis entwickelte System insgesamt als sehr stabil erwiesen hat. Wie oben ausgeführt, erachten wir es dennoch als richtig, den technischen Entwicklungen in diesem Gebiet eine entsprechende moderne gesetzliche Grundlage gewissermassen „nachzureichen“.

Der Entwurf trägt diesem Anliegen der Herstellung von Rechtssicherheit und Klarheit bezüglich der Verwahrung und Übertragung von Wertpapieren grundsätzlich Rechnung, insbesondere sehen wir das gewählte Konzept über Entstehung, Untergang und Umwandlung sowie Verfügung über Bucheffekten als tauglichen Weg an, das Problem zu lösen. Allerdings enthält der Entwurf

eine Reihe von Bestimmungen, für deren Erlass wir entweder (i) keinen vom Gesetzeszweck abgedeckten Handlungsbedarf sehen oder aber (ii) trotz anerkanntem Regelungsbedarf der Meinung sind, die vorgeschlagene Bestimmung sei nicht sachgerecht bzw. trage zu einseitig Interessen der Verwahrungsstellen im Sinne von Art. 5 des Entwurfs BEG Rechnung.

Im Einzelnen handelt es sich dabei um die folgenden Bestimmungen:

Art. 20 Abs. 5 Entwurf BEG (Bericht Arbeitsgruppe S. 62 f.): Die getroffene Regelung des close-out netting führt letztlich dazu, dass im Insolvenz- oder Konkursfall einer Verwahrungsstelle das Aussonderungsrecht eines Anlegers nicht vollumfänglich gewährleistet ist. Dies erachten wir unter dem Aspekt der Sicherheit der Gewährleistung der Eigentumsrechte der Anleger im Konkursfall der Verwahrungsstelle als problematisch (vgl. zu diesem wesentlichen Grundsatz auch der Bericht Arbeitsgruppe S. 59).

Art. 25 Abs. 1 und 2 Entwurf BEG (Bericht Arbeitsgruppe S. 76 ff.): Das im Entwurf gewählte Konzept der zulässigen freihändigen Verwertung von Sicherheiten oder Selbsteintritt auch im Fall eines Zwangsvollstreckungsverfahrens über den Schuldner scheint uns nicht gerechtfertigt, auch wenn die bundesgerichtliche Rechtsprechung zu diesem Thema im Einzelfall zu einem für einen Pfand- oder Sicherungsnehmer aufwendigen Verfahren führen kann. Insbesondere erachten wir den hier vorgeschlagenen Begriff des „repräsentativen Markts“ für eine wenig glückliche Wahl. Gemäss Bericht Arbeitsgruppe (S. 76 unten) soll ein solcher Markt vorliegen, wenn für die betreffenden Bucheffekten an einem bestimmten Ort eine „minimale Anzahl gleichartiger Geschäfte abgeschlossen wird, so dass sich darauf ein Durchschnittspreis errechnen lässt“. Diese Interpretation lässt dem Sicherungsnehmer einen sehr weiten Spielraum bei der Frage, ob die zu verwertende Effekten noch in einem repräsentativen Markt gehandelt werden. Eine genügende Liquidität eines Effektenmarkts ist aber Grundvoraussetzung dafür, dass die an diesem Markt erzielten Preise als objektive und aussagekräftige Grösse für den Wert einer Effekte herangezogen werden können. Dies ist bspw. bei einer relativ grossen Anzahl der an der SWX gehandelten SPI-Titeln nicht der Fall, d.h. es handelt sich dabei um Papiere, die in einem relativ illiquiden Markt gehandelt werden (teilweise nur wenige Transaktionen pro Monat). Der im Entwurf gewählte Ansatz bzw. die erwähnten Ausführungen zum „repräsentativen Markt“ im Bericht Arbeitsgruppe würde eine Freihandverwertung auch bei illiquiden Titeln zulassen, was u.E. abzulehnen ist, weil dies letztlich zulasten der übrigen Gläubiger gehen kann. Eine Freihandverwertung soll deshalb nur bei in einem liquiden Markt gehandelten Effekten zulässig sein, wobei an die Liquidität hohe Anforderungen zu stellen sind.

Art. 27 Abs. 1 Entwurf BEG (Bericht Arbeitsgruppe S. 82 f.): Nach dieser Bestimmung soll ein Sicherungsrecht der Verwahrungsstelle an Bucheffekten ihrer Kontoinhaber einem andern Recht an diesen Bucheffekten im Range vorgehen. Begründet wird dieser absolute Vorrang der Verwahrungsstelle gemäss Bericht Arbeitsgruppe (S. 82) damit, dass die Beziehung der Verwahrungsstelle zu den bei ihr verwahrten *Bucheffekten* „näher“ sei die Beziehung eines jeden andern Berechtigten. Diese Begründung überzeugt nicht. Es gibt aus unserer Sicht keinen Grund, Banken und Effektenhändler quasi ein gesetzliches, andern Rechten (und zwar unabhängig von deren zeitlichen Bestellung) vorgehendes Sicherungsrecht einzuräumen. Wir lehnen diese Regelung deshalb ab.

Art. 30 Abs. 1 Entwurf BEG (Bericht Arbeitsgruppe S. 86): Hier stellt sich für uns in erster Linie die Frage nach der Kostentragung im Zusammenhang mit der Umsetzung von Art. 30 Abs. 1. U.E. sollte in der Bestimmung ergänzt werden, dass die Kosten für die Einrichtung eines Hauptregisters und die Eintragung der Wertrechte durch die Verwahrungsstelle getragen werden.

---

Art. 287 Abs. 3 (neu) SchKG (Bericht Arbeitsgruppe S. 93 f.): Die Begründung gemäss Entwurf für die Einführung eines Sonderregimes der Anfechtungsklage des Art. 287 SchKG für Finanzintermediäre überzeugt uns nicht. Die ins Feld geführten Argumente (Abreden über sog. Aufstockungs- und Ersatzsicherheiten) betreffen Vereinbarungen, denen bereits durch Art. 287 Abs. 1 Ziff. 1 SchKG genügend Rechnung getragen ist, soweit sie berechtigt sind. Weshalb im Rahmen des BEG für Finanzintermediäre eine darüber hinausgehende Sonderlösung eingeführt werden soll, die letztlich im Zwangsvollstreckungsverfahren zulasten anderer Gläubiger geht, ist u.E. nicht ersichtlich. Insbesondere besteht für eine solche Bestimmung (was auch auf Art. 27 Entwurf BEG zutrifft) keine Notwendigkeit, um den mit dem Entwurf verfolgten Zweck (dazu Eingangs dieses Schreibens) zu erreichen.

Im Übrigen besteht u.E. Klärungsbedarf bezüglich Art. 627 Ziff. 14 (neu) OR und Art. 9 Abs. 1 Entwurf BEG sowie der Ausführungen auf S. 89 im Bericht Arbeitsgruppe: Die Ausführungen zu Art. 627 OR auf S. 89 des Berichts beziehen sich auf Art. 9 Abs. 2 und Art. 10 Abs. 2 Entwurf BEG, die das Recht des *Kontoinhabers* auf Ausstellung und Auslieferung von Wertpapieren regeln. Art. 627 Ziff. 1 (neu) OR hingegen betrifft Art. 9 Abs. 1 Entwurf BEG, der das Recht der *Emittenten* stipuliert, sammelverwahrte Wertpapiere (...) jederzeit und ohne Zustimmung der Kontoinhaber in jede andere Form umwandeln. Mit andern Worten scheinen die Ausführungen auf S. 89 des Berichts Arbeitsgruppe nicht zu Art. 627 (neu) OR passen. Sollte eine Ergänzung von Art. 627 OR aufgrund der Art. 9 und 10 Entwurf BEG überhaupt als notwendig erachtet werden, müsste die gesellschaftsrechtliche Bestimmung sowohl Art. 9 Abs. 1 und Abs. 2 Entwurf BEG behandeln.

## 2. Zusammenfassung und Schlussbemerkungen

Zusammengefasst betrachtet erachten wir den Entwurf BEG in Bezug auf seine grundsätzliche Ausgestaltung einer Regelung über die mediatisierte Wertpapierverwahrung und -Übertragung für einen gelungenen Ansatz. Der Entwurf enthält jedoch eine Reihe von Bestimmungen (vgl. die oben erwähnten Kommentare), die den Verwahrungsstellen Sonderrechte einräumen, für die keine gesetzgeberische Notwendigkeit besteht und die sich insbesondere auch nicht mit „Stabilitätsüberlegungen“ bezüglich des Finanzmarktsystems begründen lassen. In dieser Beziehung erachten wir den Entwurf als nicht genügend ausgewogen und teilweise auch als über das Ziel hinausschiessend.

Wir bitten Sie um Kenntnisnahme und danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme sowie dafür, dass Sie unseren Vorbringen gebührend Rechnung tragen.

Mit freundlichen Grüssen

INDUSTRIE-HOLDING  
Geschäftsstelle



Fürspr. Christian Stiefel  
Mitglied der Geschäftsleitung

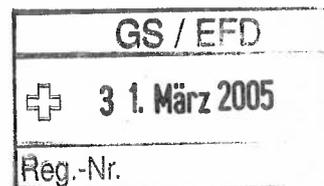


RA Thomas Aregger

Schwanengasse 12  
Postfach  
CH-3001 Bern  
Telefon +41 31 322 69 11  
Telefax +41 31 322 69 26  
info@ebk.admin.ch  
www.ebk.admin.ch



Eidgenössische Bankenkommission  
Commission fédérale des banques  
Commissione federale delle banche  
Swiss Federal Banking Commission



Datum 30.03.2005  
Zuständig Hofstetter, Elias Josef  
Abteilung Rechtsdienst  
Telefon direkt +41 (31) 3240586  
E-Mail direkt elias.hofstetter@ebk.admin.ch  
Referenz 430/2004/08486-0003  
bitte in Antwort angeben

**A-Post**  
Eidg. Finanzdepartement  
Rechtsdienst  
z. H. Frau Dr. Barbara Schaerer  
Bundesgasse 3  
3003 Bern

## **Bucheffektengesetz und Haager Wertpapierübereinkommen: Vernehmlassung der Eidg. Bankenkommission**

Sehr geehrte Frau Dr. Schaerer

### **1. Allgemeines**

Die Eidg. Bankenkommission (EBK) begrüsst den Inhalt des obgenannten Gesetzesentwurfs sowie den Antrag auf Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens. Sie sieht darin wertvolle Massnahmen zur Förderung des Finanzplatzes durch Gewährleistung von (zusätzlicher) Rechtssicherheit und wünscht deshalb eine beförderliche Behandlung des Geschäftes.

Die anschliessenden Bemerkungen der EBK betreffen lediglich einzelne Aspekte des Entwurfs des Bucheffektengesetzes, welche nach Ansicht der EBK zu überprüfen sind. Die EBK ist gegebenenfalls gerne bereit, an einer entsprechenden Überarbeitung - vorzugsweise im Rahmen einer kleinen Arbeitsgruppe aus dem Kreis der Mitglieder der bisherigen Expertenkommission - mitzuwirken. Sie stellt sich jedoch auch ohne Übernahme der Änderungsvorschläge mit Überzeugung hinter den vorliegenden Gesetzesentwurf und den Ratifikationsantrag zum Haager Wertpapierübereinkommen. Übereinstimmend möchte die EBK nicht, dass das weitere Verfahren durch ihre Bemerkungen und Änderungsvorschläge verzögert wird.

Die EBK unterstützt den Entwurf des Bucheffektengesetzes sowie den Antrag auf Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens und wünscht eine rasche Behandlung dieses Geschäftes, welches der Förderung des Finanzplatzes Schweiz dient. Der wichtige Aspekt der Finanzplatzförderung ist nach Ansicht der EBK auch in einer zukünftigen Botschaft gebührend hervorzuheben.



## 2. Regelungsgegenstand

(Art. 3 E-BEG)

Die Kürze und Übersichtlichkeit des E-BEG machen eine Inhaltsübersicht überflüssig.

Art. 3 E-BEG (Regelungsgegenstand) ist ersatzlos zu streichen.

## 3. Begriff der „Bucheffekte“

(Art. 4 E-BEG; Art. 2 Bst. a BEHG; Art. 4 BEHV)

Unter einer Bucheffekte wird nach Entwurf ein fungibles (vertretbares) Forderungs- oder Mitgliedschaftsrecht eines Anlegers gegenüber einem Emittenten, das dem Effektenkonto eines Anlegers bei einer Verwahrungsstelle gutgeschrieben ist, verstanden (Art. 4 E-BEG). Damit weicht bereits der Ausgangspunkt, d. h. der Begriff der „Buch-Effekte“ vor der Einbuchung vom herkömmlichen Effektenbegriff ab. Diesem zufolge sind Effekten nämlich fungible *und* zum *massenweisen* Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte oder Derivate (Art. 4 BEHV). Insoweit als bei der vorgeschlagenen Definition der Bucheffekte auf das Erfordernis der Geeignetheit zum massenweisen Handel verzichtet wird, ergibt sich im Ausgangspunkt (d. h. vor der Einbuchung) eine Differenz zum geschilderten gängigen Effektenbegriff. Die Begriffe „Effekte“ und „Bucheffekte“ (vor der Einbuchung) überschneiden sich demzufolge zwar weitgehend, im Falle von fungiblen, aber *nicht* zum massenweisen Handel geeigneten Papieren bzw. Rechten besteht jedoch eine Abweichung. Eher verwirlicherweise wäre somit eine Bucheffekte nicht immer bloss eine „eingebuchte“ Effekte nach BEHV. Die wirtschaftliche Bedeutung solcher fungibler, aber nicht zum massenweisen Handel geeigneter Papiere oder Rechte kann die EBK jedoch nicht beurteilen.

Die EBK regt an zu prüfen, ob es sich bei einer Bucheffekte nicht stets um eine nach E-BEG „eingebuchte“ Effekte im Sinne von Art. 2 Bst. a BEHG i. V. m. Art. 4 BEHV handeln sollte. Dadurch könnte eine allfällige Begriffsverwirrung durch überschneidende, aber nicht deckungsgleiche Definitionen des Begriffs „Effekte“ nach BEHG bzw. (Buch-) „Effekte“ nach E-BEG vermieden werden.

Art. 4 E-BEG definiert die Bucheffekte, Art. 7 E-BEG regelt deren Entstehung. Allerdings ist das wesentliche Definitionselement einer Bucheffekte gerade deren Einbuchung und Gutschrift, d. h. der „Verarbeitungsprozess“. Eine Art. 7 E-BEG vorangestellte, vom „Verarbeitungsprozess“ abstrahierende Definition der Bucheffekte macht deshalb unseres Erachtens wenig Sinn. Wird Art. 4 E-BEG gestrichen und teilweise durch einen neuen Art. 6 Bst a E-BEG ersetzt, so löst sich auch das Problem der Umschreibung einer „ausländischen Bucheffekte“ (Art. 4 Abs. 2 E-BEG). Die Anknüpfung an den Effektenbegriff des Börsengesetzes stellt nämlich sicher, dass auch ausländische Effekten vom E-BEG erfasst werden.

Die EBK regt an, Art. 4 E-BEG zu streichen. Dafür wäre Art. 6 E-BEG um einen neuen Buchstaben a (jetziger Bst. a wird zu Bst. b. usw.) zu ergänzen, welcher lauten könnte:

[In diesem Gesetz gelten als:]

- a. Bucheffekte: eine nach Art. 7 hinterlegte und einem Effektenkonto gutgeschriebene Effekte im Sinne des Börsengesetzes.



Da mit einer Bucheffekte ein neues Vermögensrecht sui generis geschaffen wird, ist dessen Drittwirkung in Art. 4 Abs. 1 Bst. b E-BEG zutreffenderweise umschrieben worden. Bei Streichung von Art. 4 E-BEG ist deshalb die erga omnes-Wirkung der Bucheffekte an anderer Stelle zu erwähnen.

Da es sich bei der Wirkung erga omnes um eine fundamentale Wirkung der Bucheffekte handelt, beantragt die EBK eine gegenüber dem jetzigen Zustand prominenterere Hervorhebung als neuen Art. 10a E-BEG (Wirkung):

**Art. 10a Wirkung**

Durch die Bucheffekte entsteht ein Recht, welches der Verwahrungsstelle und jedem Dritten gegenüber wirksam ist. Insbesondere ist die Bucheffekte dem Zugriff der weiteren Gläubiger der Verwahrungsstelle entzogen.

#### **4. Nutzungsrecht und Weiterverpfändung: Formvorschriften (Kundenschutz)**

(Art. 14, Art. 15 u. Art. 22 E-BEG)

Nach Art. 14 E-BEG kann der Kontoinhaber der Verwahrungsstelle das Recht einräumen, über seine Bucheffekten auf eigene Rechnung und im eigenen Namen zu verfügen (Wertschriftenverleih). Diese Ermächtigung muss allerdings schriftlich erteilt werden und darf nicht in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen enthalten sein. Art. 15 E-BEG lässt demgegenüber für die Erlaubnis der Weiterverpfändung Schriftlichkeit genügen. Das Recht zur Weiterverpfändung kann der Verwahrungsstelle mithin durch Annahme (bloss) der Allgemeinen Geschäftsbedingungen erteilt werden. Dies, obwohl die Weiterverpfändung ebenso weitreichende Folgen hat wie der eingangs erwähnte Wertschriftenverleih. Nach Art. 22 Abs. 2 E-BEG wiederum wird ein Pfandrecht zugunsten der Verwahrungsstelle bestellt (und ist Dritten gegenüber wirksam) „mit dem Abschluss einer schriftlichen Vereinbarung mit dem Kontoinhaber.“

#### *Änderungsantrag zu Art. 14, Art. 15 und Art. 22 E-BEG:*

Die EBK sieht in den unterschiedlichen Formvorschriften von Art. 14, Art. 15 und Art. 22 E-BEG für wirtschaftlich vergleichbare Geschäfte einen Wertungswiderspruch. Sie beantragt deshalb eine Vereinheitlichung der Formvorschriften dergestalt, dass für sämtliche dieser Geschäfte eine schriftliche Vereinbarung ausserhalb der AGB zu verlangen ist.

#### **5. Insolvenzrechtliche Bestimmungen**

##### **a) Absonderung nach E-BEG**

(Art. 17 E-BEG; Art. 37d BankG)

Die Absonderung macht nur im Rahmen einer Generalexekution Sinn. Wie die analoge Bestimmung von Art. 37d BankG, die in Bezug auf die Bucheffekten durch Art. 17 und 18 E-BEG abgelöst wird, soll daher der Absonderungsfall eintreten lediglich im Konkurs einer Verwahrungsstelle oder bei anderen in- oder ausländischen Zwangsliquidationsverfahren im Sinne einer Generalexekution gegen eine Verwahrungsstelle. Sowohl in einem (nicht erwähnten) Sanierungsverfahren als auch in einem zwar erwähnten, aber nach Art. 25 Abs. 3 BankG bei Banken und Effektenhändlern ausgeschlossenen Nachlassverfahren bleiben die Ansprüche der Depotinhaber an ihren Effekten unverändert. Gleiches gilt auch im Falle der Liquidation, die nach gesellschaftsrechtlichen Regeln



erfolgt und wo von den Eignern gewählte Liquidatoren - und nicht eine Behörde oder ein von dieser eingesetzter Beauftragter - im Rahmen der Liquidationshandlungen die Ansprüche der Berechtigten erfüllen. Ebenso ist in Absatz 4 (neu 5) auf den nicht näher definierten Sammelbegriff „Insolvenzverfahren“ zu verzichten. Entsprechend ist in Absatz 1 und Absatz 4 (neu 5) der Absonderungsfall sachgerecht zu begrenzen auf den Konkurs einer Verwahrungsstelle oder auf andere in- oder ausländische Zwangsvollstreckungsverfahren im Sinne einer Generalexécution gegen eine Verwahrungsstelle.

Zusätzlich zu regeln ist in einem neuen Absatz 3 E-BEG der Fall, dass Bucheffekten von der konkursiten Verwahrungsstelle bei einer Drittverwahrungsstelle aufbewahrt werden. Hier kann der Absonderung das Rückbehaltsrecht der Drittverwahrungsstelle entgegenstehen. Analog der heutigen Regelung in Art. 37d Abs. 3 BankG hat die Konkursverwaltung respektive der Konkursliquidator die mit der Verwahrung zusammenhängenden Kosten der Drittverwahrungsstelle aus der Konkursmasse zu bezahlen (Massaverpflichtungen), um dadurch die rasche Aussonderung überhaupt zu ermöglichen.

Absatz 6 (bisher Absatz 5) von Art. 17 E-BEG ist der kürzeren Formulierung des sinngemäss übereinstimmenden Art. 27 Abs. 3 BankG anzupassen. Die Vorschrift bleibt jedoch notwendig, da vom E-BEG auch dem Bankengesetz nicht unterstellte Institute erfasst sein werden (Postfinance, SNB, kontoführende Fondsleitungen).

In Art. 17 E-BEG werden nebeneinander die Begriffe „Drittverwahrungsstelle“ sowie „andere Verwahrungsstelle“ verwendet. Dies ist verwirrend. Es sollte einheitlich der Begriff „Drittverwahrungsstelle“ verwendet werden.

#### Änderungsantrag zu Art. 17 E-BEG (Absonderung):

<sup>1</sup> In einem Zwangsliquidationsverfahren im Sinne einer Generalexécution über eine Verwahrungsstelle sondert der Liquidator im Umfang der Effekto Guthaben der Kunden dieser Verwahrungsstelle von Amtes wegen ab:

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

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

<sup>3</sup> Der Liquidator einer Verwahrungsstelle muss deren Verpflichtungen gegenüber einer Drittverwahrungsstelle im Sinne von Artikel 8 aus der Verwahrung von Bucheffekten oder aus Vorleistungen der Drittverwahrungsstelle für den Erwerb von Bucheffekten erfüllen (Massaverpflichtungen).

<sup>49</sup> Für jeden Kontoinhaber erfolgt die Absonderung durch Übertragung der Bucheffekten und der Ansprüche auf Lieferung von Bucheffekten auf die vom Kontoinhaber genannte Verwahrungsstelle oder durch Lieferung von Wertpapieren an den Kontoinhaber. Die Ansprüche der Verwahrungsstelle nach Artikel 13 bleiben vorbehalten.

<sup>54</sup> Wird über eine Drittverwahrungsstelle im Sinne von Artikel 8 ein Zwangsliquidationsverfahren im Sinne einer Generalexécution eröffnet, so hat die Verwahrungsstelle für ihre Kontoinhaber die Absonderung geltend zu machen.

<sup>66</sup> Die rechtliche Verbindlichkeit im Voraus geschlossener Aufrechnungsvereinbarungen (close-out-netting) bleibt von Massnahmen nach diesem Artikel unberührt.



**b) Verhältnis der Absonderungsvorschriften nach E-BEG und BankG**  
(Art. 17 u. 18 E-BEG; Art. 37d BankG)

Die Absonderung in Art. 17 E-BEG mit der Regelung des Unterbestandes in Art. 18 E-BEG entspricht inhaltlich der Regelung von Art. 37d BankG, jedoch begrenzt auf Bucheffekten. Der Detaillierungsgrad ist jedoch höher und die Formulierung schafft mit der vorgesehenen Kaskade bis hinunter zum Ersatzanspruch im Falle des Unterbestandes im Verhältnis zu Art. 37d BankG grössere Klarheit und Rechtssicherheit. Es macht zudem keinen Sinn, dass in einem Bankenkursverfahren, dem praktisch ausschliesslich denkbaren Anwendungsfall dieser Bestimmungen des E-BEG, zwei unterschiedliche Regelungen zum gleichen Thema in unterschiedlichen Gesetzen zur Anwendung gelangen. Die EBK schlägt deshalb vor zu prüfen, ob bei dieser Gelegenheit Art. 37d BankG mit Art. 17 und 18 E-BEG harmonisiert werden und für alle Depotwerte nach Art. 16 BankG der Einfachheit halber auf die Bestimmungen des E-BEG verwiesen werden könnte.

Die Absonderung hat ein sehr starkes zivilrechtliches Element, weshalb es auch aus diesem Grund naheliegend wäre, dass deren Regelung im E-BEG erfolgt und in Art. 37d BankG nur noch auf die Anwendbarkeit jener Bestimmungen auch für alle übrigen Depotwerte nach Art. 16 BankG verwiesen würde.

*Änderungsantrag zu Art. 37d Bankengesetz (Behandlung der Depotwerte) (den gesamten Artikel ersetzen durch):*

Depotwerte gemäss Artikel 16 werden nach dem Artikel 17 Absatz 1 bis 3 Bucheffektengesetz abgesondert. Im Falle eines Unterbestandes findet Artikel 18 Bucheffektengesetz Anwendung.

**c) Verwertung**  
(Art. 25 E-BEG)

Die freihändige Verwertung soll bei jeder Art von Zwangsvollstreckungsmassnahmen und ähnlichen Anordnungen und nicht „nur“ bei der in Absatz 2 konkret aufgeführten Auswahl von Verfahren möglich bleiben. Entsprechend ist Absatz 2 so zu formulieren, dass die Möglichkeit der freihändigen Verwertung auch bei allen weniger einschneidenden Massnahmen als dem Konkurs bestehen bleibt.

In Absatz 6 sollte die Haftung des Sicherungsnehmers im Falle der vertragswidrigen freihändigen Verwertung, die entgegen der Vermutung in der vorgeschlagenen Formulierung sonst nirgends erwähnt wird, entsprechend den Ausführungen im Bericht klar formuliert werden.

Soweit keine Vereinbarung über eine freihändige Verwertung besteht, erfolgt die Verwertung der Bucheffekten wie jene aller anderen Vermögenswerte im Rahmen des Konkursverfahrens nach den allgemeinen Bestimmungen über die Verwertung von Konkursaktiven und im Rahmen einer Singularexekution (Pfändung oder Pfandverwertung) nach den für das jeweilige Verfahren anwendbaren Bestimmungen. Eine Spezialregelung für die Zwangsverwertung von Bucheffekten ist nicht nur unnötig, sondern auch systemfremd und würde zu zusätzlichen Abgrenzungsproblemen führen. Absatz 7 ist daher ersatzlos zu streichen.



**Änderungsantrag zu Art. 25 E-BEG (Verwertung):**

**Art. 25 Freihändige Verwertung**

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

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

<sup>2</sup> Diese Befugnis bleibt auch in einem Zwangsvollstreckungsverfahren sowie bei der Anordnung von Sanierungs- oder Schutzmassnahmen jeglicher Art bestehen.

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

<sup>4</sup> Der Sicherungsnehmer ist zur Abrechnung verpflichtet und hat dem Sicherungsgeber einen Überschuss herauszugeben.

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

<sup>6</sup> Der Sicherungsnehmer, der zur Verwertung von Bucheffekten schreitet, ohne dass die Voraussetzungen dafür vorliegen, haftet gegenüber dem Sicherungsgeber für den daraus entstandenen Schaden.

<sup>7</sup> Bucheffekten, die nicht an einem repräsentativen Markt gehandelt werden, kann der Sicherungsnehmer nach den Vorschriften der Artikel 151–158 des Bundesgesetzes vom 11. April 1889 über Schuldbetreibung und Konkurs verwerten.

**d) Paulianische Anfechtung**

(Ziff. 4 Anh. E-BEG: E-Art. 287 Abs. 3 SchKG)

Anfechtbar nach dem bestehenden Art. 287 SchKG sind einzig Sicherungsabreden, die in Kenntnis der Überschuldung nachträglich für eine bereits bestehende Verpflichtung eingegangen werden. Die Anfechtung ist hingegen ausdrücklich ausgeschlossen, wenn für eine neue Verpflichtung eine Sicherheit vereinbart wird, aber insbesondere auch, wenn bereits die rechtliche Verpflichtung zur Sicherstellung besteht, die nachträgliche Verfügung (Sicherstellungshandlung) aber erst in der Verdachtsperiode erfolgt.

Mit der aktuellen Regelung ist daher bereits sichergestellt, dass die Sicherheiten - ohne den Anfechtungstatbestand der heutigen Fassung von Art. 287 SchKG zu erfüllen - bei Wertverlust aufgestockt oder nachträglich ausgetauscht werden können, wenn dies im Rahmen der Verpflichtung so vereinbart wurde. Entgegen den Ausführungen im Bericht ergibt sich bereits aus dem unzweideutigen Gesetzestext, dass nicht auf die tatsächliche Hingabe der Sicherheit (worunter auch deren Aufstockung oder Austausch zu zählen sind) abgestellt wird, sondern auf den (vorgängigen) Zeitpunkt der entsprechenden Verpflichtung dazu.<sup>1</sup>

Die geplante Formulierung des neuen Absatzes 3 würde hingegen darüber hinausgehen und nach ihrem Wortlaut auch eine nachträgliche Vereinbarung über eine (zusätzliche) Sicherstellung *in Kenntnis der Überschuldung* ermöglichen. Dadurch könnte jede Anfechtung nach Art. 287 SchKG über die Sicherstellung durch Effekten und ähnlichen Finanzinstrumenten umgangen werden. Dies kann nicht die Absicht gewesen sein. Diese Gründe würden es an sich nahe legen, auf den geplanten Absatz 3 von Art. 287 SchKG ersatzlos zu verzichten.

<sup>1</sup> Vgl. Abs. 1 Ziff. 1 von Art. 287 SchKG; vgl. auch Adrian Staehelin, Basler Kommentar, N 7 f. zu Art. 287 SchKG sowie BGE 62 III 65, BGE 71 III 89 und BGE 74 III 50.



**Änderungsantrag zu Ziff. 4 Anhang E-BEG (Paulianische Anfechtung):**

Auf den geplanten Absatz 3 von Art. 287 SchKG könnte verzichtet werden. Soweit im Rahmen der Klärung insbesondere im internationalen Verhältnis an einer Ausformulierung der bereits heute geltenden Rechtslage festgehalten wird, sollte die Bestimmung dergestalt abgefasst werden, dass keine ungewollte Umgehungsmöglichkeit geschaffen wird.

Vorgeschlagene Variante zu Abs. 3 von Art. 287 SchKG:

<sup>8</sup> Die Anfechtung nach Abs. 1 Ziff. 1 ist insbesondere ausgeschlossen, wenn sich der Schuldner bereits früher verpflichtet hat, als Sicherheit bestellte Effekten, Bucheffekten oder andere an einem repräsentativen Markt gehandelte Finanzinstrumente:

1. bei Änderungen im Wert aufzustocken; oder
2. durch eine Sicherheit gleichen Werts zu ersetzen.

**e) Weiterverpfändung**

(Ziff. 5 Anh. E-BEG: E-Art. 17 Abs. 3 BankG; Art. 33 BankV)

Art. 15 E-BEG regelt die Weiterverpfändung der der Bank als Pfand übertragenen oder dieser sicherungsübereigneten Bucheffekten, wobei im Gegensatz zu Art. 17 BankG die Formvorschriften auf die Schriftlichkeit reduziert und auf eine betragsmässige Begrenzung verzichtet wird. Diese lex specialis geht Art. 17 BankG vor.

Die Weiterverpfändung von Bucheffekten ist jedoch ein Hauptanwendungsfall von Art. 17 BankG. Der Schutzzweck von Art. 17 BankG, der im Zuge der Bankenkrise der 1930er Jahre eingefügt wurde, ist denn auch hauptsächlich auf die Weiterverpfändung von Bucheffekten ausgerichtet.

Zudem handelt es sich bei Art. 17 BankG um eine aufsichtsrechtliche Norm, die im Falle der Weiterverpfändung nur bei Bösgläubigkeit des Pfandgläubigers zivilrechtliche Wirkungen entfalten kann. Wenn aber der Hauptanwendungsfall der Bucheffekten neu einer Spezialregelung unterliegt, ist der aufsichtsrechtliche Nutzen von Art. 17 BankG nur noch gering.

Dem Schutzbedürfnis der nicht von Art. 15 E-BEG erfassten Faustpfänder (insbesondere verpfändete respektive heute fast ausschliesslich sicherungsübereignete Schuldbriefe) ist mit dem Zustimmungserfordernis von Art. 887 ZGB genüge getan. Art. 17 BankG und Art. 33 BankV können daher ersatzlos aufgehoben werden.

**Änderungsantrag zu Art. 17 BankG sowie Art. 33 BankV (Weiterverpfändung):**

Anstelle der Einschränkung des Geltungsbereichs mit dem vorgeschlagenen neuen Art. 17 Abs. 3 BankG sind der bestehende Art. 17 BankG sowie Art. 33 BankV vollständig aufzuheben.

Mit freundlichen Grüssen

**EIDG. BANKENKOMMISSION**

  
Dr. Kurt Hauri  
Präsident

  
Daniel Zuberbühler  
Direktor

FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE  
www.fmlc.org

Telephone: (+44) (0)20 7601 3918  
Facsimile: (+44) (0)20 7601 3865  
Email: [fmlc@bankofengland.co.uk](mailto:fmlc@bankofengland.co.uk)

c/o BANK OF ENGLAND  
Threadneedle Street  
London  
EC2R 8AH

7 March 2005

Rechtsdienst

11. März 2005

Hans Kuhn  
Director of the Swiss National Bank  
Head of the Legal Service  
Eidg. Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern  
Switzerland

Dear Dr Kuhn

Thank you very much for your consultation paper on the custody and transfer of indirectly held securities. We have read the draft Act and would like to congratulate the Federal Ministry of Finance its work. This project confirms the FMLC's view that there is need for improvement in the legal framework of the international securities markets. The draft appears to us to be commendably consistent with the principles reflected in international reform measures affecting both custody and collateral.

Only two general comments were raised by our working group on investment securities:

1. The draft legislation refers to a simple transfer of securities as if it were the paradigmatic case of a disposition of an interest in securities. (See, for example, Article 21) However, in the opinion of our working group, the core case is rather a transferor instructing the intermediary who holds the relevant account simply to dispose of his interest – a general instruction to sell – without there being any direct relationship with the transferee.
2. The draft contains some material relating to the intermediary's duties, and some material relating to the realisation of security. Is it safe to assume there are also existing or proposed regimes dealing more fully with custodians' duties and the substantive law of taking security?

A list of comments on the detail of the draft is annexed to this letter, for your consideration.

We would particularly like to mention that we found the English version both clear and readable.

Yours sincerely



Dr Joanna Perkins  
Secretary

## Comments on Specific Articles of the draft Act on Custody and Transfer of Indirectly-Held Securities

Article 2. The wholesale exclusion of segregated arrangements may create a fragmented regime. An alternative would be simply to disapply provisions inappropriate to segregated arrangements.

Article 5. In the UK at least, fund managers act often act as agents and not custodians. Perhaps the term "depository" should also be defined functionally, i.e. by reference also to the function of holding client securities, in order to avoid imposing burdens on intermediaries who are not custodians.

Article 6.b. Perhaps the addition of words in the first line should be considered, so that it reads: "in whose name or on whose behalf...". It is customary for fund clients to be identified by a code and not by name, at least in London.

Article 7. Article 7.1 seems to preclude sub-custody because it does not permit a depository to hold intermediary-held securities. However, sub-custody is contemplated in Article 8.

Article 8.1 is more permissive than is customary in London, where sub-delegation is generally agreed to.

Article 9. This relates to corporate finance, and goes beyond the scope of, for example, the UK proposals. Article 9.3 may be onerous for the depository; conversions often result in fractional entitlements, which are often converted to cash and distributed in cash.

Article 10. 10.1.a. the reference should perhaps be to "the depository" and not "a depository". Article 10.1.b may be onerous for the depository because Article 9.2. imposes an obligation on the issuer; the depository may therefore be made liable for the issuer's default.

Article 11.3. This may be onerous for the depository if the shortfall is not attributable to its fault.

Article 12.2. Perhaps reference should also be made to Article 13.

Article 13. An intermediary enforcing security would wish to have a power of sale as well as a right to retain and foreclose.

Article 15. The term "sub-pledge" suggests a interest less than a first security interest; I doubt that this is intended. In 15.2, it is not clear which debt is referred to in the phrase "when the secured debt has matured." 15.3, Does this need to be developed to address concerns about insolvency displacement and priorities associated with the exercise of right of use? The FCD provides a good model.

Article 16. Perhaps the obligation to provide statements at any time should be limited to reasonable intervals, or subject to reasonable charges.

Article 17. 17.1.c may be too limited; perhaps it should be extended to any rights in respect of securities held for clients. 17.2. Perhaps this should be limited to the extent of clients' entitlements to avoid a windfall at the expense of general creditors.

Article 18. This will be hard on the depository and/or its creditors if the shortfall is due to clients' fault and not that of the depository.

Chapter 4. It may be helpful to confirm that no formalities are required, to permit informal dispositions including the informal creation of security.

Article 20. This should be limited to the valid and apparently authorised instructions of the client.

Articles 23 and 24. Provisions for debit reversal and credit reversal, may possibly lead to irreconciliations.

Article 23. Is there a power for the depository to reverse erroneous entries? This Article may be incompatible with Article 20 as currently drafted.

Article 25. in Article 25.1, it may be helpful expressly to permit close out netting also.

Article 26. The interaction with Article 23 should be considered.

Article 27. The interaction with Article 26 should be considered. Upper tier and lower tier priorities should be considered.

Article 28. Article 28.2 and 28.3.a have differing provisions, but may both apply to some sub-custodial arrangements. Article 28.4 should perhaps read "as between the parties to them".



Faculté de droit

Le Doyen : Denis Tappy

BFSH1

CH-1015 Lausanne

Email : doyen.droit@unil.ch

Tél : 4121-692 27 40

Fax : 4121-692 27 45

Réf. 03/2005/J

Eidg. Finanzverwaltung	
+	- 4. März 2005 +
Reg.-Nr.	

Eidg. Finanzverwaltung

Rechtsdienst

Bundesgasse 3

3003 Bern

Lausanne, le 2 mars 2005

**Concerne : Projet de loi fédérale sur les titres intermédiés**

Mesdames, Messieurs,

Avec deux jours de retard sur le délai imparti, dont je vous prie de m'excuser, j'ai l'honneur de vous transmettre ci-joint les déterminations de la Faculté de droit de l'Université de Lausanne, préparées par les professeurs Denis Piotet, professeur de droit civil, et P.A. Oberson, professeur de droit commercial, sur l'objet cité en exergue.

Veillez agréer, Mesdames, Messieurs, mes salutations distinguées.

Denis Tappy, Doyen

Annexe : ment.

# PROJET DE LOI FÉDÉRALE SUR LES TITRES INTERMÉDIÉS

## PROCÉDURE DE CONSULTATION

### *Introduction*

La Faculté de droit de Lausanne a été invitée à se déterminer dans le cadre de la procédure de consultation sur le projet de loi fédérale sur les titres intermédiés.

Ce projet appelle quelques commentaires et réflexions qui seront développés ci-après en quatre points principaux, suivis d'une conclusion :

- A- Remarques générales sur l'opportunité d'une loi fédérale sur les titres intermédiés ;
- B- Les aspects touchant au droit de papiers-valeurs ;
- C- Les modifications du code des obligations ;
- D- Les aspects touchant aux droits réels et au Code civil ;
- E- Conclusions

A titre liminaire, il nous sera toutefois permis de relever ici que, probablement pour la première fois de l'histoire de la Confédération, l'avant-projet qui est mis en consultation (informelle) n'est disponible qu'en allemand. Certes, le juriste romand comprend en principe la langue de Goethe ; il n'en reste pas moins que ceci constitue un coup de poignard non négligeable pour la cohésion nationale. Il s'agit que ce cas reste une – malheureuse – exception.

---

### **A. Remarques générales sur l'opportunité d'une loi fédérale sur les titres intermédiés**

L'avant projet mis en consultation fait suite au projet du Prof. Von der Crone et de l'ASB (*Wertpapierverwahrungsgesetz*) dont il reprend les grandes lignes tout en apportant des éléments nouveaux dans un certain nombre de domaines.

Ainsi, l'avant-projet entend tout d'abord englober dans une seule loi non seulement le régime juridique applicable au transfert des titres intermédiés ; il entend aussi regrouper la matière en un seul texte, qu'elle touche au type de transfert (propriété, gages) ou encore aux divers titres en tant que tels (dépôts collectifs, certificats globaux ou encore droits-valeurs).

Un des éléments importants du projet est aussi de prévoir que le texte sera applicable à la très grande majorité des intermédiaires financiers ; cette approche est assurément convaincante dans la mesure où elle évite une dispersion des sources et la persistance d'exceptions dues à de prétendues « situations particulières ». Il y a là une volonté claire de soumettre tous les acteurs à un régime unique, ce qui est certainement une bonne chose.

Cet avant-projet tient également compte du fait que les titres détenus ne sont pas tous – et de loin – suisses. Dans cette mesure, il propose la ratification de la Convention de la Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus par des intermédiaires financiers, complétant ainsi la LDIP qui ne contient rien à ce propos.

Toujours dans une perspective internationale, l'avant-projet semble aussi tenir compte de l'état actuel d'avancement des travaux Unidroit ; sur ce point on relèvera qu'il s'agit sur le principe

d'une idée qui doit être saluée ; toutefois au regard de l'avancement des travaux Unidroit, peut-être que la mise en œuvre de cette idée est prématurée.

Enfin, il convient de remarquer que si les travaux Unidroit avancent, c'est aussi le cas de travaux de l'UE, notamment en matière de Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne<sup>1</sup> ; or de cet aspect, il ne semble pas vraiment être tenu compte.

Il n'en reste pas moins que l'avant-projet soumis à consultation traite d'un aspect important de la problématique des titres intermédiés en leur donnant un statut particulier. Cette problématique, souvent évoquée, n'avait jamais reçu de réponse claire. Si l'on peut discuter certains éléments des solutions choisies, il n'en reste pas moins que le point de vue adopté consistant à dire que les titres intermédiés ne peuvent pas, par leur nature, être soumis aux mêmes règles que les papiers-valeurs traditionnels est certainement juste. De même l'optique retenue de ne soumettre à ce régime juridique que les titres circulant dans un système d'intermédiation est elle aussi séduisante et présente l'avantage d'être claire.

Ensuite, de longue date maintenant, il n'est plus contesté que la situation de fait actuelle – où les titres intermédiés existent en marge de la loi – doit être réglementée. Cet avant-projet constitue en ce sens une réponse, certainement perfectible, à une situation juridique incertaine qui ne peut plus perdurer.

## **B. Les aspects touchant au droit des papiers-valeurs en général**

a) La première observation qu'il s'agit ici d'effectuer porte sur le fait que l'avant-projet mis en consultation porte principalement sur trois axes, dont deux touchent directement les papiers-valeurs.

Le premier de ces axes, comme exposé plus haut, tend principalement à trouver une solution légale satisfaisante pour la conservation des titres intermédiés.

Par ailleurs, l'avant-projet traite formellement des titres intermédiés et des droits-valeurs.

En ce qui concerne les titres intermédiés, le texte légal donne une définition satisfaisante de ce qu'ils sont.

Cette définition est tout d'abord négative à lecture de l'art. 2 al. 2 LTI.

C'est en effet avec raison de notre point de vue que sont exclus du champ d'application de la loi la conservation des papiers-valeurs "standard" au sens de l'art. 2 al. 2 lit. a et b LTI.

On regrettera la réserve de la lettre c de la même disposition ; en effet, cette dernière permettra à certains intermédiaires de se soustraire au champ d'application de la loi. Il aurait été assurément plus opportun de dire que tout intermédiaire est soumis à dite législation.

La définition est ensuite positive à lecture de l'art. 4 LTI, puisque la loi vise toutes créances ou droits sociaux fongibles à l'encontre d'un émetteur portés au crédit d'un compte titre notamment.

---

<sup>1</sup> Commission des Communautés Européennes, COM (2004) 312 final : « Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne – Un plan pour avancer ».

En ce qui concerne la systématique légale, il nous semble également juste d'avoir prévu d'ancrer les nouvelles notions relatives aux papiers-valeurs, savoir les papiers-valeurs en dépôt collectif, les certificats globaux et les droits-valeurs aux art. 973a à 973c nouveaux du Code des obligations.

Ceci apporte un avantage de clarté dès lors que la LTI traite, de cette manière, principalement de la conservation des titres, de leur éventuelle conversion, de leur extinction et de leur livraison, laissant au CO la réglementation en matière de papiers-valeurs. Ce souci de cohérence des sources doit, tant il vrai que cela devient rare, être approuvé.

#### **b) Nouvelles notions ?**

Il nous paraît clair que la notion de certificat global au sens de l'art. 933b du CO, notion reprise bien entendu dans la LTI, n'est pas réellement nouvelle.

Les papiers-valeurs constatant la qualité de propriétaire d'un seul sur plusieurs titres analogues existent déjà en droit de la société anonyme.

A cet égard, l'art. 973b CO ne fait, en réalité, qu'étendre cette notion à d'autres titres que ceux émis pour une SA.

La même remarque peut être faite pour les papiers-valeurs en dépôt collectif au sens de l'art. 973a du Code des obligations.

La réelle nouveauté est en réalité celle de l'introduction, à l'art. 973c CO, de la notion de "droit-valeur".

Dans ce cadre, le droit n'est plus matérialisé dans un titre. Ceci s'inscrit à l'évidence comme une rupture complète du système connu en droit suisse, selon lequel le papier-valeur, au sens de l'art. 965 CO, présuppose fondamentalement l'incorporation du droit dans un support matériel, lequel est une chose mobilière.

Cette notion, déjà connue à l'art. 2 *lit.* a LBVM est donc reprise et codifiée dans la LTI et l'art. 973c CO. Avec raison, l'avant-projet retient un régime particulier pour ces droits-valeurs, admettant ainsi implicitement qu'il ne s'agit plus à proprement parler de papiers-valeurs au sens de l'art. 965 CO notamment.

Bien que cette question mérite un examen plus approfondi, il est probable que le droit-valeur soit en réalité beaucoup plus proche d'un droit contractuel.

En ce sens, la transmission de ce droit totalement abstrait de tout titre de base exclut de fait l'application des règles générales applicables aux droits réels. A cet égard, la LTI en tient compte, en ne prévoyant la transmission de ces droits-valeurs que sous la seule forme de la cession à forme des art. 164 et ss CO.

#### **c) Modification du régime de copropriété ?**

Il convient de remarquer que, pour les titres intermédiés détenus par une institution de dépôt, le détenteur / investisseur obtient en réalité un droit de copropriété, vraisemblablement fondé sur l'art. 727 CC, qui porte sur chaque titre et non pas sur l'ensemble des titres.

De cette constatation découle le fait que, comme le retient le Message, la copropriété ici envisagée présente deux caractéristiques particulières : elle est d'une part labile et, d'autre part, modifiée.

Il convient en effet d'admettre que le client, dans le cadre d'un dépôt collectif n'est normalement pas intéressé par les rapports qu'il entretient avec les autres copropriétaires. Il doit être admis, ce que font notamment les art. 20 et ss LTI, que le propriétaire des titres peut disposer de sa part de copropriété sans avoir besoin de l'accord des autres propriétaires et, apparemment, sans pouvoir provoquer la dissolution de la copropriété.

En réalité, le régime précité se fonde bien plus sur l'art. 484 CO dérogeant ainsi aux art. 650 et 651 CC.

De fait, il nous semble raisonnable d'admettre que nous avons ici à faire à un nouveau type de copropriété *sui generis*.

Est-ce pour autant choquant ?

Il est permis d'en douter. Certes, il ne s'agit pas de justifier de la validité de la proposition au seul motif qu'elle correspond à la pratique actuellement en place.

Il convient toutefois de remarquer que la position du client titulaire déposant n'est guère affectée par la LTI. Son droit de disposition sur ses avoirs reste intact. Le droit de distraction du titulaire des titres est garanti par l'art. 17 LTI.

En d'autres termes, la position du titulaire des droits est très largement analogue à celle qui est connue dans le cadre du contrat de dépôt ; elle est même, mais à certains égards seulement, meilleure.

On notera d'ailleurs que l'art. 7 al. 2 LTI précise que la création d'un titre intermédiaire ne modifie pas les droits de l'investisseur à l'égard de l'émetteur.

De notre point de vue, la principale critique qui doit être apportée à la LTI porte sur le fait que l'investisseur semble, à tout le moins à première vue, peu protégé contre la volonté propre de l'émetteur, notamment à lecture de l'art. 9 LTI.

Il est toutefois vrai que la LTI, sur ce plan, ne fait que codifier la majorité des clauses que l'on retrouve usuellement incorporées, par exemple, dans le règlement d'un fond de placement ou d'un emprunt obligataire. Les seuls droits contractuels de l'investisseur se retrouvent donc codifiés, ce qui est une bonne chose. En outre, comme nous l'avons vu sous lettre A supra, le renvoi aux dispositions de droit international, notamment la Convention de la Haye, permet de fournir un cadre légal à une action d'un investisseur ; il y a assurément, de manière générale, un renforcement de sa position.

### **C. Les modifications du code des obligations.**

Le projet envisage l'adaptation de certaines dispositions du Code des obligations pour les faire correspondre à la loi fédérale ; la création de nouvelles normes est aussi envisagée.

#### *a) L'adaptation du droit de la SA*

Les premières dispositions dont la modification est envisagée sont les articles relatifs aux actions de la société anonymes.

- L'introduction d'une nouvelle phrase à l'art. 622 al. 1 CO, n'appelle pas de commentaires particuliers ; il semble en effet normal de renvoyer à la loi fédérale, d'une part et de rappeler dès l'art. 622 CO que les actions sont en principe nominatives (*recte* à ordre) ou au porteur. En outre l'introduction de cette phrase indique clairement que l'émission des actions peut intervenir autrement que sous forme d'émission papier. Le code correspondra ainsi à une pratique déjà bien ancrée dans les faits.

Tout au plus regrettera-t-on que l'on ne saisisse pas l'occasion de cette refonte pour adapter le terme d'action nominative à la réalité de sa nature juridique en indiquant que les actions sont créées à ordre ou au porteur

- La précision de l'art 627 ch. 14 (nouveau) CO est elle aussi logique ; en effet toute modification de la nature des actions devant être inscrite dans les statuts, il semble heureux de préciser la loi sur ce point également.
- Ensuite, la suppression de la distinction entre acquisition d'actions nominatives acquises en bourse et hors bourse est également heureuse ; en effet, comme le relève le Message, cette distinction, propre au droit suisse, est injustifiable dans les transactions internationales. En outre cette exception est néfaste au principe de sécurité des transactions. Il est donc juste de prévoir un régime unique de transfert au sens de l'art. 21 LTI sans tenir compte du fait que les actions ont été acquises en bourse ou hors bourse. Dans tous les cas la situation de la SA qui veut maintenir des restrictions de transfert n'est pas affectée puisque de toute façon l'alinéa 4 de l'art. 21 LTI réserve expressément les statuts de la SA.

Il est toutefois dommage que la LTI n'envisage pas d'introduire une modification du droit de la **SàRL** ; en effet, le droit révisé de la SàRL prévoit que les parts sociales de ces sociétés seront eux aussi susceptibles d'être traités comme des papiers-valeurs ; même si l'hypothèse reste théorique on pourrait imaginer qu'une SàRL souhaite elle aussi recourir aux droits valeurs.

---

b) *Les modifications du titre XXXIII du Code des obligations.*

L'avant-projet envisage l'introduction de diverses dispositions nouvelles dans le titre XXXIII du Code des obligations, savoir les articles 973a à 973c CO.

- L'introduction de l'**art. 973a CO** semble convaincante quant à son principe. Toutefois l'alinéa 2 de cet article ne l'est pas tant il est vrai qu'il semble traiter de deux notions distinctes en un seul endroit.

Tout d'abord on peut effectivement admettre que le déposant devienne copropriétaire d'une part des titres déposés. De même on peut admettre que le déposant qui remet ses titres dans le cadre d'un dépôt collectif renonce de ce fait à une restitution des mêmes titres ; s'il souhaite une individualisation, il peut le faire valoir expressément.

Toutefois la mention du fait que sa part de copropriété porte sur « l'ensemble des titres de même genre ainsi conservés » n'est pas heureuse. La chose de genre est une notion juridique claire au sens des droits réels. On ne saurait donc admettre que le déposant acquière une part de copropriété sur l'ensemble des titres de « même genre » ainsi conservés.

Par exemple si un déposant met en dépôt 1000 actions Nestlé, il acquerra effectivement une quote-part de 1000 actions à valoir sur l'ensemble des autres actions détenues par le dépositaire, mais à condition qu'il s'agisse aussi d'actions Nestlé. On ne saurait admettre, dans notre exemple, que la quote-part vaille aussi sur des titres Novartis ou d'autres sociétés, ou encore que la quote-part porte sur d'autres types de titres, par exemple des bons de participation.

Il s'agirait bien plutôt de parler de droit de copropriété sur les titres détenus par le dépositaire relatifs au même émetteur et au même type de titres émis (actions, obligations, etc.). De notre point de vue, la réserve de l'art. 2 al. 2 LTI ne suffit pas à lever cette problématique.

A lecture de l'avant-projet ceci semble admis, il s'agirait toutefois de le préciser directement dans le Code des obligations.

- **L'article 973b CO** semble quant à lui plus cohérent ; en effet il ne fait que codifier une pratique déjà courante et qui n'est, de fait, pas à proprement parler nouvelle. On rappellera ainsi la possibilité donnée à la SA d'émettre des certificats d'actions. Le principe du regroupement n'est donc pas neuf.

Ce qui est nouveau c'est la codification de la possibilité d'avoir de tels titres globaux et de les créer cas échéant sous forme dématérialisée (973c CO). Ce qui est aussi nouveau, c'est d'admettre que la création de tels titres emportera automatiquement que les détenteurs d'actions « individuelles » qui se retrouvent englobées dans ce titre deviennent *de lege* copropriétaires du papier-valeur global.

Si le système est en soi satisfaisant sous l'angle des papiers-valeurs, on se demande en revanche, s'il n'aurait pas été assurément utile de préciser ce qu'il adviendra de ce titre dans l'hypothèse où l'un des copropriétaires veut céder ou surtout retirer sa quote-part.

On peut admettre que le cédant sera remplacé par le nouvel acquéreur dans le papier-valeur global en cas de vente. Mais qu'en est-il de l'hypothèse où l'un des copropriétaires demande la délivrance d'un papier-valeur attestant de sa qualité d'actionnaire à titre individuel ? – Doit-on admettre que la substance du titre global est automatiquement modifiée ?

- **L'article 973c CO** est lui aussi intéressant en ce sens qu'il codifie la pratique existante de dématérialisation des papiers-valeurs sous forme de droits-valeurs. A cet égard, cette innovation doit être saluée ; cet article complète en outre utilement l'art. 2 *lit.* a LBVM.

L'articulation et la teneur des alinéas 1 à 3 est satisfaisante.

En revanche, il n'en va pas de même de la teneur de l'art. 973c alinéa 4 CO. Il est pour le moins surprenant que, alors même qu'il est admis que tous les types de titres peuvent être

dématérialisés, notamment les titres à ordre, l'on ne retienne, pour la cession de ces titres, que la seule forme de la cession. L'avant-projet précise en outre ce que l'on pouvait craindre, savoir que la cession doit intervenir à forme des art. 164 ss. CO.

Il est tout à fait logique et légitime de prévoir que le transfert doit intervenir sous forme écrite. Cela étant, la limitation à la seule cession des art. 164 ss CO entraîne que les effets propres à l'endossement des papiers-valeurs à ordre disparaissent. Doit-on ainsi admettre que l'effet de garantie de l'art. 1005 al. 1 CO disparaît pour les droits-valeurs portant sur des formes de papiers-valeurs à ordre dès lors qu'ils sont traités dans un système d'intermédiation ?

Si tel devait être le cas il s'agirait de le préciser. La suppression serait en outre compréhensible dès lors que cet effet de garantie vaut pour les papiers-valeurs incorporant une créance en argent et / ou pour les effets de change au sens traditionnels. Il est en outre évident (art 2 à 4 LTI) que ce ne sont pas de tels titres qui sont visés par la loi. Mais sur ce point aussi il ne « coûterait » rien de le préciser, ce d'autant qu'il s'agit d'une modification importante par rapport au régime usuellement applicable aux titres à ordre.

#### **D. Les aspects touchant aux droits réels et au Code civil.**

##### Art. 7 al. 1 et art. 9 LTI

Ces dispositions ne sont pas coordonnées avec l'avant-projet de révision du code civil suisse touchant à la dématérialisation de la cédule hypothécaire (art. 857 de l'avant-projet de révision du CC de mars 2004). Selon ce nouveau texte, la dématérialisation du titre passe par une écriture au registre foncier, laquelle jouit de la foi publique.

Or, comme cela est arrivé autrefois (art. 876 ss CC), des cédules hypothécaires créées en nombre pourront être déposées collectivement, et le cas échéant dématérialisées selon les règles de l'avant-projet du code civil. De tels titres tomberaient sous le champ d'application de l'avant-projet de LTI, ce qui serait défavorable à la sécurité du droit et il serait contraire au système de protection de tels titres que le seul émetteur se voit confier la responsabilité d'une opération qui aura des effets de foi publique en matière de droits réels, le registre des dépôts n'ayant lui-même pas d'effet de foi publique. Il est ainsi nécessaire d'exclure les cédules hypothécaires, d'autant que ce régime particulier pourrait amener, si rien n'était touché à l'avant-projet de LTI, à des chevauchements pratiques des règles applicables qui aboutiraient à des situations inextricables : ainsi par exemple, la responsabilité objective de l'Etat serait engagée pour la question de l'existence de la créance dotée de la foi publique en se cumulant avec la responsabilité du dépositaire selon les art. 9 al. 3, 11 al. 3 et 28 du projet de la LTI.

##### Art. 9 en général

La capacité de disposer d'un droit dépend en principe de la titularité de ce droit, sauf pouvoir de disposition créé par la loi, et ne dépend en revanche pas du tout de la qualité de partie au rapport contractuel de compte. Il est ainsi indispensable de préciser à l'al. 2 que le titulaire du compte s'entend d'un titulaire de droit sur les titres, doté d'un pouvoir de disposer. D'une manière

générale, l'avant-projet passe complètement sous silence l'existence préalable de droits réels de tiers sur les titres avant qu'ils ne soient déposés collectivement ou dématérialisés.

#### Art. 9 al. 2 et 10 al. 2

Si les titres déposés sont convertis par la seule volonté de l'émetteur selon l'art. 9 al. 1, le cas échéant, contre la volonté de leur titulaire, il est fondamentalement inéquitable que dans l'hypothèse subséquente d'une demande de restitution des papiers valeurs, les frais de cette dernière soient alors à charge du titulaire. Le caractère impératif de la règle (rapport, p. 50 s.) est d'autant moins compréhensible à cet égard.

#### Art. 13

Il est nécessaire de préciser que ce droit de gage légal prend rang, et qu'il ne doit en aucun cas pouvoir primer un droit sur les titres préexistants (cf les remarques à l'art. 25 et à l'art. 27).

#### Art. 15

Cette forme de droit de disposition sur la chose d'autrui, connue aussi dans le code civil, pose le problème de l'existence d'autres droits réels sur les titres visés. Il faut ainsi élargir l'autorisation écrite à tout titulaire de droit préexistant sur les titres, et pas seulement au seul "titulaire du compte".

En effet, si le "titulaire du compte" est l'usufruitier des titres, il ne peut valablement souscrire à leur disposition par le dépositaire sans l'accord du propriétaire. L'avant-projet confond ici de façon malheureuse la question des relations contractuelles touchant au dépôt des titres, et celle touchant aux droits sur ces titres, emportant un droit de disposition, qui n'est pas nécessairement lié au rapport contractuel de dépôt.

#### Art. 20 et 21

Ces dispositions omettent complètement le cas, qui n'est pas si exceptionnel, où le "titulaire du compte" n'a pas, ou pas seul, le droit de disposer des titres. Il y a là encore une confusion regrettable entre la relation contractuelle de compte et la personne ayant droit de disposition sur les valeurs.

Sur le fond, "l'acte de disposition" est conçu comme un acte "sui generis" (rapport, p. 66) entre titulaire du compte et dépositaire, ayant en outre un caractère "abstrait" entre ces personnes (rapport, p. 67 en haut). Or, la loi attache à l'acte de disposition l'efficacité du mode d'acquisition d'un tiers, soit la modalité d'un transfert entre particuliers des droits déposés (art. 21 al. 2). Il y a là toutefois un mélange entre deux institutions qui devraient être soigneusement distinguées : les rapports de compte entre titulaires et dépositaires, et notamment les extournes y relatives, d'une part, et le transfert efficace à l'avantage d'un tiers d'un droit jusque-là déposé sur le compte du titulaire.

S'il s'agit de titres constitués en papiers valeurs, en parts de copropriété sur de tels papiers valeurs, ou encore en des certificats globaux, leur transfert à titre particulier s'opère non

seulement moyennant un acte de disposition, mais encore, de plus, par l'existence d'un titre valable : l'avant-projet d'ailleurs ne s'écarte nullement de ces règles traditionnelles, puisqu'il indique bien en passant (rapport, p. 79) qu'un tel transfert n'est efficace que moyennant un titre valable. De surcroît, s'agissant de simples droits valeurs et d'autres créances, une partie importante de la doctrine souscrit à la nature causale de la cession de créance.

Or, si ce titre causal est invalidé, inefficace pour quelque raison que ce soit, l'acte de disposition sur le papier-valeur, certificat global ou parts de copropriété sur des papiers-valeurs selon l'art. 21 de l'avant-projet ne peut permettre à lui seul l'efficacité du transfert de propriété de titularité. Le titre reste alors en effet en titularité de l'aliénateur, et il continue donc à faire partie du dossier de titres, alors que, selon l'art. 23 de l'avant-projet de LTI, aucune extourne de ce débit ne serait concevable (cf nos remarques encore à propos de cette disposition plus bas). L'art. 23 en effet ne touche qu'à des vices de l'acte de disposition (art. 21), mais non pas à l'absence d'un titre valable ou efficace entre titulaires du compte et tiers acquéreur. Cette distorsion va affecter des titres qui, bien qu'extournés du compte, ne sont pas acquis par le tiers faute de cause valable, et doivent donc par conséquent continuer à rester dans la sphère de disposition de l'aliénateur. Cette distorsion risque d'entraîner des difficultés considérables dont sera victime le titulaire du compte, si un élargissement des cas d'extourne de l'art. 23 de l'avant-projet n'est pas réalisé.

#### Art. 21 al. 3

Cet alinéa réserve les modalités de disposition du droit de l'exécution forcée où les différentes acquisitions à titre universel (rapport, p. 69). L'exception est justifiée, parce qu'il n'y a plus de mode à respecter pour des valeurs à transférer en cas d'acquisition à titre universel; mais l'exception est mal formulée.

Le projet réserve en effet les acquisitions fondées sur le régime matrimonial, en citant la communauté de biens et certaines hypothèses de transferts légaux (rapport, p. 69). Mais il y a de nombreux cas de transferts, à titre particulier, dépendant du régime matrimonial, et c'est le cas de toutes les mutations matrimoniales passées au-delà du régime de la communauté de biens. L'avant-projet évoque aussi l'acquisition "par succession", alors qu'il est constant que le légataire acquiert à titre particulier chaque bien légué, et non à titre universel au décès comme l'héritier. D'autre part, de nombreuses situations d'acquisition à titre universel ne figurent pas dans l'exception libellée à l'al. 3 de l'art. 21, comme par exemple l'entrée d'un associé dans une société simple, où un dossier de titres constituerait un avoir social.

Il est ainsi absolument nécessaire de reformuler cette disposition en remplaçant la liste inexacte fournie après « l'exécution forcée » par toutes les situations d'acquisition à titre universel. Il est en effet aussi erroné d'omettre dans l'exception certaines acquisitions à titre universel que d'inclure des acquisitions à titre particulier dans cette même exception. Peut-être faut-il comprendre que l'avant-projet a été inspiré de façon inadéquate dans ce domaine par les art. 685b al. 4 et 685d al. 3 CO, touchant toutefois à des hypothèses distinctes de la problématique du seul mode de transfert à titre particulier.

#### Art. 22

Cette disposition est, tout autant que les art. 20 et 21, certainement malheureuse en ce qu'elle présuppose que le titulaire du compte a le droit seul de disposer des valeurs déposées. D'innombrables exemples permettent d'établir que tel n'est pas le cas.

Ainsi lorsque des titres sont remis à un créancier gagiste selon l'art. 884 CC, et que celui-ci devient titulaire alors du compte de dépôt, il n'a naturellement alors pas le droit lui-même de

réengager les mêmes valeurs sans l'accord du titulaire de ces droits (art. 887, 890 al. 2 CC). On ne voit pas pourquoi et de quelle façon un tel droit de réengager les titres existerait de par la loi dans cette hypothèse (art. 22 du projet), et cela pour la seule raison que le créancier gagiste est formellement titulaire du compte à l'égard du dépositaire.

Il se peut également que le titulaire du dépôt n'ait qu'un usufruit sur les différents titres objets de celui-ci. Un tel titulaire n'a pas non plus le droit d'aliéner, faute d'inventaire estimatif (art. 772 al. 2 CC), et à plus forte raison encore d'engager, les valeurs sans l'accord du nu-propriétaire. On ne voit pas non plus dans cette hypothèse pour quelle raison l'avant-projet conféré à l'usufruitier à un tel droit, expropriant de la sorte l'autre partie au rapport de droits réels.

### Art. 23

a) Pour les raisons exposées aux art. 20 et 21 du projet (remarques ci-dessus), cette disposition est conçue de façon trop restrictive. Elle doit également permettre l'extourne non seulement en l'absence de droit de disposition (Let.b), mais encore lorsque le titre d'aliénation est inefficace (s'agissant à tout le moins de parts de copropriété sur des papiers-valeurs ou des certificats globaux représentant des papiers-valeurs).

b) Le mécanisme de protection de la bonne foi contre la prétention à l'extourne de l'al. 4 de l'art. 23 prend faussement appui sur le système réel de la protection de l'acquéreur de bonne foi. Le destinataire de "l'acte de disposition" est certes, à titre interne, le dépositaire qui doit appliquer la mesure (art. 21 al. 1), mais il est avant tout, à titre externe, l'acquéreur d'un droit sur tout ou partie des valeurs intermédiées. Il est clairement injustifié que, lorsqu'un titulaire de compte dispose à tort des titres et valeurs (art. 23 al. 1 let. a), le véritable ayant droit perde définitivement ses droits simplement parce que le dépositaire ne pouvait pas reconnaître l'absence de droit de disposition.

En réalité, il convient de distinguer les cas où le vice est imputable à l'ayant droit, situation à laquelle la règle projetée pourrait être alors appliquée, des autres cas où le titulaire est victime d'actes illicites de tiers, où la règle appliquée est manifestement choquante. Au pire, dans ce dernier cas, on pourrait envisager que l'ayant droit n'ait qu'à supporter des frais d'opération, quitte à se retourner pour se les faire rembourser contre la personne fautive. La protection prééminente et indifférenciée du dépositaire choque ici le sentiment de la justice, si ce n'est peut-être encore la garantie institutionnelle de la propriété qui doit guider le législateur fédéral. Il faut en effet encore souligner que la victime de l'acte illicite de disposition d'un tiers n'est pas nécessairement le titulaire du compte en relation contractuelle avec le dépositaire, ce qui met encore plus en relief le caractère choquant de la norme.

c) Le droit à l'extourne s'analyse comme une prétention légale de type contractuel du titulaire du compte à l'encontre du dépositaire, même s'il n'y a pas nécessairement de relations contractuelles entre eux. Force est ainsi de constater que le délai de 5 ans de l'art. 23 al. 5 est déjà sensiblement plus court que le délai normalement applicable de 10 ans de l'art. 127 CO (applicable à ce défaut, cf rapport p. 74). Mais le délai relatif d'une année et beaucoup trop court pour la victime d'un acte de disposition d'un non-ayant droit sur les titres.

### Art. 24

Les réflexions faites sous let. c à l'art. 23 du projet, peuvent être ici répétées.

Art. 25

a) L'avant-projet consacre ici un droit à la réalisation "privée" purement légal applicable apparemment à tout bénéficiaire de sûreté réelle, soit y compris le transfert fiduciaire afin de garantie. De façon apparemment contradictoire cependant, l'alinéa 7 de la même disposition renvoie pour les mêmes sûretés aux art. 151 ss LP pour les titres non visés par la règle, alors que ces dispositions de la LP sont manifestement inapplicables aux transferts de titularité à fin de garantie.

b) Or, cette forme de réalisation privée est déjà dans la pratique actuelle (que l'on veut ici codifier, cf. rapport, p. 76) exclue chaque fois qu'existe un droit en faveur d'un tiers sur les objets à réaliser à titre privé, et que ce tiers lui-même ne consent pas à une telle forme de réalisation privée.

L'art. 25 projeté, en passant cette difficulté sous silence, va aboutir à une expropriation sans indemnité pure et simple des droits des tiers. Il suffit de s'en convaincre en prenant quelques hypothèses pratiques :

- l'établissement bancaire dépositaire entend exercer un droit de rétention selon l'art. 25 (par renvoi de l'art. 13 du projet) sur un dossier de titres soumis à l'usufruit d'un tiers. L'usufruit, plus ancien que le droit de rétention de l'art. 13 du projet, doit passer normalement avant le droit de réalisation forcée de l'art. 25, le privilège conféré par l'art. 27, comme nous le soulignerons encore, étant anticonstitutionnel et devant manifestement être abandonné dans une telle situation. Or, la vente privée qui aurait lieu dans ce cas pour exercer le droit de rétention ne permet nullement de tenir compte de l'usufruit antérieur, ni ne prévoit aucune indemnisation de l'usufruitier dépouillé de son droit.

Dans la situation inverse, où un usufruit est créé après un gage sur le dépôt, l'usufruit ne peut pas non plus disparaître dans la vente privée, faute de pouvoir déterminer s'il a réellement porté atteinte aux gages antérieurs (ce qui ne serait concevable que par une procédure de double mise à prix); et même si la vente privée pouvait dans ce cas encore avoir lieu selon l'art. 25, avec l'accord de l'usufruitier, l'excédent éventuel de la vente ne devrait pas aller au titulaire, mais bien à l'usufruitier dépouillé (al. 4).

Attenter ainsi au droit des tiers, même si les valeurs ainsi réalisées reposent sur des prix courants de marché, revient à exposer ces titulaires à perdre leur droit si l'évolution des prix ou des valeurs est à la hausse, voir même, comme on l'a vu avec les exemples qui précèdent, à perdre intrinsèquement toute valeur de leur droit. Seul un consentement exprès et formalisé serait concevable pour permettre une telle vente privée, ce que l'avant-projet n'a nullement envisagé.

c) L'art. 25 ne tient pas compte non plus d'une pluralité de créanciers gagistes sur les mêmes valeurs intermédiaires. Comme la réalisation séparée est possible même en cas de faillite ou de concordat (al. 2), la question du régime des gages constitués sur les mêmes titres, exigibles ou non encore exigibles, doit se poser lorsque le créancier gagiste subséquent entend exercer son droit selon cette disposition. Là encore, la pratique actuelle montre bien qu'en présence de plusieurs créanciers gagistes distincts sur les mêmes valeurs, les clauses de ventes privées au bénéfice de certains d'entre eux ne peuvent pas être efficaces sans que les autres adhèrent à une telle procédure. Il n'est manifestement pas compatible avec le système de l'art. 25 projeté de réaliser des titres encore grevés d'un gage antérieur non exigible, car le prix représentatif du marché n'existe alors plus, et que cette procédure perd sa raison d'être. Cette possibilité serait même extrêmement dangereuse aussi pour le constituant.

La pluralité de créanciers gagistes sur les mêmes valeurs intermédiées doit amener là aussi à exclure expressément du système de l'art. 25, faute d'accord de tous les intéressés, une procédure de réalisation selon cette disposition; à défaut, une procédure spécifique, tenant compte de tous les intérêts en cause, soit non seulement ceux du constituant et du créancier gagiste qui procèdent à la réalisation forcée, mais encore ceux des autres créanciers gagistes, est absolument indispensable.

#### Art. 26

Cette disposition, dans la ligne de la protection instituée par l'art. 935 CC s'agissant de papiers valeurs au porteur, s'écarte – à juste titre – de la protection de la bonne foi en matière de titres à ordre, mais elle introduit en droit suisse, pour toutes les valeurs sous forme de créances et de "droit valeurs" un système de protection de la bonne foi qui est entièrement inexistant en droit des obligations (sous réserve du seul cas de l'art. 18 al. 2 CO).

La bonne foi est ainsi à juste titre limitée par l'al. 1. On a introduit, également à juste titre, une exclusion de la gratuité de l'acquisition du tiers, le système du droit commun actuellement en vigueur admettant la protection de l'acquéreur de bonne foi par donation selon une très large majorité de la doctrine.

La prescription de l'al. 4 est beaucoup trop courte, même si elle réserve ici celle d'une action pénale de plus longue durée. Il faut souligner que la restitution d'un papier-valeur au porteur qui n'a pas été acquis de bonne foi n'est pas soumise à une prescription quelconque (art. 936 CC) : il serait inadéquat que, parce que la restitution du titre se voit substituer celle de fongibles de même espèce, il en résulte une forme de préjudice pour la victime qui entend demander restitution.

#### Art. 27 al. 1

Cette disposition est sans doute la plus critiquable de tout l'avant-projet. Elle viole de plein fouet la garantie constitutionnelle de la propriété.

L'al. 1, tout d'abord, consacre la priorité de rang du droit légal de rétention du dépositaire (art. 13). Le rapport justifie cette situation par le lien plus étroit entre dépositaire et titulaire qu'avec d'autres titulaires de droit sur les valeurs intermédiées : il justifie encore cette solution en disant que le droit de rétention cesse dès que le titulaire dispose des valeurs en faveur d'un tiers, ce qui permet ainsi de sauvegarder les intérêts des personnes touchées (rapport, p. 82).

Il suffit, pour prouver que l'argument du rapport est mal fondé, de considérer l'exemple suivant : le titulaire de valeurs est grevé d'usufruit ; le droit de rétention est constitué en suite de l'ouverture du dépôt. Selon l'art. 27 al. 1 du projet, l'usufruit antérieur est primé par le droit de rétention postérieur du dépositaire, de sorte que la réalisation forcée se fera sans tenir compte de ce droit. L'usufruitier est ainsi purement et simplement supprimé, sans même qu'une indemnité soit envisagée, et qui plus est, il ne peut échapper à ce risque en faisant transférer les valeurs à un tiers, puisqu'il n'a pas lui-même le droit d'en disposer. Cette situation révèle à quel point le privilège exorbitant du dépositaire viole les fondements de l'état de droit contenu à l'art. 26 Cst. F.

La règle n'est pas plus adéquate face à des gages de tiers sur les valeurs intermédiaires, autres que celui du dépositaire. Lorsque des valeurs déjà mises en gage sont déposées conformément au projet, le dépôt appartient normalement au titulaire, et non au créancier gagiste (art. 906 CC), ce qui n'enlève rien à la survivance du gage en faveur des tiers. Or, ce gage antérieur sera primé précisément par le droit de gage ou le droit de rétention postérieur du dépositaire, et cela sans que le tiers titulaire du gage préexistant ne puisse y échapper en aliénant lui-même des titres à un

tiers. En effet, le créancier gagiste antérieur ne peut lui-même disposer des valeurs, si son gage n'est pas exigible, et ne peut ainsi éteindre le droit de gage du dépositaire qui primerait le sien (art. 22 al. 2). Il y a là encore une expropriation sans indemnités d'un droit antérieur au profit du privilège du dépositaire, situation exorbitante violant grossièrement les règles fondamentales de l'état de droit, et atteignant la garantie institutionnelle de la propriété qui s'impose au législateur fédéral.

Partant ainsi de l'idée erronée que le tiers touché par le privilège de rang peut aliéner les valeurs pour s'en libérer, le projet aboutit à permettre la suppression sans indemnités de droits acquis antérieurs sur les valeurs déposées. Cette disposition doit nécessairement être entièrement reformulée, et le privilège exorbitant en faveur du dépositaire purement et simplement supprimé, car ne reposant sur aucune justification équitable et conforme aux principes généraux du droit.

#### Art. 27 al. 3

Cette disposition limite à tort le régime de la priorité dans le temps aux seuls actes de disposition faits "selon la présente loi". C'est là encore négliger l'existence de droit sur les titres intermédiés ayant été créés avant la mise en dépôt selon le projet, opération qui ne va nullement supprimer les droits acquis en faveur de tiers sur les valeurs changeant ainsi de nature. Une interprétation contraire de cet al. 3 violerait gravement la garantie constitutionnelle de la propriété privée.

#### Art. 27 al. 4

La convention de modification du rang des gages mobiliers implique le transfert du nantissement de l'art. 884 CC de l'objet au créancier subséquent qui passe alors au premier rang : cette modification de rang, rendue ainsi publique, a précisément des effets à l'égard des tiers.

Le projet exclut une telle possibilité d'effets à l'égard des tiers s'agissant d'une modification de rang. Ce choix peut être critiqué dans la mesure où il était tout à fait concevable, avec les moyens de publicité du projet lui-même (art. 22), d'envisager une modification ayant de tels effets. La solution de l'avant-projet poussera les créanciers gagistes à copermuter leurs créances garanties par gages sur les valeurs intermédiées, de façon à rendre cette modification opposable en rang au tiers. Le résultat économique sera identique, la solution un peu plus compliquée.

---

### **E. Conclusions**

Alors que la nécessité d'une législation nouvelle n'est nullement discutable, le projet, en introduisant des garanties nécessaires pour le titulaire du compte qui font actuellement défaut, introduit également des dispositions qui péjorent sensiblement la position juridique du titulaire du compte, et privilégie la situation des dépositaires.

Alors que la protection accrue des titulaires de compte se fait au préjudice des créanciers chirographaires par des droits de distraction exorbitants, les dispositions qui favorisent les

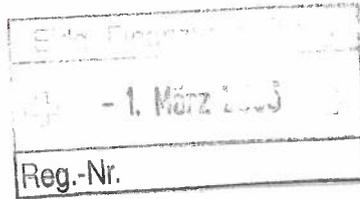
dépositaires se font, elles, au préjudice des titulaires de comptes, et surtout au préjudice de tiers ayant des droits sur les valeurs déposées sans être titulaire du compte.

A plus d'un titre, les différentes dispositions permettant la disparition sans indemnité de droit de tiers sur les valeurs déposées bafouent la garantie institutionnelle de la propriété privée et témoignent d'un système incompatible avec l'ordre constitutionnel qui s'impose au droit fédéral. Il est absolument indispensable de reprendre ainsi ses dispositions, consacrant tantôt une vente privée légale, tantôt un privilège de rang, pour prendre en compte le droit de tiers ayant, en sus du titulaire du compte, certains droits sur les valeurs intermédiées. Un pas important serait déjà fait si l'art. 6 let. b de l'avant-projet était révisé en ce sens que le "titulaire du compte" est défini comme la personne ayant seule un droit de disposer sur les valeurs intermédiées. Il est aussi indispensable de supprimer, à l'égard de tels tiers lésés, les privilèges de l'avant-projet pour le dépositaire consacré aux art. 13, 22 et 27 al. 1 LIT.

## Geschäftsstelle

Wallstrasse 8  
Postfach  
CH-4002 Basel

Telefon 061 206 66 66  
Telefax 061 206 66 67  
E-Mail vskb@vskb.ch



 **Verband Schweizerischer Kantonalbanken**  
**Union des Banques Cantionales Suisses**  
**Unione delle Banche Cantionali Svizzere**

Eidgenössische Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern

bueffekten\_stellungnahme\_efv\_br240205

Datum 28. Februar 2005

Unsere Referenz HPH/SB

## **Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten sowie Bundesbeschluss zur Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens – Anhörung**

Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben uns am 13. Dezember 2004 mit dem durch eine Arbeitsgruppe aus verwaltungsinternen und -externen Juristinnen und Juristen erarbeiteten Entwurf für ein Bundesgesetz für die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bueffektengesetz) sowie dem vorgeschlagenen Bundesbeschluss zur Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens dokumentiert und uns zur Anhörung eingeladen. Gerne nehmen wir die Möglichkeit zur Stellungnahme wahr.

### **Grundsätzliche Beurteilung**

Wir anerkennen den Bedarf nach einer Modernisierung des Rechts im Zusammenhang mit der Wertpapierverwahrung. Den Entwurf für ein Bueffektengesetz erachten wir als grundsätzlich guten Vorschlag. Er berücksichtigt unseres Erachtens die Entwicklungen im Wertpapiergeschäft sowie die sich daraus ergebenden Anforderungen und vollzieht in weiten Teilen nach, was bereits heute Marktusanz ist. Damit ermöglicht das Gesetz eine gewünschte Verbesserung der Rechtssicherheit und schafft für die beteiligten Banken Voraussetzungen für die Vereinheitlichung der Handhabung sowie eine schlanke und damit kostengünstige Abwicklung.

Mit der Ratifizierung des Haager Wertpapierübereinkommens soll ergänzend insbesondere dem Umstand Rechnung getragen werden, dass sich in der heutigen Praxis der Wertpapierverwahrung oft nur noch mit grösster Mühe feststellen lässt, wo ein Wertpapier verwahrt wird, womit auch die Klärung der Frage nach dem anwendbaren Recht oft nur mit erheblichem Aufwand möglich ist. Die Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens soll diesbezüglich Abhilfe schaffen.

Im Sinne dieser grundsätzlichen Beurteilung unterstützen wir die Stellungnahme der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg), an deren Erarbeitung auch Vertreter unserer Bankengruppe beteiligt waren.

### **Ergänzende Überlegungen**

Ergänzend zur grundsätzlichen Unterstützung des vorgeschlagenen Bueffektengesetzes möchten wir einige Überlegungen und Anliegen auführen:

Das Contractual Settlement ist bei der bisherigen Verwahrungspraxis ein wesentliches Element. Da sich dieses als hoch zuverlässig erwiesen und sich somit bewährt hat, ist es beizubehalten (vgl. Seite 53 des Begleitberichts) und in der gesetzlichen Regelung zu berücksichtigen. Damit können ein wichtiges Element der Swiss Value Chain und somit ein Vorteil für den Finanzplatz Schweiz aufrechterhalten werden.

Wichtig erscheint uns eine klare Regelung der Schnittstelle mit dem Zahlungsverkehr, welche sicherstellt, dass die Risikoverteilung bzw. Rechtswirksamkeit bei Wertschriftenübertragungen im Austausch zu Zahlungen (Zahlungsaufträgen) synchronisiert ist. Insbesondere sollte aufgrund technischer Regelungen und Möglichkeiten zum Widerruf von Aufträgen eine Partei nicht zu einem bestimmten Zeitpunkt sowohl über empfangene Effekten als auch im Austausch zu leistende Vermögenswerte verfügen können. Das System ist so auszugestalten, dass sich für Banken nicht unverhältnismässige Risiken ergeben. Hinsichtlich der damit angesprochenen Problematik, die sich in einzelnen Konstellationen ergeben kann, wirft der Entwurf Fragen auf, die im Zusammenhang mit der Stornierung und dem Gutgläubensschutz stehen. Wir verweisen diesbezüglich auf die Stellungnahme der SBVg.

Wir erachten es als zweckmässig, wenn weiterhin sowohl für Nostro-Bestände wie für Kunden-Bestände ein einziges Effektenkonto (Ordinario) bei der Depotstelle geführt werden kann. Nach unserer Beurteilung ergeben sich gegenüber dem bisherigen Zustand zusätzliche Anforderungen, dies angesichts der Interessen der Kunden, die hier tangiert sein können, rechtlicher Überlegungen (Treuepflicht, Weiterverwendungsverbot usw.) sowie der Tatsache, dass im Ausland die Regelung zum Teil restriktiver ist. Diese Anforderungen dürfen unseres Erachtens nicht zusätzlich (über die vorgeschlagene Regelung hinaus) verschärft werden.

Die restriktive Regelung des Umwandlungsrechts des Kontoinhabers, wie in Art. 9 Abs. 2 vorgeschlagen, begrüssen wir explizit.

Bei Weisungen für die Übertragung gemäss Art. 20 Entwurf Bucheffektengesetz gehen wir davon aus, dass diese auch weiterhin formlos möglich sind nach dem Grundsatz, dass Formlosigkeit gilt, wo nicht eine bestimmte Form explizit verlangt wird.

Auch wenn die vorgeschlagene Regelung bei der Haftung bei Drittverwahrung auf der heute geltenden Substitutenhaftung basiert, ergänzt um das Element der Überwachung der Einhaltung der Auswahlkriterien, kann ein Finanzintermediär die ihm in Art. 28 Abs. 2 auferlegten Pflichten zur Instruktion bzw. zur Überwachung der dauernden Einhaltung der Auswahlkriterien der (Dritt-)Verwahrungsstelle in Fällen, in welchen dem Finanzintermediär keine Wahlmöglichkeit offen steht, als relativ weitgehend beurteilen. Wir anerkennen, dass ein vernünftiger Ausgleich zwischen den Interessen der Verwahrstelle und der Depotinhaber erforderlich ist. Denkbar wäre jedoch auch eine (teilweise) Beschränkung der Haftung bei Drittverwahrung.

Im Weiteren gehen wir davon aus, dass bei einem allfälligen Weiterverfolgen des im Rahmen der vorgeschlagenen Revision des Zivilgesetzbuchs im Bereich des Immobiliarsachen- und Grundbuchrechts vorgesehenen papierlosen Schuldbriefs dort, wo zutreffend, rechtlich resp. materiell analoge Regelungen wie im Bucheffektengesetz vorgesehen werden oder auf dieses verwiesen wird.

#### **Haager Wertpapierübereinkommen**

Wir erachten die vorgeschlagene Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens insgesamt als sinnvoll und zweckmässig, auch wenn die Tatsache, dass auf einen einheitlichen Vorgang häufig mehrere Rechtsordnungen anwendbar sein werden (vgl. Bericht, Ziffer 2.2.4.1.2., Seite 99), im Ergebnis nicht restlos zu befriedigen vermag. Eine zeitgleiche Inkraftsetzung des Bucheffektengesetzes und des Haager Wertpapierübereinkommens ist anzustreben.

#### **Umsetzung**

In letzter Zeit sehen sich die Banken praktisch permanent gleichzeitig einer Vielzahl von Regulierungsvorhaben gegenüber, die eine Neuerung oder eine Überarbeitung von Bestimmungen vorsehen, von denen sie primär oder auch betroffen sind. Sehr oft sind die Neuerungen insgesamt erheblich und können bestehende Abläufe verändern. Wie andere primär inländorientierte Institute verfügen die meisten Kantonalbanken jedoch nicht über spezialisierte Stabsstellen, die es ihnen parallel zum Tagesgeschäft erlauben würden, sich bereits im Vorfeld mit Blick auf eine künftige Umsetzung im eigenen Hause mit den vorgesehenen Neuerungen und Änderungen fundiert und seriös auseinanderzusetzen und mögliche Problemfelder rechtzeitig zu erkennen. So drohen selbst gut organisierte mittelgrosse und kleinere Institute durch die Regulierungsflut zunehmend überfordert zu werden.

Auch das Bucheffektengesetz macht bei den betroffenen Finanzintermediären organisatorische Anpassungen und Änderungen von (internen und externen) Dokumenten erforderlich, weshalb zwischen dessen Verabschiedung und Inkraftsetzung unbedingt eine ausreichende Übergangsfrist vorzusehen ist.

Wir danken Ihnen für eine angemessene Berücksichtigung unserer Stellungnahme und verbleiben

mit freundlichen Grüßen

Verband Schweizerischer Kantonalbanken



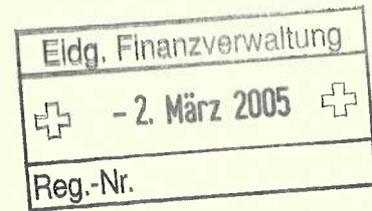
Carlo Mati



Hanspeter Hess

# ISDA

International Swaps and Derivatives Association, Inc.  
One New Change  
London EC4M 9QQ  
United Kingdom  
Telephone: 44 (20) 7330 3550  
Facsimile: 44 (20) 7330 3555  
email: [isdaeurope@isda.org](mailto:isdaeurope@isda.org)  
website: [www.isda.org](http://www.isda.org)



28. February 2005

Eidgenössische Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern  
Schweiz

Vorab-Kopie als E-mail an [Brigitte.Hofstetter@efv.admin.ch](mailto:Brigitte.Hofstetter@efv.admin.ch)

## **Entwurf eines Bucheffektengesetzes in der Schweiz**

Sehr geehrte Damen und Herren,

Wie beziehen uns auf das Schreiben von Dr. Hans Kuhn vom 15. Dezember 2004, worin wir angefragt wurden, Ihnen unsere Kommentare über den Bericht vom 15. Juni 2004 (der "**Bericht**") der vom Eidgenössischen Finanzdepartement eingesetzten technischen Arbeitsgruppe (die "**Arbeitsgruppe**") zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (das "**Bucheffektengesetz**" oder der "**Entwurf**") und zur Ratifikation des Haager Übereinkommens über die auf bestimmte Rechte an Intermediär-verwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung (das "**Haager Wertpapierübereinkommen**") mitzuteilen.

ISDA, die International Swaps & Derivatives Association, ist der globale Industrieverband für führende Marktteilnehmer im Bereich der Finanztermingeschäfte, einem Bereich des Finanzmarktes, der alle Arten von Finanztermingeschäften (Zins, Währung, Rohstoff, Kreditrisiko, Wertpapiere, Swaps, Optionen und ähnliche Produkte) umfasst. Gegründet 1985, hat ISDA heute über 600 Mitgliedsinstitutionen aus 46 Ländern weltweit. Diese umfassen die globalen Marktführer im Finanztermingeschäft, sowohl auf der Händler-, Makler- als auch der Endverbraucherseite. Daneben sind auch entsprechende Dienstleister in der Mitgliedschaft.

Nahezu die Hälfte der ISDA-Mitglieder sind europäische Institutionen. Die nächstgrösste Gruppe kommt aus Nordamerika (USA, Kanada, Mexiko), gefolgt von Asien-Pazifik sowie Lateinamerika. Von zwanzig unserer primary members, die zur Zeit im Vorstand vertreten sind, kommen elf Institutionen aus Europa.

Gegenwärtig haben wir 16 Institutionen aus der Schweiz als Mitglieder. Die Schweizer ISDA-Mitglieder sind eine aktive und wichtige Gruppe innerhalb der Gesamtmitgliederschaft und bilden eine einflussreiche Gruppe innerhalb aller Marktteilnehmer. Daraus erklärt sich das traditionell grosse Interesse an den rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen nicht nur in Europa, sondern gerade auch in der Schweiz.

ISDA hat über viele Jahre den Reformprozess hinsichtlich grenzüberschreitender Finanzsicherheiten aktiv unterstützt und mitgestaltet zusammen mit anderen Industrieverbänden. ISDA hat auch aktiv an den Beratungen der Haager Konferenz zum Internationalen Privatrecht teilgenommen, welche zur Verabschiedung des Haager Wertpapierübereinkommens im Dezember des vergangenen Jahres geführt haben. Als Teilnehmer an der Ausarbeitung des Haager Wertpapierübereinkommens hat ISDA wiederholt die Gelegenheit wahrgenommen, die Schaffung international harmonisierter Kollisionsregeln im Rahmen der Haager Konferenz über das Internationale Privatrecht zu unterstützen. Gemäss unserem Schreiben vom 26. Juli 2004 an Frits Bolkestein und die gesamte Europäische Kommission begrüssen wir die Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens in der EU (siehe Beilage). Aus den gleichen Gründen befürworten wir auch die Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens in der Schweiz.

Die Arbeitsgruppe schlägt nun vor, parallel zur Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens auch die Rechte an Effekten im Schweizer materiellen Recht mit der Einführung von "Bucheffekten" als neuem Rechtsinstitut auf eine moderne rechtliche Grundlage zu stellen. Wir unterstützen grundsätzlich dieses Vorhaben, haben aber zum Entwurf für ein Bucheffektengesetz die nachfolgenden Bemerkungen. Unsere Ausführungen sind wie folgt gegliedert. Zunächst nehmen wir zur Schaffung eines Bucheffektengesetzes im Allgemeinen Stellung (nachfolgend I.). Sodann haben wir Bemerkungen zu einzelnen Bestimmungen des neuen Gesetzes (nachfolgend II.) und schliesslich zur Implementierung von EU-Richtlinien (nachfolgend III.).

## **I. Schaffung eines Bucheffektengesetzes im Allgemeinen**

Nach geltendem Schweizer Recht sind die Rechte an Effekten nicht einheitlich gesetzlich geregelt, sondern basieren, wie im Bericht ausführlich dargestellt,<sup>1</sup> auf Gesetzesauslegung unter Beizug von allgemeinen dogmatischen Prinzipien, was die Übersicht über die anwendbaren Regelungen erschwert. Vereinzelt sind nach geltendem Recht sodann Regeln anwendbar, die nicht auf ein modernes System der Verwahrung, Übertragung und Verpfändung von Effekten zugeschnitten sind. Letzteres trifft beispielsweise auf die Anwendung von Zessionsrecht einschliesslich des Schriftformerfordernisses auf die Übertragung von Wertrechten zu.<sup>2</sup>

Um die Rechte an Effekten nach Schweizer Recht auf eine zeitgemässe rechtliche Grundlage zu stellen, steht dafür einerseits die Schaffung von Regelungen, die die bestehende Ordnung kodifizieren und punktuell verbessern, andererseits die Regelung in einem neuen Gesetz zur Verfügung. Die Arbeitsgruppe hat die Lösung gewählt, die Rechte an Effekten in einem neuen Gesetz zu regeln und zugleich – wo dies erforderlich ist – bestehende gesetzliche Regelungen anzupassen. Die Arbeitsgruppe hat das neue Gesetz als Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffectengesetz, BEG) bezeichnet.

Aus der Sicht der ISDA ist eine einheitliche Regelung der Fragen zur Verwahrung, Übertragung und Verpfändung von Effekten in einem neuen Gesetz grundsätzlich erstrebenswert. Bei der neuen gesetzlichen Regelung ist jedoch darauf Rücksicht zu nehmen, dass sie sämtliche Rechtsfragen, die im

<sup>1</sup> Vgl. Bericht der Arbeitsgruppe, S. 16 ff.

<sup>2</sup> Vgl. Dieter Zobl, Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht), SZW 2001, S. 108; Bericht der Arbeitsgruppe, S. 22.

Effektengiroverkehr auftreten, regeln sollte, um zu vermeiden, dass bei Vorliegen von Lücken wieder auf bisher geltende dogmatische Analysen zurückgegriffen werden muss oder im Lichte des neuen Gesetzes neue Abgrenzungen vorgenommen werden müssen.

Unserer Meinung nach besteht der dringlichste Regelungsbedarf für das schweizerische materielle Recht hinsichtlich der Rechte von Hinterlegern an Effekten, die aus Schweizer Sicht im Ausland aufbewahrt werden. Nach geltendem Recht ist eine komplexe Analyse erforderlich, um die Rechte der Anleger an solchen im Ausland verwahrten Effekten zu erfassen.<sup>3</sup> Daher ist es unserer Ansicht nach wünschbar, die damit verbundenen rechtlichen Risiken mit der Einführung einer Regelung der Rechte an auslandsverwahrten Effekten entsprechend zu vermindern.

## II. Bemerkungen zu einzelnen Bestimmungen des Bucheffektengesetzes

### (a) Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich des Bucheffektengesetzes erstreckt sich in persönlicher und sachlicher Hinsicht gemäss Art. 2 des Entwurfes auf Bucheffekten, die durch eine Verwahrungsstelle einem Effektenkonto gutgeschrieben oder belastet sind. Diese Definition setzt die Begriffe "Bucheffekten", "Verwahrungsstelle" und "Effektenkonto" voraus.

Als "Verwahrungsstellen" im Sinne des Bucheffektengesetzes gelten die in Art. 5 Abs. 1 des Entwurfes genannten Schweizer Institute sowie die entsprechenden ausländischen Institute gemäss Art. 5 Abs. 2. Ein "Effektenkonto" ist nach Art. 6 lit. a des Entwurfes ein von einer Verwahrungsstelle geführtes Konto, dem Bucheffekten gutgeschrieben oder belastet werden können. Diese Definitionen decken aus unserer Sicht die an der internationalen Effektenverwahrung teilnehmenden Parteien ausreichend ab.

Die zentrale Bestimmung des neuen Gesetzes ist die Definition der "Bucheffekten" in Art. 4 des Entwurfes. Nach Art. 4 Abs. 1 sind Bucheffekten vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber dem Emittenten, (a) die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind und über die der Kontoinhaber nach den Vorschriften des Bucheffektengesetzes verfügen kann und (b) die der Verwahrungsstelle und jedem Dritten gegenüber wirksam und insbesondere dem Zugriff der weiteren Gläubiger der Verwahrungsstelle entzogen sind. Nach Art. 4 Abs. 2 gilt sodann auch jedes nach ausländischem Recht verwahrte Finanzinstrument, dem nach ausländischem Recht eine vergleichbare Funktion zukommt, als Bucheffekte.

Wie im Bericht der Arbeitsgruppe ausgeführt wird, soll es sich bei der Bucheffekte um einen Vermögenswert "sui generis" handeln, der Rechte umfasst, die in den Bestimmungen des Bucheffektengesetzes definiert sind.<sup>4</sup> Dabei wird vorausgesetzt, dass die Bucheffekte eine unmittelbare rechtliche Beziehung zwischen dem Anleger und dem Emittenten darstellt, worin sich die Bucheffekte von einem "security entitlement" nach Art. 8 UCC, das die Effektenverwahrung als eine Kette bilateraler Beziehungen zwischen Hinterleger und Verwahrer versteht, unterscheiden soll.<sup>5</sup> Wird eine "Bucheffekte" beispielsweise an Wertpapieren, die zu einem Sammelbestand gehören, begründet, soll damit das Miteigentum der Anleger an den zum Sammelbestand gehörenden Wertpapieren gleicher Gattung suspendiert werden, indem es nicht geltend gemacht werden kann, solange die Wertpapiere bei einer Verwahrungsstelle hinterlegt und die entsprechenden Rechte in einem Effektenkonto eingebucht sind.<sup>6</sup>

<sup>3</sup> Vgl. Olivier Favre, Die Berechtigung von Depotkunden an auslandsverwahrten Effekten, Zürich 2003, S. 101 ff.

<sup>4</sup> Vgl. Bericht der Arbeitsgruppe, S. 42.

<sup>5</sup> Vgl. Bericht der Arbeitsgruppe, S. 42.

<sup>6</sup> Vgl. Bericht der Arbeitsgruppe, S. 43.

Aus unserer Sicht gibt diese Definition der Bucheffekten im Hinblick auf den Anwendungsbereich des Bucheffektengesetzes zu folgenden Bemerkungen Anlass:

1. Der Entwurf versucht, sämtliche Rechte an Effekten, die über Verwahrungsstellen gehalten werden, als Bucheffekten nach Art. 4 des Entwurfes zu erfassen. Für Effekten, die im Inland aufbewahrt werden, kann dies mit dem vorgeschlagenen Konzept erreicht werden. Die Formulierung von Art. 4 Abs. 1 vermischt jedoch aus unserer Sicht Tatbestand und Rechtsfolge. Es wäre wünschbar, die Bucheffekten wie folgt zu definieren:

*"Bucheffekten im Sinne dieses Gesetzes sind (a) vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber dem Emittenten oder Rechte, denen eine vergleichbare Funktion zukommt, (b) die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind und (c) über die der Kontoinhaber nach den Vorschriften dieses Gesetzes verfügen kann."*

Damit ist der Tatbestand definiert, wann eine "Bucheffekte" vorliegt. Dass die Bucheffekte gegenüber der Verwahrungsstelle und im Verhältnis zu jedem Dritten wirksam ist (Art. 4 Abs. 1 lit. b des Entwurfes), stellt nicht ein Bestandteil der Definition von "Bucheffekten", sondern die Rechtsfolge davon dar. Daher schlagen wir vor, Art. 4 Abs. 1 lit. b systematisch an einem anderen Ort zu regeln. Nach dem im Entwurf vorgeschlagenen Wortlaut könnte sonst der Eindruck erweckt werden, dass es ausser den auf einem Effektenkonto gutgeschriebenen Bucheffekten, die der Verwahrungsstelle und jedem Dritten gegenüber wirksam sind, auch andere Möglichkeiten der Ausgestaltung der Rechte an Intermediär-verwahrten Effekten gibt, die nicht in den Anwendungsbereich des Gesetzes fallen.

2. Ein weiterer Punkt betrifft die Regelung in Art. 4 Abs. 2 des Entwurfes. Die vorgeschlagene Regelung geht davon aus, dass jedes nach ausländischem Recht verwahrte Finanzinstrument und jedes Recht an einem solchen Finanzinstrument, dem nach dem ausländischen Recht eine vergleichbare Funktion zukommt, eine Bucheffekte begründet. Diese Regelung setzt voraus, dass Anleger auch an auslandsverwahrten Effekten Rechte haben können, die "Bucheffekten" darstellen. Dabei wird ausser Acht gelassen, dass nach bestimmten ausländischen Verwahrungskonzepten von Effekten die Rechte der Hinterleger rein bilaterale Rechtsbeziehungen zwischen einem Hinterleger und einem Verwahrer darstellen und eine direkte Berechtigung des Hinterlegers an den der Verwahrung zu Grunde liegenden Effekten gegenüber dem Emittenten ausgeschlossen ist. Wäre in einem solchen Fall die Berechtigung gegenüber einem Verwahrer Gegenstand der "Bucheffekten"? Dies würde dazu führen, dass die aus auslandsverwahrten "Bucheffekten" berechtigten Hinterleger unterschiedliche Berechtigungen aus den "Bucheffekten" hätten, je nachdem, in welchem ausländischen Verwahrsystem die Effekten aufbewahrt werden. Nach einigen Verwahrsystemen wäre eine direkte Berechtigung gegenüber den Emittenten möglich, während dies bei anderen Verwahrsystemen ausgeschlossen wäre.

Die aufgezeigten Abgrenzungsfragen können vermieden werden, indem anstelle der Regelung von Art. 4 Abs. 2 die Berechtigung an auslandsverwahrten Effekten als Treuhandverhältnis geregelt wird. Bei der Auslandsverwahrung von Effekten wird mindestens ein Schweizer Verwahrer eingeschaltet, der die Effekten im ausländischen Verwahrsystem hält. Um aus Schweizer Sicht jede Frage zur Ausgestaltung der Berechtigung an solchen auslandsverwahrten Effekten zu regeln, steht die Einführung einer neuen Berechtigung gegenüber dem beteiligten Schweizer Verwahrer zur Verfügung. Da nach bestimmten beteiligten ausländischen Rechtsordnungen eine direkte Berechtigung an den auslandsverwahrten Effekten nicht möglich ist, sollte dieses neue Recht an auslandsverwahrten Effekten als vertragliches Recht ausgestaltet

werden, wobei jedoch für die Anwendung der Bestimmungen zur Absonderung im Konkurs (Art. 18 des Entwurfes), zur Verfügung über dieses Recht durch Übertragung und Verpfändung (Art. 20 ff. des Entwurfes) sowie für alle übrigen Rechtsfolgen unter dem Bucheffektengesetz auf die Regelung für Bucheffekten verwiesen werden sollte. Die Rechte an auslandsverwahrten Effekten können beispielsweise wie folgt geregelt werden:

*"Verwahrung im Ausland –*

*<sup>1</sup>An Bucheffekten, die bei einer ausländischen Verwahrungsstelle gutgeschrieben sind, steht einem Hinterleger gegenüber seiner schweizerischen Verwahrungsstelle ein treuhandrechtlicher Anspruch zu, aufgrund dessen die schweizerische Verwahrungsstelle des Hinterlegers verpflichtet ist, die ihr gegenüber der übergeordneten Verwahrungsstelle zustehenden Rechte an den Bucheffekten treuhänderisch zu halten.*

*<sup>2</sup>In seinen Wirkungen steht dieser Anspruch des Hinterlegers gegenüber seiner schweizerischen Verwahrungsstelle einer Bucheffekte im Sinne von Art. [●] gleich und hat zur Folge, dass sämtliche Bestimmungen dieses Gesetzes, die für Bucheffekten gelten, auch auf diesen Anspruch zur Anwendung gelangen."*

Diese neue Regelung führt zum Ergebnis, dass zwei unterschiedliche Verwahrungskonzepte für Effekten bestehen: einerseits das Konzept der "Bucheffekten" für Effektenbestände, die im Inland verwahrt werden und andererseits das Konzept der "treuhandrechtlichen Ansprüche" an Effektenbeständen, die im Ausland aufbewahrt sind<sup>7</sup>. Sind beim letzteren Konzept verschiedene Schweizer Verwahrer beteiligt, führt dies zu einer Kette von treuhandrechtlichen Berechtigungen.<sup>8</sup>

Wir möchten allerdings darauf hinweisen, dass nicht sämtliche Schweizer ISDA-Mitglieder dieser zusätzlichen Differenzierung zustimmen.

**(b) Absonderung im Konkurs**

Die zentrale Bestimmung für den Schutz der Hinterleger im Konkurs einer Verwahrungsstelle besteht darin, dass Bucheffekten, die von der Verwahrungsstelle gehalten werden, in einem Liquidations-, Konkurs- oder Nachlassverfahren, das über die Verwahrungsstelle eröffnet wird, zu Gunsten der Hinterleger abgesondert werden können.

Art. 17 des Entwurfes trifft eine Regelung, welche die Interessen der Hinterleger in dieser Hinsicht weitgehend wahrnimmt. Art. 17 Abs. 1 des Entwurfes regelt die Absonderung von Bucheffekten, die einem Effektenkonto der Verwahrungsstelle bei einer übergeordneten Verwahrungsstelle gutgeschrieben sind.<sup>9</sup> Die Regelung des Entwurfes berücksichtigt dabei nicht, dass neben den Bucheffekten allenfalls auch weitere, nicht in Art. 17 Abs. 3 eingefangene Forderungen aus dem Depotgeschäft (beispielsweise Dividenden- oder Zinsansprüche oder Schadenersatzansprüche gegen Drittverwahrer wegen fehlender Depotwerte) abzusondern sind. Um dies zu gewährleisten und damit diesbezüglich keine Lücken bestehen, sollte unseres Erachtens Art. 17 Abs. 1 lit. a des Entwurfes beispielsweise wie folgt erweitert werden.

<sup>7</sup> Vgl. entsprechend für das deutsche Recht § 22 DepotG und die Hinweise bei Olivier Favre (FN 2), S. 151 f.

<sup>8</sup> Vgl. in diesem Sinne der Vorschlag in: Olivier Favre (FN 2), insbesondere S. 337 ff.

<sup>9</sup> Vgl. Bericht der Arbeitsgruppe, S. 60.

*"Bucheffekten, die einem Effektenkonto der Verwahrungsstelle bei einer anderen Verwahrungsstelle gutgeschrieben sind sowie jegliche Forderungen, die der Verwahrungsstelle gegenüber einer anderen Verwahrungsstelle aus der Verwahrung von Bucheffekten zustehen;"*

**(c) Shortfall**

Tritt ein Unterbestand ein, indem nicht genügend absonderungsfähige Bucheffekten oder Rechte an Bucheffekten zugunsten der Hinterleger zur Verfügung stehen, um die Bestände der Hinterleger zu decken, sieht der Entwurf die folgende Regelung vor:

- Hält die Verwahrungsstelle ihre Eigenbestände nicht auf getrennten Effektenkonten bei einer anderen Verwahrungsstelle, so gelten sämtliche bei der anderen Verwahrungsstelle gehaltenen Bestände als Kundenbestände (Art. 17 Abs. 2).
- Sofern nach diesem Vorgang noch immer ein Unterbestand besteht, werden zudem auch Eigenbestände der insolventen Verwahrungsstelle, die die Verwahrungsstelle bei der übergeordneten Verwahrungsstelle in getrennten Konten verbuchen lässt, abgesondert (Art. 18 Abs. 1).
- Reichen diese Bestände noch immer nicht aus, um alle Kundenbestände zu decken, sieht Art. 18 Abs. 2 des Entwurfes vor, dass die Kontoinhaber den Unterbestand im Verhältnis ihrer Effektenguthaben der betreffenden Gattung zu tragen haben.

Wir stimmen der Regelung zu, wonach die Verwahrungsstelle ihre Eigenbestände für die Deckung eines Unterbestandes anrechnen lassen muss. Die rein nach Proportionalität vorzunehmende Zuteilung eines Unterbestandes in Art. 18 Abs. 2 ist unserer Meinung nach jedoch unvollständig, indem das Element der zeitlichen Abfolge der Ein- und Ausbuchungen, wodurch der Unterbestand letztlich verursacht wird, ausser Acht gelassen wird. Ist beispielsweise ein Unterbestand verursacht worden, bevor ein weiterer Hinterleger mit einem neuen Effektenbestand hinzutritt, so wäre es nicht sachgerecht, auch den neuen Hinterleger für den Unterbestand einstehen zu lassen. Als Folge davon ist unserer Ansicht nach zu empfehlen, den gesamten Unterbestand auf die jeweiligen Zeitpunkte der Verursachung aufzugliedern und von den zu diesen Zeitpunkten jeweils als Hinterleger beteiligten Teilnehmer proportional tragen zu lassen, sofern eine solche Aufgliederung technisch möglich ist.<sup>10</sup> Es ist denkbar, dass ein eingetretener Unterbestand wieder neutralisiert wird, bevor der bei der Konkurseröffnung bestehende Unterbestand verursacht wurde. In einem solchen Szenario ist darauf hinzuweisen, dass für die Zuteilung des Unterbestandes einzig der bei der Eröffnung des Liquidations-, Konkurs- oder Nachlassverfahrens bestehende Unterbestand von Relevanz ist. Dies könnte beispielsweise wie folgt in die Regelung von Art. 18 Abs. 2 aufgenommen werden:

*"Sind die Ansprüche der Kontoinhaber immer noch nicht vollständig befriedigt, so tragen die Kontoinhaber den Unterbestand im Verhältnis ihrer Effektenguthaben der betreffenden Gattung. Soweit dies durchführbar ist, ist der bei der Eröffnung des Liquidations-, Konkurs- oder Nachlassverfahrens bestehende Unterbestand in die jeweiligen Zeitpunkte seiner Verursachung aufzugliedern und den zu diesen Zeitpunkten beteiligten Kontoinhabern anzulasten. Jedem betroffenen Kontoinhaber steht im Umfang des von ihm getragenen Unterbestandes eine Ersatzforderung gegen die Verwahrungsstelle zu."*

<sup>10</sup> Vgl. Olivier Favre (FN 2), S. 179 ff. Hinzuweisen ist zur Illustration insbesondere auf das Fallbeispiel in Fussnote 738.

**(d) Verfügung über Bucheffekten**

Der Entwurf des Bucheffektengesetzes sieht sodann vor, dass Bucheffekten dadurch übertragen werden, dass (i) der verfügende Kontoinhaber zunächst eine Weisung an seine Verwahrungsstelle abgibt mit dem Inhalt, die Bucheffekten auf den Erwerber zu übertragen und (ii) die Bucheffekten im Effektenkonto des Erwerbers gutgeschrieben werden. Nach den Ausführungen der Arbeitsgruppe handelt es sich bei der Weisung nach Art. 20 des Entwurfes um ein neues Rechtsinstitut, das von einer Anweisung im Sinne von Art. 466 ff. OR zu unterscheiden ist. Es wird geltend gemacht, dass sich die Weisung nach Art. 20 darin erschöpft, die Verwahrungsstelle zu ermächtigen und zu verpflichten, eine Belastung des Kontos des Veräusserers vorzunehmen.<sup>11</sup> Demgegenüber stellt die Anweisung nach Art. 466 ff. OR ein Rechtsverhältnis dar, das eine Doppelermächtigung beinhaltet, wonach einerseits der Angewiesene zur Leistung auf Rechnung des Anweisenden an den Anweisungsempfänger und der Anweisungsempfänger zur Entgegennahme der Leistung in eigenem Namen ermächtigt wird.

Unseres Erachtens besteht kein Anlass dafür, in struktureller Hinsicht für die Verfügung über Bucheffekten von der Anwendung von Anweisungsrecht im Sinne von Art. 466 ff. OR abzuweichen. Wie bei einer Anweisung im Zahlungsverkehr handelt es sich bei der Verfügung über Bucheffekten um einen Erfüllungsmechanismus, mit dem ein Grundgeschäft erfüllt werden soll. Es wäre daher sachgerecht, in den neuen Bestimmungen auf das allgemeine Anweisungsrecht zu verweisen und auf das neue Rechtsinstitut der "Weisung" im Sinne von Art. 20 des Entwurfes zu verzichten. Die vorgeschlagene Regelung berücksichtigt sodann auch nicht, dass die Übertragung der Bucheffekten eventuell nicht in einem Dreiecks- oder mehrgliedrigen Verhältnis erfolgt, sondern in einer Verfügung von einer Verwahrungsstelle an ihren Teilnehmer bestehen kann.

Unseres Erachtens ist die Gutschrift der Bucheffekten bzw. einer diesen gleichgestellten Berechtigung (vgl. oben unter a) in das Effektenkonto des Erwerbers als das zentrale Element der Verfügung zu betrachten, mit dessen Vornahme die Verfügung abgeschlossen wird. Dem steht nicht entgegen, eine Regelung in das Gesetz aufzunehmen, wonach ein Übertragungsauftrag nicht mehr widerrufen werden kann, wenn er nach den Regeln des Effektenabwicklungssystems endgültig ist (in diesem Sinne Art. 20 Abs. 3 des Entwurfes).

**III. Implementierung von EU-Richtlinien mit der vorgeschlagenen Regelung**

Ein wichtiges Anliegen bei der Neuregelung der Effektenverwahrung ist die internationale Kompatibilität der neuen Regelung. Diesbezüglich ist sicherzustellen, dass keine Widersprüche zu den in der EU und bei der Unidroit laufenden Bestrebungen der Regelung der Effektenverwahrung bestehen. Der aus Schweizer Sicht im Vordergrund stehende Anpassungsbedarf besteht jedoch hinsichtlich der Angleichung an die Finanzsicherheitenrichtlinie<sup>12</sup> und die Finalitätsrichtlinie<sup>13</sup>.

**(a) Finanzsicherheitenrichtlinie**

Die Finanzsicherheitenrichtliche führt Regelungen ein, die aus Schweizer Sicht Anpassungen verlangen. Dies ist der Fall für die nachfolgenden Bestimmungen:

- Gemäss Art. 3 der Richtlinie darf die Begründung der Sicherheit an keine andere Form geknüpft werden als an die Schriftform. Aus Schweizer Sicht ist, wie von der Arbeitsgruppe ausgeführt, ein neuer Art. 901 Abs. 3 ZGB einzufügen.

<sup>11</sup> Vgl. Bericht der Arbeitsgruppe, S. 66.

<sup>12</sup> EG-Richtlinie 02/47 vom 6. Juni 2002.

<sup>13</sup> EG-Richtlinie 98/26 vom 19. Mai 1998.

- Art. 4 der Richtlinie verlangt, dass Sicherheiten freihändig verwertet werden können. Art. 25 des Entwurfes implementiert eine unseres Erachtens ausreichende Regelung.
- Art. 5 der Richtlinie verlangt, dass die Sicherheiten weiterverpfändet oder weiterveräussert werden können, sofern dies die Parteien des Sicherungsgeschäfts vorgesehen haben. Art. 15 des Entwurfs enthält eine entsprechende Regelung.
- Art. 8 Ziff. 3 der Richtlinie verlangt schliesslich, dass bestimmte Transaktionen im Konkurs eines Verwahrers nicht rückabgewickelt werden. Dies soll auf Transaktionen zutreffen, bei denen eine Pflicht besteht, den Wert der Sicherheit aufzustocken sowie bei der Leistung eines gleichwertigen Ersatzes für eine Sicherheit. Der im Bericht vorgeschlagene neue Art. 287 Abs. 3 des Bundesgesetzes vom 11. April 1889 über Schuldbetreibung und Konkurs (SchKG) deckt diese Fälle ab.
- Schliesslich verlangt die Richtlinie eine Anpassung im Bereich des internationalen Privatrechts.<sup>14</sup> Die Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens erfüllt dieses Erfordernis.

**(b) Finalitätsrichtlinie**

Die Finalitätsrichtlinie betrifft die im Bucheffektengesetz zu regelnde Materie insofern, als die Richtlinie die Endgültigkeit von Übertragungen in Effektenabwicklungssystemen regelt. Aus Schweizer Sicht ist bereits eine Anpassung an die Bestimmungen der Finalitätsrichtlinie im Zusammenhang mit dem Erlass der neuen Bestimmungen zur Insolvenz von Banken erfolgt. Der neue Art. 27 Abs. 2 des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (BankG) sieht vor, dass Aufträge für Zahlungen und Effektentransaktionen, die in ein System eingebracht wurden, bevor die Bankenkommission Massnahmen angeordnet hatte oder bevor der Systembetreiber von diesen Massnahmen Kenntnis hatte oder haben musste, nur widerrufen werden können, wenn sie nach den Regeln des Systems nicht unwiderruflich sind. Dies erfüllt die Anforderungen von Art. 3 der Finalitätsrichtlinie. Weil der Anwendungsbereich des Bucheffektengesetzes im Hinblick auf die unter den Begriff der Verwahrungsstelle fallenden Institute (Art. 5 des Entwurfes) weiter ist als die vom BankG erfassten Institute, ist es unseres Erachtens wünschbar, die Finalität von Effektenabwicklungsaufträgen im Sinne der Finalitätsrichtlinie auch im Bucheffektengesetz zu regeln. Ausserdem ist zu prüfen, ob ein weiterer Anpassungsbedarf im Schweizer Recht besteht, beispielsweise hinsichtlich der Bestimmung von Art. 4 der Finalitätsrichtlinie.

Wir hoffen, dass unsere Anmerkungen für Ihre weiteren Beratungen hilfreich sein mögen. Wir unterstützen voll und ganz die Zielsetzungen des Entwurfs sowie der Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens in der Schweiz und bieten gerne an, weitere Informationen, beispielsweise zu den Gepflogenheiten der internationalen Finanzmärkte, zur Verfügung zu stellen, sofern dies dem Gesetzgebungsprozess in der Schweiz hilfreich sein sollte.

<sup>14</sup> Vgl. zum Reformbedarf im Schweizer internationalen Privatrecht beispielsweise Thomas J. Werlen, *The Present and Future of the Use of Collateral in International Financial Transactions, with a Particular Focus on Switzerland*, in: *Swiss Reports Presented at the XVth International Congress of Comparative Law, Brisbane, July 14-20 2002, Part I* (p. 1-324), Zürich/Basel/Genf 2002, S. 265 f.

Mit freundlichen Grüßen

*Kimberly Summe*

Kimberly Summe  
General Counsel  
ksumme@isda.org



Dr. Peter M. Werner  
Policy Director  
pwerner@isda.org

**cc: Dr. Hans Kuhn, Leiter Rechtsdienst, Schweizerische Nationalbank**

**Beilage: Schreiben der ISDA an Frits Bolkestein und die EU Kommission vom 26. Juli 2004**

# ISDA

International Swaps and Derivatives Association, Inc.  
One New Change  
London EC4M 9QQ  
United Kingdom  
Telephone: 44 (20) 7330 3550  
Facsimile: 44 (20) 7330 3555  
email: [isdaeurope@isda.org](mailto:isdaeurope@isda.org)  
website: [www.isda.org](http://www.isda.org)

26th July, 2004

Commissioner Frits Bolkestein  
Directorate-General Internal Market  
European Commission  
1049 Brussels  
BELGIUM

Dear Commissioner Bolkestein,

**The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary**

We refer to the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary (the *Hague Securities Convention* or the *Convention*). ISDA actively participated in the public consultations leading to the adoption of the Hague Securities Convention by the Hague Conference on Private International Law (the *Hague Conference*), and we are pleased to have had the opportunity to discuss the Convention with members of the Commission on various occasions both during the consultation process and since the Convention was adopted by the Hague Conference in December 2002.

The International Swaps and Derivatives Association, Inc. (*ISDA*) is the global trade association representing leading participants in the private negotiated derivatives industry, a business that includes interest rate, currency, commodity, credit, and equity swaps, options and forwards, as well as related products such as caps, collars, floors, and swaptions. Promoting the enhancement through law reform of legal certainty for cross-border financial transactions is one of ISDA's key missions. A considerable proportion of the resources of ISDA and its members are devoted to acquiring legal opinions from a wide range of jurisdictions on netting and collateral arrangements, and related issues, as well as promoting law reform and participating in consultations on legislative and regulatory developments affecting the financial markets. Additional information on ISDA, its European membership and its interest in and commitment to the development of European and international law affecting the financial markets is set out in Annex I to this letter.

---

NEW YORK • LONDON • SINGAPORE • TOKYO • BRUSSELS • WASHINGTON

We note that the Commission proposed in December 2003 that the Community should sign the Hague Securities Convention<sup>1</sup>, and we wholeheartedly endorse Commissioner Bolkestein's remark at the time of the proposal that "in an environment in which the great majority of securities are already held in electronic form, a world-wide agreement on a common legal formula to determine proprietary rights will stimulate cross-border activity, not only at an EU level but on a global scale, and will become an important factor in promoting the internationalisation of financial markets."

We believe that this remains as true now as it was in December 2003. In view of the great importance of the Convention for European financial market participants, we have taken the liberty of contacting you:

- (1) to reiterate our support for the Convention;
- (2) to emphasise the importance of the Convention's being adopted without undue delay by the Community and Community Member States;
- (3) to express our views on various issues which we understand have been raised with the Commission regarding the Convention since the Commission's proposal of December 2003 regarding the Convention; and
- (4) finally to offer our continuing assistance to you in addressing any questions or concerns you may have regarding financial market practice or other issues of relevance to the Convention.

We understand that on 30th June 2004 a draft Explanatory Report on the Hague Securities Convention (the *Explanatory Report*) was circulated to the Member States of the Hague Conference (*Hague Member States*), which, we note, includes all 25 Community Member States. The Explanatory Report was prepared by three leading experts in the private international law of finance, Professor Sir Roy Goode of the United Kingdom, Professor Hideki Kanda of Japan and Professor Karl Kreuzer of Germany. We note that two out of three of the Rapporteurs to the Convention come from Civil law jurisdictions and two out of three come from European jurisdictions. We believe that this is strong evidence that European views, and specifically Civil law views, were fully taken into account in the formulation of the Explanatory Report, which was prepared with careful deliberation over a substantial time-period and is an impressive and detailed commentary on the Convention.

#### **The importance of the Hague Securities Convention, timing and process**

1. There is a clear consensus within the international financial community that the "place of the relevant intermediary approach" or "PRIMA principle", broadly conceived, is the proper approach to determining the law applicable to interests in securities held with an intermediary. The evolution of the principle, the development of a consensus with respect to its new expression and the pressing need for its adoption are all made clear in the Explanatory Report.
2. It is in the interests of the European financial markets that the Convention rule be established as widely as possible internationally, replacing the myriad of different and inconsistent rules currently followed by jurisdictions around the world and eliminating the associated legal uncertainty. The need to address this issue has been highlighted by the work of a number of international groups studying the international financial markets, including, in Europe, the Forum

---

<sup>1</sup> Press release dated 15th December 2003 and Commission Proposal for a Council Decision (COM (2003) 783 final) dated 15th December 2003 concerning the signing of the Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary.

Group on Collateral established by the Commission in 2001 and the Giovannini Group, as well as in the Commission's most recent Communication on Clearing and Settlement.<sup>2</sup>

3. Article 9(2) of the Settlement Finality Directive (the *SFD*) and Article 9 of the Financial Collateral Directive (the *FCD*) are beneficial interim measures for the European financial markets as they reflect the PRIMA principle. They are unsatisfactory, however, as a longer term solution for European financial market participants for at least two fundamental reasons:

- (a) they are broad and vague; and
- (b) they are purely European measures.

Regarding (a), Article 9(2) of the SFD and Article 9 of the FCD do not, for example, provide an answer to the fundamental question of how an account is localised, nor do they address other difficult questions which are worked out in detail in the Hague Securities Convention, and explained in detail in the Explanatory Report. These provisions therefore do not provide the *ex ante* certainty that has always been one of the key objectives of this process. The Explanatory Report describes in some detail why these provisions do not provide adequate long-term solutions on their own to the need for legal certainty on these questions.

Regarding (b), European financial market participants need certainty in their international financial dealings with market participants in other parts of the world. An international measure is therefore necessary to resolve these issues. Needless to say, it would put Europe at a considerable competitive disadvantage if those legal jurisdictions underpinning financial markets outside Europe were to adopt the Convention before Europe does.

4. In the light of the foregoing, the key question for European financial market participants has therefore been how best to formulate an appropriate solution focused on the relevant intermediary so as to create sufficient legal certainty in this crucial area over the long-term on a European and on an international basis.
5. On a private international law matter of this type, there is clearly no international organisation better placed than the Hague Conference to provide a forum for the creation of the necessary international consensus and to marshal the intellectual and other resources of the various Hague Member States, as well as other financial market stakeholders, to work out the issues and solutions in detail and to provide an institutional infrastructure for the promotion of an international convention reflecting those solutions, commanding sufficient respect internationally to stand a reasonable chance of widespread adoption.
6. In ISDA's view, the consultation process conducted by the Hague Conference for this project was exemplary in its transparency and openness to the concerns of all interested parties, including financial market participants. The meticulous detail of the preliminary work carried out by the Permanent Bureau of the Hague Conference to launch the project along proper lines and the quality of the on-going support provided by the Permanent Bureau during the process were impressive, including the quality of the working materials prepared to support the informal consultation process, the meetings of national experts, the Diplomatic Conferences and the work of the Drafting Group. The Drafting Group itself was composed of an impressive array of established experts in the field drawn from the world's leading jurisdictions and legal traditions.

---

<sup>2</sup> Communication from the Commission to the Council and the European Parliament (COM (2004) 312 final) dated 28th April 2004: Clearing and Settlement in the European Union - The Way Forward.

The Civil law tradition was well represented in this process. Financial market participants and other observer organisations, including various public bodies and supranational organisations, were given ample opportunity to participate in the debate, to offer comment and to consider a wide variety of views. A list of the observer organisations, both inter-governmental and non-governmental, who were invited to participate and, for the most part, did participate in the consultation process is appended as Annex 2. The dialectic of debate was reflected in succeeding drafts of the Convention as the Drafting Group sought to reconcile views and work out a consensus on a wide variety of issues.

7. During the consultation process, ISDA was sensitive to the fact that, although there was clear consensus in the financial markets on the desirability of a principle focusing on the relevant intermediary and on many other of the issues discussed during the various consultations and working group meetings, there was some diversity of views, even within the ISDA membership, about how precisely to formulate the primary rule and the fall-back rules in what eventually became Articles 4 and 5 of the final Convention.

Accordingly, ISDA was careful in the course of its participation in the consultation process to:

- (a) limit its substantive comments to points on which there was a clear consensus among ISDA members;
- (b) provide information on financial market practice where relevant to the resolution of specific questions; and
- (c) highlight the importance to the financial markets of reaching a definitive resolution of the issues and achieving the fundamental objectives of:
  - *ex ante* certainty for the financial markets by clearing defining and simplifying the conflict of laws rules for dispositions of securities held with intermediaries
  - compatibility with the realities of modern systems for holding and transferring book-entry securities
  - compatibility with a broad range of legal traditions

8. We make these points because we believe that:

- The process that resulted in the Hague Securities Convention was a good one that allowed ample opportunity for many different stakeholders from a variety of legal traditions to express their views. Accordingly, the process and the end result of that process, namely, the Convention itself, deserve a high degree of respect.
- It is of great importance to the European financial markets that the Hague Securities Convention now be adopted as widely as possible, both by the Member States of the European Union and by their trading partners around the world.
- It would be unhelpful if adoption of the Hague Securities Convention were delayed due to the re-opening of questions that were fully discussed and considered during the consultation process.

### Substantive issues

We are aware that, prior to the publication of the Explanatory Report, some issues concerning the proper interpretation, scope and potential effects of the Convention were raised with the Commission subsequent to the adoption of the Convention by the Hague Conference in December 2002 and subsequent to the Commission's own proposal, mentioned above, that the Community sign the Convention.

A number of these issues were discussed at length during the course of the consultation process on the Convention, particularly concerning the proper interpretation and scope of the Convention. We believe that these issues are addressed in some detail in the Explanatory Report, either directly or by implication.

Some other issues raised with the Commission concern the potential economic or market effects of the Convention and arguably therefore go beyond the scope of the Explanatory Report, which is, of course, concerned only with explication of the text of the Convention, including its background, purposes and policy objectives.

We thought that you might find the following observations helpful in view of the importance of these measures to the European financial markets:

9. The Explanatory Report clarifies why the relatively simplistic formulation of the PRIMA principle set out in Article 9(2) of the SFD or the somewhat different, but still relatively simplistic, formulation of the PRIMA principle set out in Article 9 of the FCD has proven, after considerable discussion and analysis, to be inadequate as a longer-term solution to the need for legal certainty in this area. It is true that the Convention moves beyond the initial formulation of the PRIMA principle as reflected in the SFD and the FCD in the narrow sense of moving away from (geographical) place as a primary element of the test. However, it continues to focus the test on the relationship with the account holder's intermediary. It is uncontroversial that the Convention involves some change in existing EU measures, in particular, Article 9(2) of the SFD and Article 9 of the FCD. We believe that EU Member States were mindful of this when, as Hague Member States, they agreed the text of the Convention and concluded that it represented an improvement to the current position necessary for the further strengthening of the European financial markets. In other words, the fact that the Convention varies from existing EU measures is not a reason not to implement the Convention. The Explanatory Report clarifies why the reverse is, in fact, the case.<sup>3</sup> Furthermore, the Commission has already made clear that it intends to adopt the Convention approach and that it is willing to alter the SFD and the FCD.<sup>4</sup>
10. We understand that, following the adoption of the Convention in December 2002, a couple of commentators on the Convention have suggested that some aspects of the Convention are not

<sup>3</sup> There has been some discussion as to whether or not the Hague Securities Convention reflects the PRIMA principle as set out, for example, in current Community legislation (discussed in the text above) or, in fact, moves beyond PRIMA to a different test. To the extent that the term "PRIMA" suggests that place or location is a primary element of the rule, then PRIMA is probably not an appropriate acronym by which to designate the rule in the Convention, although the concept of place or location is relevant to some aspects of the rule. It has been suggested the "RIMA" (the "relevant intermediary approach") would be a more appropriate acronym in light of the fact that the account holder's relationship with its intermediary is central to the rule in the Convention. However, the acronym "PRIMA" is now well-known, and may be viewed as simply referring to a focus on the importance of the intermediary as opposed to other approaches and, in particular, as opposed to the archaic "look-through" approach described in the Explanatory Report. In this letter, for simplicity and convenience, we follow widespread (if not entirely precise) market usage in referring to the rule in the Convention as an advanced form of the "PRIMA" rule. The label is less important than a precise articulation of the rule itself, which we believe is achieved by Articles 4 and 5 of the Convention. This precise articulation further benefits from a clear and detailed exposition in the Explanatory Report of the significance of Articles 4 and 5 of the Convention.

<sup>4</sup> See page 25 of the Commission's Communication referred to in footnote 2: "The Commission will also take the necessary steps to bring the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive in line with the conflicts of law provisions of the Hague Convention."

entirely clear as to their proper interpretation and scope. The Convention is, of course, complex, because it deals with complex market realities – in particular, the complexities of securities intermediation involving tiers of intermediaries across national boundaries as well as the increasingly sophisticated nature of the custody function itself at the level of each intermediary. Nonetheless, we believe that the Explanatory Report, which is detailed and comprehensive, addresses any reasonable concerns regarding the proper interpretation and scope of the Convention. It also provides a clear explanation of the policy objectives of the Convention.

Of course, we fully support the view that the Convention should only be signed or ratified after the Explanatory Report is finished. However, now that the draft Explanatory Report has been published, we understand that, following the end of the official consultation period set by the Hague Conference for Hague Member States, the Explanatory Report will rapidly be finalised. In recognising the need for speed, the Permanent Bureau has indeed requested that Hague Member States confine their comments to matters of substance. Assuming that there are no major substantive issues raised by Hague Member States regarding the Explanatory Report, we understand that it is anticipated that it will be finalised promptly. Given the quality of the current draft Explanatory Report, we consider it unlikely that any major substantive issues will be raised on it.

11. It has been suggested that the Convention achieves legal certainty only for the intermediary and the account holder, and that it impairs transparency that currently exists. We find this a surprising suggestion, given the broad and open consultative process described above that led to the adoption of the Convention. Clearly, the purpose of the Convention is to achieve legal certainty as to the law applicable to govern certain rights in securities for all relevant parties. As to transparency, it is hard to understand why the current position is thought to offer more transparency, particularly given the uncertainties as to the relevant conflict of laws rules in most jurisdictions, as described in the Explanatory Report.

We are aware that there has been some discussion of these issues within the ISDA membership, and that there may be reasonable differences of view. We respect the fact that these issues are complex, including the market realities that are being addressed, and that it is not unreasonable to consider these points. In considering these issues, we would like to offer the following observations, which are supported by a clear majority of the members of ISDA's Collateral Law Reform Group:

As to legal certainty, the Convention rules in Articles 4 and 5 will point clearly to a single applicable law to govern certain rights in securities in virtually all cases. This certainty must benefit all persons with an actual or prospective interest in the securities. We believe that this is borne out by the Explanatory Report.

The argument regarding transparency has, superficially, more force, but not when examined in detail. It is an inevitable fact of life in the context of private accounts even under existing rules, including Article 9(2) of the SFD and Article 9 of the FCD, that the account holder and its intermediary will inevitably have the best information regarding the holder's account, including where it is maintained (to the extent, for example, that Article 9 of the FCD applies). Leaving aside the difficulties, already mentioned, of determining with certainty where an account is, in fact, maintained, a party proposing to assert an interest in or claim against securities recorded in an account maintained for an account holder will need to know of the existence of the account, the identity of the intermediary (and perhaps other relevant facts regarding the intermediary) and, presumably, details of the securities held with the intermediary. We do not believe, therefore, that position regarding transparency is altered by the Convention.

It should also be borne in mind that securities intermediaries are professional and responsible parties, licensed, subject to prudential supervision and regulated as to the conduct of their business.

12. As highlighted in the Annex to this letter, the largest group of members, by geographic region, within ISDA is the European membership, and this is reflected in the composition of the Board of Directors of ISDA. ISDA has a long history of commitment to and support for the European financial markets, and certainly would not support any measure that favours one geographic region or market over another. We understand that it has been suggested that the Hague Securities Convention favours US financial market participants and US law as a potential applicable law under the rules in Articles 4 and 5 of the Convention. We do not believe that this is the case.

There are no grounds for the view that the Convention was mainly designed for systems following the US model. The Drafting Group took enormous pains to produce rules that are neutral as between different legal and conceptual structures, and any other result would always have been unlikely given the traditions of the Hague Conference and the broad and open consultative process followed in this case, which we have referred to above. One of many signs that there was no “US bias” in this project is the fact that none of the three principal authors of the Explanatory Report represents a jurisdiction where local systems follow the US model.<sup>5</sup>

We hope, and trust, that the foregoing is uncontroversial. Notwithstanding this, we understand that it has been suggested that the Convention rules set out in Articles 4 and 5 would make it easier for a US customer to impose its domestic law on a European custodian than would be the case under current rules.

Again, this is an issue regarding which we are aware that there has been some discussion within the ISDA membership, and that there may be reasonable differences of view. In considering these issues, we would like to offer the following observations, which are supported by a clear majority of the members of ISDA’s Collateral Law Reform Group:

First, we are not sure why the issue has been framed in the way it has: namely, a US customer having greater freedom under the Convention rules than under current law to impose its domestic law on a European custodian. If this were true (which we do not believe to be the case), then presumably the converse would also be true, namely, that a European customer would find it easier to impose its domestic law on a US custodian. Greater choice and freedom for customers, including European customers, would presumably not, in itself, be a bad thing.

Secondly, we do not understand why it is thought that the Convention rules would give more power to a customer than the customer already has. Currently a customer may insist upon its domestic law applying if it wishes to do so simply by insisting that a global intermediary open an account for it in its home jurisdiction. If a particular global intermediary is unwilling to do that, the customer, whether it is US, European or other, will normally have a choice of other intermediaries who would be willing and able to open an account for it in its home jurisdiction. This is certainly true for European customers.

---

<sup>5</sup> The legal framework for custody and for securities settlement in the United Kingdom, for example, cannot be accurately described as “based on the US model”. Even less so the legal framework for custody and for securities settlement in Germany and Japan, respectively.

In light of the foregoing, to the extent that US customers are currently opening accounts located outside the US, they are clearly doing so for good commercial reasons and are happy to do so as a commercial matter. We see no reason for this to change as a result of the Convention.

If anything, the enhanced certainty created by the Convention should make it easier for a customer from any future Convention Member State dealing with an intermediary from another Convention Member State to open an account governed by an agreed foreign law, since the customer, on the basis of the Convention, will be able to determine with certainty which law will apply to certain rights in the securities in its account, and to investigate with confidence the legal (and generally, as a result, also the regulatory) framework that will therefore apply.

13. Finally, we understand that it has been alleged that the Convention would interfere with the operation of the Settlement Finality Directive. It is difficult to comment on this without considering in more detail the arguments made to support this view, but we do not believe that this is the case. We would be happy to discuss this with you in more detail to the extent that you believe that this is a point requiring further study. Again, the Explanatory Report may assist in clarifying any misconception about the operation of the Convention that may underlie this particular concern.
14. In conclusion, we understand that it has been suggested to the Commission that:
  - (a) the Convention should not be signed by the Community or by any Community Member State until the draft Explanatory Report has been finalised;
  - (b) the Convention should not be signed by the Community or by any Community Member State before the United States signs;
  - (c) the Convention should not be signed until an impact assessment has been performed to assess the possible implications of the Convention both for Community law and also for national law in Community Member States.

Regarding (a), we agree. We understand that this is the intention of all parties concerned.

Regarding (b), we do not see why this is necessary, but we certainly see no harm in co-ordinating the signature and ratification of the Convention with signature and ratification by other major trading partners of the Community, including the US, Japan and Switzerland. We understand that an informal process of co-ordination is currently underway to encourage all of these countries, along with the Community and its Member States to sign the Convention under the current Dutch presidency. We would strongly endorse a co-ordinated approach in this regard, and particularly strongly endorse the signature (followed, where necessary in any particular country, by ratification) of the Convention under the current Dutch presidency.

Regarding (c), we see no reason why an impact assessment should be necessary. Those issues of which we are aware and which have been raised regarding the Convention since it was adopted in December 2002 were all raised during the consultation period and extensively discussed at that time. The final text of the Convention reflects the results of those discussions, and the Explanatory Report fills in the necessary detail and background against which to interpret and assess the Convention. We would therefore respectfully suggest that it would not be fruitful to re-open these questions. We hope that once the Explanatory Report has been thoroughly studied, there will be general agreement that no further impact assessment is necessary. If, however, the Commission should decide that an impact assessment is necessary, we would

- (i) be happy, of course, to assist the Commission in whatever way is possible, including by providing appropriate input on the financial markets and on market practices; and
- (ii) hope that Commission would very carefully define the nature and scope of the study and insist on a completion date consistent with being able to sign the Convention under the current Dutch presidency.

We hope that the foregoing is helpful in your deliberations on this crucial measure for the European financial markets. It will be highly beneficial for the European financial markets to have put this measure in place so that the Community may then turn its attention to the substantive legal issues highlighted by the Giovannini Group and others relating to securities held with intermediaries, which will form the subject of the Commission's Legal Certainty Project, mentioned above.

We would be pleased to discuss the issues raised in this letter with you in more detail if you would find that helpful. If so, please do not hesitate to contact either of the undersigned.

Yours sincerely,

Dr Peter M Werner  
ISDA European Office  
[pwerner@isda-eur.org](mailto:pwerner@isda-eur.org)

E.H. Murray  
Chairman, ISDA Collateral Law Reform Group  
[ed.murray@allenoverly.com](mailto:ed.murray@allenoverly.com)

Copies to:

**European Commission**

Commissioner Antonio Vitorino  
Directorate General Justice and Home Affairs  
European Commission  
1049 Brussels  
Belgium  
[antonio.vitorino@cec.eu.int](mailto:antonio.vitorino@cec.eu.int)

Mr Alexander Schaub  
Director General  
Directorate General Internal Market  
European Commission  
1049 Brussels  
Belgium  
[alexander.schaub@cec.eu.int](mailto:alexander.schaub@cec.eu.int)

Mr Mario Nava  
Head of Unit - Directorate G - Financial Markets  
Directorate General Internal Market  
European Commission  
1049 Brussels  
Belgium  
[mario.nava@cec.eu.int](mailto:mario.nava@cec.eu.int)

Johnathan Faull  
Director General  
Directorate General Justice and Home Affairs  
European Commission  
1049 Brussels  
Belgium  
[johnathan.faul@cec.eu.int](mailto:johnathan.faul@cec.eu.int)

Francisco Fonseca Morillo  
Director of Civil Justice, Rights and Citizenship  
Directorate C  
European Commission  
1049 Brussels  
Belgium  
[francisco.fonseca-morillo@cec.eu.int](mailto:francisco.fonseca-morillo@cec.eu.int)

Mario Paulo Tenreiro  
Director of Directorate C-1 Civil Justice  
European Commission  
1049 Brussels  
Belgium  
[mario-paulo.tenreiro@cec.eu.int](mailto:mario-paulo.tenreiro@cec.eu.int)

Anne Marie Rouchaud Joet  
Legal Service - Service Juridique  
European Commission  
1049 Brussels  
Belgium  
[anne-marie.rouchaud-joet@cec.eu.int](mailto:anne-marie.rouchaud-joet@cec.eu.int)

**Council of the European Union**

Mr Paul Meijknecht  
Chairman of the Committee on Civil Law Matters  
Council of the European Union  
Rue de la Loi, 175  
1048 Brussels  
Belgium  
[Paul.Meijknecht@minbuza.nl](mailto:Paul.Meijknecht@minbuza.nl)

Fernando R. Paulino Pereira  
Responsible for Judicial Co-operation in Civil Matters  
Justice and Home Affairs  
Council of the European Union  
Rue de la Loi, 175  
1095 Brussels  
Belgium  
[fernando.paulinopereira@consilium.eu.int](mailto:fernando.paulinopereira@consilium.eu.int)  
[maria.verbeckmoes@consilium.eu.int](mailto:maria.verbeckmoes@consilium.eu.int)

### **The International Swaps and Derivatives Association**

The International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA) is the global trade association representing leading participants in the privately negotiated derivatives industry, a business that includes interest rate, currency, commodity, credit, and equity swaps, options, and forwards, as well as related products such as caps, collars, floors, and swaptions.

ISDA was chartered in 1985 and today numbers over 600 member institutions from 46 countries on six continents. These members include most of the world's major institutions who deal in, and leading end-users of, privately negotiated derivatives as well as associated service providers and consultants. A list of ISDA's members is available from the website at <http://www.isda.org>.

Roughly half of ISDA's members are European institutions,<sup>6</sup> with the next largest group being North American, followed by members from the Asia-Pacific region, with remainder based in other parts of the world, including South America and South Africa. Of ISDA's non-European membership, the vast majority have significant operations in the European financial markets and/or regular dealings with other market participants operating from within the European financial markets. Of the 20 primary members represented on ISDA's current Board of Directors, 10 are European institutions and all of the remainder have significant operations in Europe.

ISDA's members therefore have a deep and longstanding interest in the legal and regulatory framework for financial transactions in Europe

ISDA has participated in many European and national consultations on legal and regulatory matters affecting the European financial markets and is grateful for each opportunity to express financial market concerns about legislative initiatives affecting financial markets, to provide information about financial market practice where helpful in shaping legislative policy and generally to encourage appropriate and market-sensitive modernisation of legal and regulatory regimes in this area.

---

<sup>6</sup> For example, of ISDA's primary members, which include the leading dealers in international derivatives markets, 104 out of the 202 primary members as of the date of this letter are European institutions.

**List of observer organisations invited to participate in the consultation process on the Hague Securities Convention<sup>7</sup>**

***Intergovernmental organisations***

African Development Bank

Asian Development Bank

Bank for International Settlements (BIS)

European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)

European Central Bank (ECB)

European Commission

European Council

European Parliament

Forum of European Securities Commissions (FESCO)

Inter-American Development Bank

International Bank for Reconstruction and Development (the World Bank)

International Institute for the Unification of Private International Law (UNIDROIT)

International Monetary Fund (IMF)

International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA)

Organisation for Economic Co-operation and Development

Organization of American States (OAS)

United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL)

<sup>7</sup>

Most of these were represented at working group meetings held at the Hague in January 2001 and January 2002.

***Non-governmental organisations***

American Central Securities Depositories Association (ACSDA)

Emerging Markets Traders Association (EMTA)

European Banking Federation

European Central Securities Depositories Association (ECSDA)

European Securities Forum

Financial Markets Lawyers Group (FMLG)

Inter-American Bar Association

International Bar Association (IBA)

International Councils of Securities Associations

International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA)

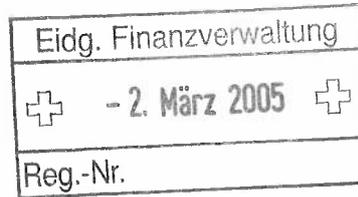
Inter-Pacific Bar Association

Union Internationale des Avocats (UIA)

# PRAGER DREIFUSS

R E C H T S A N W Ä L T E  
A T T O R N E Y S A T L A W

Eidg. Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern



MÜHLEBACHSTRASSE 6  
CH-8008 ZÜRICH

TEL +41 1 254 55 55

FAX +41 1 254 55 99

MAIL@PRAGER-DREIFUSS.COM

WWW.PRAGER-DREIFUSS.COM

ZÜRICH UND BERN

REPRÄSENTANZ BRÜSSEL

Zürich, 28. Februar 2005

B1155993.doc/25300

## Vernehmlassung Bucheffektengesetz / Haager Wertpapierübereinkommen

Sehr geehrte Damen und Herren

Gerne komme ich Ihrer Einladung zur Vernehmlassung zum *Bucheffektengesetz* mit den nachfolgenden Ausführungen nach:

Insgesamt ist dieses Gesetzgebungsprojekt zu begrüessen, da es Recht und Wirklichkeit im modernen Custody-Geschäft zur Übereinstimmung bringt.

In **Art. 3 lit. b zweiter Halbsatz** könnte ich mir eine Formulierung wie folgt vorstellen: „*das Verhältnis zwischen Kontoinhaber und Emittent sowie zwischen Namenaktionär und Gesellschaft bleibt unberührt*“.

Der Begleitbericht bezeichnet **Art. 4** als Legaldefinition der Bucheffekten. Dabei werden allerdings die Begrifflichkeit und die Rechtswirkungen vermischt. Der zweite Halbsatz von Art. 4 Abs. 1 lit. b („insbesondere sind sie dem Zugriff der weiteren Gläubiger der Verwahrungsstelle entzogen“) sollte deshalb hier entfallen. Dabei handelt es sich um eine Frage der Rechtszugehörigkeit bzw. der Absonderung, die in Art. 17 geregelt wird.

Dr. Eric L. Dreifuss (Konsulent) • Dr. Tis Prager • Gaudenz F. Domenig LL.M. (also admitted in New York) • Dr. Urs Brunner • Dr. André E. Lebrecht LL.M. (also admitted in New York)  
Dr. Andreas Moll M.C.J. (also admitted in New York) • Stephan Neidhardt LL.M. (dipl. Steuerexperte) • Ralph Butz LL.M. • Dr. Christoph Graber • Daniel S. Hayek LL.M.  
Dr. Hans-Ulrich Brunner LL.M. (also admitted in New York) • Verena Morscher-Guggenbühl LL.M. (also admitted in New York) • PD Dr. Hans Rudolf Trüeb LL.M. • Prof. Dr. Urs Bertschinger  
Christina B. Reutter Gerster LL.M. • Stephanie Comtesse • Matthias Bürge LL.M. • Dr. Urs Feller (also solicitor in England and Wales) • Dieter Kindlimann LL.M.  
Julia Cvitanic LL.M. (also admitted in New York) • Christian Lang • Dominique Sigl • Dr. Martina Wittibschlager LL.M.  
Dr. Markus Oehrli (dipl. Steuerexperte) • Dr. Gion Jegher LL.M. • Dr. Emanuel C. Hofacker • Lukas Blättler • Julia Rutishauser  
(alle eingetragen im Anwaltsregister des Kantons Zürich / all registered with the attorneys' registry of the Canton of Zurich)

Fürsprecher und Notar Marco Strahm (Bern) • Fürsprecher Dr. Philipp E. Zurkinden LL.M. (Bern/Brüssel) • Fürsprecher und Notar Kurt Baumgartner (Bern, Konsulent)  
Dr. Rino Siffert (Bern) • Fürsprecher Samuel Dürr (Bern, dipl. Steuerexperte)  
(alle eingetragen im Anwaltsregister des Kantons Bern / all registered with the attorneys' registry of the Canton of Berne)

Prof. Dr. Anton K. Schnyder LL.M. (Konsulent, nicht als Rechtsanwalt zugelassen)

**Art. 5 Abs. 2** wird erst durch die Erläuterung auf S. 45 des Berichtes klar, weshalb die Wahl schweizerischen Rechts sinnvollerweise im Gesetz erwähnt werden sollte. Der letzte Halbsatz kann hingegen entfallen, da er einer Selbstverständlichkeit entspricht. Es liesse sich deshalb wie folgt formulieren: „...und andere Finanzintermediäre, sofern **dieses Gesetz anwendbar ist**“.

In **Art. 8 Abs. 2 lit. b** wird ein Aspekt geregelt, der ausschliesslich vertragsrechtlicher Natur ist: Kontoinhaber hat Verwahrung bei einer bestimmten Verwahrstelle vereinbart und Verwahrstelle will dies nun ändern. Dies entspricht einer Vertragsänderung, welche gemäss Art. 1 OR der Zustimmung des Kontoinhabers bedarf. Das muss nicht ins Gesetz. Art 8 Abs. 2 lit b wäre deshalb ersatzlos zu streichen. Der Klarheit halber liesse sich Art. 8 Abs. 1 wie folgt ergänzen: „**Eine Verwahrstelle ist vorbehältlich einer anderweitigen ausdrücklichen Vereinbarung auch ohne Zustimmung des Kontoinhabers ...**“.

Die Expertengruppe hat sich entschieden, keine Pflicht zur Segregation von Eigen- und Kundenbeständen bei Drittverwahrern anzuordnen. Dieser Entscheid ist nachvollziehbar. Ob es allerdings zum Schutz vor Netting-Vereinbarungen unter Finanzintermediären der Regelung in **Art. 12 Abs. 1** bedarf, erscheint als zweifelhaft. Diese Bestimmung impliziert Drittwirkung, was ausländische Verwahrstellen unbeeindruckt lassen wird, falls sie aus irgend einem Grund auf Effekten greifen wollen, welche die Schweizer Verwahrstelle im eigenen Namen aber für Rechnung ihrer Kunden hinterlegt hat. Vor diesem Hintergrund ist auch nicht ausgeschlossen, dass diese Bestimmung Schweizer Kunden in falscher Sicherheit wiegt, denn soweit die Schweizer Verwahrstelle gegenüber einer ausländischen Verwahrstelle Netto-Schuldnerin ist, lässt sich letztlich nie gänzlich ausschliessen, dass seitens einer ausländischen Verwahrstelle trotzdem auf Kunden-Effekten gegriffen wird, und dies zumal dann, wenn die Schweizer Verwahrstelle bei der anderen Verwahrstelle zwar zwei Effektenkonten führen lässt, aber der anderen Verwahrstelle nicht mitteilt, dass es sich bei einem Konto um Kundeneffekten handelt. Art. 12 Abs. 1 ist in der vorgeschlagenen Form also nicht hinreichend, um den Schutz des Kontoinhabers unter allen Umständen zu verwirklichen. Er ist in der vorgeschlagenen Form aber auch nicht unter allen Umständen sinnvoll, da sich der Kundenschutz je nach den konkreten Gegebenheiten auch mittels eines konkreten Hinweises auf einer Transaktionsbestätigung („für Rechnung eines Kunden“) verwirklichen lässt, sodass die Gegenpartei sinnvollerweise nicht mehr von einem Verrechnungsrecht ausgehen darf. Stattdessen wäre eine Verpflichtung der Verwahrstelle denkbar sicherzustellen, dass etwa eine Netting-Vereinbarung nicht zu Lasten der Kunden wirkt (vgl. Art. 44 lit. g BankV betreffend Treu-

handanlagen, wenn auch aus Sicht der Revision). Der Einleitungssatz von Art. 12 Abs. 1 liesse sich unter der Marginalie „Schutz von Kundenbeständen“ wie folgt formulieren: „Die Verwahrstelle ergreift angemessene Massnahmen, dass die bei einer anderen Verwahrstelle gehaltenen Bucheffekten ihrer Kunden sowie deren Lieferansprüche nicht berührt werden durch...“

Zu Art. 14 drängen sich verschiedene Bemerkungen auf: (1) Abs. 1 ist insofern unvollständig, als dass er nur von der Verfügung über Bucheffekten des Kontoinhabers „auf eigene Rechnung und im eigenen Namen“ der Verwahrstelle spricht. Hinsichtlich des im Begleitbericht erwähnten Securities Lending and Borrowing entspricht dies dem sog. *Principal-System*, indem der Finanzintermediär von Kunden borgt und dann auf eigene Rechnung und im eigenen Namen wieder ausleiht. Hier reihen sich also zwei Wertschriftendarlehensverträge aneinander. Beim sog. *Agent-System* leiht die Bank im eigenen Namen, jedoch *auf fremde Rechnung* aus, was vom Wortlaut von Abs. 1 dann eigentlich nicht mehr erfasst wäre. Es bedarf deshalb einer offeneren Formulierung, etwa: „Ein Kontoinhaber kann der Verwahrungsstelle das Recht einräumen, über seine Bucheffekten zu verfügen“. (2) Mit Abs. 2 soll nun die fragwürdige Auffassung der Eidg. Bankenkommission (EBK-Jahresbericht 2002, 47 f.) zum Gesetz werden. Die EBK wollte damit ein Sonderprivatrecht schaffen, was abzulehnen ist. Auch im Rahmen des Bucheffektengesetzes drängt sich eine spezielle Regelung nicht auf. Hier werden Aspekte vertragsrechtlicher Natur betroffen, welche sinnvollerweise abschliessend im allgemeinen Vertragsrecht geregelt bleiben (z.B. Ungewöhnlichkeitsregel betreffend einzelner Klauseln in Allgemeinen Geschäftsbedingungen). Zudem besteht kein Anlass, eine spezifische Produktkontrolle für ein spezifisches Wertschriftengeschäft zu etablieren. Securities Lending ist ein Custody-Produkt, weshalb sich die Integration in das Depotreglement an sich geradezu aufdrängt. Die Praxis zeigt aber, dass dieses Vorgehen von den Kunden teilweise abgelehnt wird. Der Markt hat sich hier mit anderen Worten selber reguliert, was sich auch im erwähnten Jahresbericht der EBK nachlesen lässt. Es bedarf der Regulierung in Abs. 2 deshalb nicht. Abs. 2 ist ersatzlos zu streichen.

Art. 16 Satz 2 ist meines Erachtens missverständlich formuliert, indem der Ausweis der Verwahrstelle als „Beweismittel“ bezeichnet wird. Damit bleibt unklar, ob eine novatorische Wirkung gemeint ist, was hier nicht zutreffen dürfte (vgl. Art. 116 Abs. 1 OR). Vielmehr handelt es sich um ein abstraktes Schuldbekenntnis im Sinne von Art. 17 OR, analog zum heutigen Depotauszug, womit dem Kunden oder der Verwahrstelle der Gegenbeweis offen steht, einen anderen Depotbestand nachzuweisen (vgl. zum Ganzen URS BERTSCHINGER, Securities Len-

ding and Borrowing, Band I: Grundlagen und Analyse der Geschäftsform, Zürich 1994, S. 264 f.). Dem Ausweis gemäss Art. 16 wird demnach nur deklaratorische Bedeutung zukommen, was keiner Regelung im Gesetz bedarf. Art. 16 Satz 2 wäre folglich wie folgt zu formulieren: „*Diesem Ausweis kommt nicht die Eigenschaft eines Wertpapiers zu*“.

**Art. 20 Abs. 2** erscheint angesichts der immanenten öffentlich-rechtlichen Vorbehalte und des unter Auftragsrecht angesagten „denkenden Gehorsams“ doch als sehr weit gefasst. Er könnte ohne weiteres entfallen, da sein wesentlicher Gehalt bereits in Art. 20 Abs. 1 enthalten ist.

In **Art. 21 Abs. 3** wäre statt von der blossen „Fusion“ vom „Fusionsgesetz“ zu sprechen, da der Erwerb von Bucheffekten nicht nur mittels Fusion, sondern auch mittels anderer im Fusionsgesetz geregelter Vorgänge erfolgen kann (in diesem Sinne schon der Begleitbericht, S. 69).

Sofern der Kontoinhaber eine spezifische Verwahrstelle bezeichnet, erscheint es nicht als angemessen, dass die Verwahrstelle die in **Art. 28 Abs. 2 Satz 1** vorgesehene Haftung nur ausschliessen „*kann*“. Vielmehr ergibt sich die Rechtslage aufgrund der konkreten Umstände. Hat ein Kunde mit entsprechender Erfahrung etwa eine konkrete Drittverwahrung verlangt, so dürfte diese Haftung als Folge dieser Regelung automatisch ausgeschlossen sein. Dieser Aspekt ist vertragsrechtlicher Natur und bedarf deshalb keiner eingehenden Regelung im Bucheffektengesetz. Entsprechend wäre Art. 28 Abs. 2 Satz 2 zu streichen und Art. 28 Abs. 2 Satz 1 wie folgt zu ergänzen: „*...im Sinne von Artikel 8 verwahren, so haftet sie vorbehältlich anderweitiger Vereinbarung für gehörige Sorgfalt ...*“. Damit wird dieser Aspekt in den Rahmen von Art. 1 OR gestellt, was als sachgerecht erscheint.

Hinsichtlich des *Haager Wertpapierübereinkommens* verweise ich auf meinen Beitrag in der Festschrift Kramer, Basel 2004, den Sie in der Anlage finden.

Für allfällige Fragen im Zusammenhang mit den obigen Ausführungen steht der Unterzeichnete selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung. Für die Kenntnisnahme meiner Bemerkungen danke ich Ihnen.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Urs Bertschinger', written in a cursive style.

Prof. Dr. Urs Bertschinger

Beilage: erwähnt

Privatrecht und Methode  
*Festschrift für Ernst A. Kramer*

*Herausgeber*

HEINRICH HONSELL

ROGER ZÄCH

FRANZ HASENBÖHLER

FRIEDRICH HARRER

RENÉ RHINOW

HELBING & LICHTENHAHN

*Basel Genf München*

*Bibliographische Information Der Deutschen Bibliothek*

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet unter <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Das Recht, das Werk mittels irgendeines Mediums (technisch, elektronisch und/oder digital) zu übertragen, zu nutzen oder ab Datenbank sowie via Netzwerk zu kopieren und zu übertragen oder zu speichern (downloading), liegt ausschliesslich beim Verlag. Jede Verwertung in der genannten oder in anderen gesetzlich zugelassenen Fällen bedarf deshalb der vorherigen schriftlichen Einwilligung des Verlags.

ISBN 3-7190-2274-9

© 2004 by Helbing & Lichtenhahn Verlag, Basel

---

# Hague Convention on the Law applicable to certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary – ein Schritt zur Vereinheitlichung des Rechts der Wertschriftenmärkte

Urs Bertschinger

## I. Einführung

Die Wertschriftenverwahrung sowie die Abwicklung von Wertschriftentransaktionen („Clearing“ und „Settlement“) ist in Recht und Praxis „zersplittert“. Sie ist deshalb für die Marktteilnehmer gleich aus mehreren Gründen nach wie vor kostenintensiv<sup>1</sup>. Auf der Grundlage fragmentierter Verwahrung führt die Lex chartae sitae-Regel bei international diversifizierten Wertschriftenportfolios zu einer schier unüberschaubaren Rechtsvielfalt. Diese Zersplitterung spiegelt sich im Recht der kleinen Schweiz, indem für die Wertpapiere die sachenrechtlichen Vorschriften des materiellen Rechts und des internationalen Privatrechts gelten<sup>2</sup>, für die entmaterialisierten Wertschriften (*Wertrechte*)<sup>3</sup> hingegen die zessionsrechtlichen Vorschriften<sup>4</sup>. Immerhin kann das auf die Verpfändung von Wertpapieren und Wertrechten<sup>5</sup> anwendbare Recht durch die Parteien gewählt werden; die Rechtswahl lässt sich Dritten aber nicht entgegenhalten (Art. 105 Abs. 1 IPRG). Die objektive Anknüpfung einer Teilrechtsübertragung ist auf nationaler Ebene bereits wieder aufgesplittert, indem die Verpfändung von Wertpapieren dem Recht am gewöhnlichen Aufenthalt des Pfandgläubigers unterliegt, die Verpfändung von Wertrechten jedoch dem auf diese anwendbaren Recht (Art. 105 Abs. 2 IPRG)<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu Neue Zürcher Zeitung, 14./15. Februar 2004, Nr. 37, 21, sowie Neue Zürcher Zeitung, 19. Februar 2004, Nr. 41, 33.

<sup>2</sup> Art. 641 ff. und Art. 884 ff. ZGB sowie Art. 100, 104 und Art. 105 IPRG.

<sup>3</sup> Vgl. auch die Definition in Art. 2 lit. a BEHG.

<sup>4</sup> Art. 164 OR und Art. 145 IPRG; stellvertretend DIETER ZOBL, Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht), SZW 2001, 108 und 110 f.

<sup>5</sup> Nach der Terminologie des internationalen Privatrechts handelt es sich dabei um die „anderen Rechte“ im Sinne von Art. 105 Abs. 1 IPRG.

<sup>6</sup> Vgl. zum Ganzen CHRISTOPHE BERNASCONI/DAVID KÄNZIG/NEDIM PETER VOGT, Switzerland, in: RICHARD POTOK (Hrsg.), Cross Border Collateral: Legal Risk and

Die „Hague Convention on the Law applicable to certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary“ will im Wertschriftenkollisionsrecht klarere Verhältnisse schaffen. Sie ist am 13. Dezember 2002 durch die diplomatische Konferenz angenommen worden und liegt nun zur Unterzeichnung und Ratifikation auf<sup>7</sup>. Ziel der neuen Haager Konvention ist, die in einem Kundendepot durch einen Zwischenverwahrer („intermediary“) gehaltenen Wertschriften in mancherlei Hinsicht einem einheitlichen Recht zu unterwerfen<sup>8</sup>. Angeknüpft wird an einen Depotvertrag („account agreement“), der die Verwahrung bzw. Verbuchung von Wertschriften regelt. Vertragsparteien sind der „account holder“ (Depotkunde) und der (relevante) Zwischenverwahrer<sup>9</sup>. Für Depotverträge, die bereits vor Inkrafttreten des Übereinkommens abgeschlossen wurden, bestehen bedeutsame Übergangsvorschriften<sup>10</sup>. Als Wertschriften („securities“) gelten „any shares, bonds or other financial instruments or financial assets (other than cash), or any interest therein“<sup>11</sup>. Damit sind also nicht nur Wertschriften im klassischen Sinne erfasst, sondern auch Derivate auf Wertschriften. Die Definition ist sehr offen formuliert, verlangt jedenfalls keine Standardisierung der Effekten<sup>12</sup> und schliesst selbst Derivate auf „Commodities“ nicht a priori aus, obwohl dies kaum dem Willen der involvierten Delegationen entsprechen dürfte<sup>13</sup>. Diese Finanzinstrumente müs-

---

the Conflict of Laws, 2002, 568 ff.; OLIVIER FAVRE, Die Berechtigung von Depotkunden an auslandsverwahrten Effekten, Diss. Zürich 2003, 220 ff.

<sup>7</sup> Der Konventionstext ist auf [www.hcch.net](http://www.hcch.net) abrufbar. Derzeit stehen auf dieser Website eine englische, französische und spanische, jedoch keine deutsche Fassung zur Verfügung.

<sup>8</sup> Vgl. die Definition von „securities held with an intermediary“ in Art. 1 Abs. 1 lit. f des Übereinkommens, an die im Ingress von Art. 2 Abs. 1 des Übereinkommens für den Anwendungsbereich des relevanten Rechts angeknüpft wird.

<sup>9</sup> Vgl. die Definitionen in Art. 1 Abs. 1 lit. d und e des Übereinkommens.

<sup>10</sup> Vgl. Art. 15 und 16 des Übereinkommens.

<sup>11</sup> Art. 1 Abs. 1 lit. a des Übereinkommens.

<sup>12</sup> Vgl. dazu Art. 4 BEHV, SR 954.11.

<sup>13</sup> Vgl. den Kommentar der portugiesischen Delegation in Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 9, März 2002, 4, sowie die Vorbehalte von ALEXANDER KERN, The development of a uniform choice of law rule for the taking of collateral interests in securities, Part 1, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, December 2002, 58 f.: „The term ‚other financial instruments‘ appears to be a catchall that can be construed widely, which might undermine legal certainty by allowing certain unintended transactions to fall under the Convention’s jurisdiction“. Der Vorschlag des Bundesverbandes deutscher Banken, dass „securities“ dann vorliegen sollen, „if they are [standardly] negotiable on the capital market or which are normally dealt in“ (Hague Conference on Private Inter-

sen durch einen Intermediär für Rechnung des Kunden in einem Depot gehalten werden; ihrem Charakter nach handelt es sich bei der neuen Haager Konvention also um eine „book entry convention“.

Die Globalisierung des Wertschriftenkollisionsrechts ist angesichts der längst vollzogenen Globalisierung der Wertschriftenmärkte eine zwingende Notwendigkeit. Dem Vernehmen nach soll die neue Haager Konvention dem Parlament zusammen mit dem Effektenverwahrungsgesetz vorgelegt werden. Als Staatsvertrag geht die neue Haager Konvention unserem internationalen Privatrecht vor (Art. 1 Abs. 2 IPRG). Das Übereinkommen hat ausschliesslich internationalen Charakter und findet deshalb auf rein nationale Sachverhalte keine Anwendung (Art. 3 des Übereinkommens).

Leider lässt sich nicht sagen, dass die neue Haager Konvention eine einfache Lektüre darstellt, was auch zahlreiche Kommentare in den verschiedenen vorbereitenden Dokumenten belegen. Es ist deshalb zu begrüßen, dass die Haager Konferenz bereits einen erläuternden Bericht zu diesem neuen Regelwerk in Aussicht gestellt hat, der aber noch der Publikation harret. Allerdings sind auch Staatsverträge in erster Linie aus sich selbst heraus auszulegen<sup>14</sup>, so dass sich die bestehenden Unsicherheiten nicht ohne weiteres beseitigen lassen. Nichtsdestotrotz wird man den erläuternden Bericht in der praktischen Anwendung der Konvention sicherlich gerne zu Rate ziehen.

Mit Blick auf die praktischen Bedürfnisse der Effektenmärkte ist die durch die Haager Konvention angestrebte Vereinheitlichung des Kollisionsrechts sicherlich kein Allheilmittel. Wenngleich die Wertschriften im Rahmen nationaler Zentralverwahrung eigentlich ein nationales Thema geblieben sind, so haben sich die Effekentransaktionen stark internationalisiert. Die hohe Bedeutung grenzüberschreitender Transaktionen rückt vermehrt Kollisionen auf materiellrechtlicher Ebene in den Brennpunkt der Diskussion. Und dieses Problem wird durch die neue Haager Kollisionsrechtskonvention ja gerade nicht gelöst. Damit sind einerseits die nationalen Gesetzgeber aufgerufen, ihre Rechtsordnungen anzupassen. In der Schweiz fallen die Bemühungen um ein

---

national Law, Preliminary Document No 18, 28. November 2002, 116 f.), hat nicht Eingang in die Konvention gefunden.

<sup>14</sup> Vgl. Art. 31 f. des Wiener Übereinkommens über das Recht der Verträge, SR 0.111; siehe etwa BGE 117 V 267: „Die Auslegung eines Staatsvertrages hat in erster Linie vom Vertragstext auszugehen. Erscheint dieser klar und ist seine Bedeutung, wie sie sich aus dem gewöhnlichen Sprachgebrauch sowie aus Gegenstand und Zweck des Übereinkommens ergibt, nicht offensichtlich sinnwidrig, so kommt eine über den Wortlaut hinausgehende ausdehnende bzw. einschränkende Auslegung nur in Frage, wenn aus dem Zusammenhang oder der Entstehungsgeschichte mit Sicherheit auf eine vom Wortlaut abweichende Willenseinigung der Vertragsstaaten zu schliessen ist.“

Wertpapierverwahrungsgesetz (WVG) in Betracht<sup>15</sup>, worauf noch zurückzukommen ist. Zudem hat die *Überwachung von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen* eine neue gesetzliche Grundlage im Nationalbankgesetz erhalten<sup>16</sup>. Der Systemschutz erfährt Konkretisierungen. Dass einer quasi autonomen internationalen Harmonisierung, geleitet nach den Bedürfnissen der internationalisierten Märkte, enge Grenzen gesetzt sind, haben selbst die richtliniengebundenen europäischen Staaten bei der Finalitätsrichtlinie gezeigt<sup>17</sup>, deren nationale Umsetzungen erhebliche Unterschiede aufweisen<sup>18</sup>. Das UNIDROIT hat sich deshalb bereits einem neuen, weit ambitionierteren Projekt verschrieben, den „Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities“<sup>19</sup>.

Nach dem Gesagten werden also die Wertschriftenverwahrung („Custody“) sowie die Abwicklung von Effektentransaktionen („Clearing and Settlement“) zum gesetzgeberischen Traktandum. Die Marktteilnehmer müssten es mit Genugtuung zur Kenntnis nehmen. Operationelle Risiken, einschliesslich Rechtsunsicherheiten<sup>20</sup>, sind für die Marktteilnehmer etwa ein

<sup>15</sup> Der Entwurf ist verfügbar auf [www.vondercrone.ch](http://www.vondercrone.ch). Im Kommentar zu Art. 1 des Gesetzesentwurfes (S. 7) wird festgehalten, dass „in allen wesentlichen Punkten... auf Kompatibilität mit dem Haager Entwurf geachtet [wurde]“. Der WVG-Vorentwurf wird derzeit überarbeitet, und es wird mit einer Vernehmlassung im Verlaufe des Jahres 2004 gerechnet. Siehe dazu auch die Pressemitteilung des Eidgenössischen Finanzdepartementes vom 9. April 2003 auf [www.efd.admin.ch](http://www.efd.admin.ch).

<sup>16</sup> Vgl. Art. 19 ff. NBG in revidierter Form vom 3. Oktober 2003. Unter die *Überwachung* fallen auch Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme, deren Betreiber ihren Sitz im Ausland haben, wenn wesentliche Betriebsteile oder massgebliche Teilnehmer sich in der Schweiz befinden. Zu den wesentlichen Betriebsteilen rechnet die Botschaft vom 26. Juni 2002, BBl vom 8. Oktober 2002, 6219, „beispielsweise IT-Einrichtungen“. Die Nationalbank arbeitet mit ausländischen Aufsichtsbehörden zusammen.

<sup>17</sup> Richtlinie 98/26/EG vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen. Diese Richtlinie hat bekanntlich für einen beschränkten Teilnehmerkreis eine Harmonisierung des Wertschriftenkollisionsrechts gebracht. Im Zusammenhang mit der Finalität wird es inskünftig auch den neuen Art. 27 BankG zu beachten gelten, der dem Systemschutz dient und per 1. Juli 2004 in Kraft getreten ist.

<sup>18</sup> Vgl. DOROTHEE EINSELE, Die internationalprivatrechtlichen Regelungen der Finalitätsrichtlinie, WM 2001, 2419 ff.

<sup>19</sup> Vgl. The UNIDROIT Study Group Position Paper August 2003, das den erwähnten Titel trägt; vgl. auch PHILIPP PAECH, Harmonising Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries as Collateral: the UNIDROIT Project, Unif. L. Rev. 2002–4, 1140 ff.

<sup>20</sup> Das Konsultativpapier „The New Basel Capital Accord“ des Basel Committee on

Kostenfaktor im Rahmen der Eigenmittelunterlegung. Um diese Risiken und Kosten zu minimieren<sup>21</sup>, werden Finanztransaktionen vermehrt von Sicherstellungen begleitet oder so konstruiert, dass ihnen ein Sicherungselement inhärent ist, etwa das Repo-Geschäft, das als kurzfristiges Finanzierungsgeschäft mit Wertschriftendeckung daher kommt<sup>22</sup>, oder die Ausleihe von Wertschriften („Securities Lending“), selbst ein Wertschriftengeschäft, das oftmals von einer Wertschriftendeckung begleitet wird<sup>23</sup>. Vor diesem Hintergrund lässt sich der kollisionsrechtliche sowie der materiellrechtliche Harmonisierungsbedarf im Wertschriftenbereich nicht bestreiten; der Weg dahin aber ist steinig und das spezifische Rüstzeug des Jubilars, die Rechtsvergleichung, für die weiteren Arbeiten ein unabdingbarer Begleiter. Bei der hier zur Diskussion stehenden staatsvertragsrechtlichen Harmonisierung des Wertschriftenkollisionsrechts entsteht das Interesse an ausländischen Rechtsauffassungen sogar auf der höheren Stufe des vereinheitlichten Rechts<sup>24</sup>, weshalb wir es bei der „Hague Convention on the Law applicable to certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary“ mit einer „Weltrechtsdisziplin“ zu tun haben.

## II. The Place of the Relevant Intermediary Approach (PRIMA)

Wertschriften werden heute weitgehend indirekt im Rahmen von Verwahrungssystemen gehalten. Dabei schliessen sich Finanzintermediäre entweder direkt oder indirekt einem Zentralverwahrer an, der die Wertschriften lagert oder im Falle der Entmaterialisierung ein Buchungssystem führt. Effekten

---

Banking Supervision vom April 2003 definiert die operationellen Risiken in Ziff. 607 (S. 120) wie folgt: „Operational risk is defined as the risk of loss resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems or from external events. This definition includes legal risk, but excludes strategic and reputational risk.“

<sup>21</sup> Vgl. die Präambel der PRIMA-Konvention: „Conscious of the importance of reducing legal risks, systematic risk and associated costs in relation to cross-border transactions involving securities held with an intermediary so as to facilitate the international flow of capital and access to capital markets.“

<sup>22</sup> Vgl. dazu grundlegend URS BERTSCHINGER, Repurchase Agreements – ein neues Geldmarktgeschäft, AJP 1997, 466 ff.; DLRS., Das Repo-Geschäft in seinen verschiedenen Aspekten, in: PETER NOBEL (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, 6/1997, Bern 1998, 31 ff., und nun auch die Arbeit von LAURENT GIOVANOLI, Zürich 2003.

<sup>23</sup> URS BERTSCHINGER, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, Band I und II, Zürich 1994 und 1995.

<sup>24</sup> Vgl. Art. 13 der Konvention betreffend einheitliche Auslegung.

werden im Rahmen derartiger Netzwerke übertragen, und zwar in der Regel ohne dass es zu einer physischen Lieferung von Titeln kommt. Der an den Wertschriften Berechtigte ist sich der einzelnen Übertragungsvorgänge oft gar nicht bewusst. Sein „Pfortner“ zu diesem System ist seine Bank oder seine Effektenhändlerin. Mit dieser Person unterhält der Anleger eine Depotbeziehung, und sie ist in der Terminologie der Konvention der „*relevante Intermediär*“ („*relevant intermediary*“)<sup>25</sup>. Wenn hervorgehoben wird, dass es sich dabei um den „*immediate intermediary*“ handeln muss, so wird der direkte Kontakt zwischen Anleger und Intermediär als Anknüpfungspunkt herausgestrichen<sup>26</sup>. Was sich „hinter“ diesem relevanten Intermediär im Zusammenhang mit der Verwahrung von Wertschriften und dem Clearing und Settlement von Transaktionen genau abspielt, verstehen bestenfalls Spezialisten. Die Intransparenz über das Netz von Zwischenverwahrern (Subcustodians), mit welchen der relevante Intermediär (Custodian) zusammenarbeitet, macht den Überblick aber selbst für Branchenkenner schwierig. Zwar führt die Spur entlang dieser Kette von Zwischenverwahrern letztlich zum Lageort eines physischen Wertschriftenbestandes oder eines Buchungsregisters (sog. „*look through approach*“<sup>27</sup>), aber diesen Bezugspunkten kann, wie sogleich genauer darzulegen ist, vernünftigerweise keine rechtliche Bedeutung zukommen.

Die Figur des relevanten Intermediärs ist auch für den Schweizer Juristen nicht neu, hat das Bundesgericht doch schon im Jahre 1976 die Verarrestierung des Anspruchs gegen eine inländische Bank auf Herausgabe von im Ausland verwahrter Wertschriften bejaht, sofern ihr Inhaber im Ausland wohnt<sup>28</sup>. In diesem Entscheid wird festgehalten, es entspreche der „*Verkehrsanschauung*“, „*dass ein Wertpapierdepot bei derjenigen Bank gelegen ist, die das Depotkonto führt, wo immer sich die einzelnen Papiere befinden. Der Bankkunde kann in der Regel nur über die kontoführende Bank auf seine Wertpapiere greifen. Hier erteilt er seine Börsenaufträge, und hier lässt er auch die mit der offenen Verwahrung von Wertpapieren üblicherweise verbundenen Verwaltungsarbeiten, wie Inkasso von Coupons und dergleichen, vornehmen.*“<sup>29</sup> Die bun-

<sup>25</sup> Vgl. die Definition in Art. 1 Abs. 1 lit. g des Übereinkommens.

<sup>26</sup> Vgl. Hague Conference on Private International Law, The Law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems, Report by CHRISTOPHE BERNASCONI, Preliminary Document No 1, November 2000, 42; KERN (FN 13), 439 f.

<sup>27</sup> Vgl. CHRISTOPHE BERNASCONI/RICHARD POTOK, PRIMA Convention brings certainty to cross-border deals, IFLR Januar 2003, 12.

<sup>28</sup> BGE 102 III 94 ff. Diese Rechtsauffassung wird auch in Art. 26 des Vorentwurfes für ein Wertpapierverwahrungsgesetz (WVG) aufgenommen; dazu schon FN 15.

<sup>29</sup> BGE 102 III 106. Die Lehre will diesen Entscheid auch auf Sammeldepots in der

desgerichtlichen Erwägungen zum Ausländerarrest führen in der Terminologie des internationalen Privatrechts allgemein ausgedrückt zum engsten Zusammenhang eines Wertschriftendepots. Diese Verallgemeinerung entspricht der Verkehrsanschauung, und darauf stellt der „*Place of the Relevant Intermediary Approach*“, kurz *PRIMA*<sup>30</sup>, ab<sup>31</sup>. Im Gegensatz dazu findet die mit der *Lex chartae sitae*-Regel verbundene internationale Rechtszersplitterung schon mangels Transparenz der Verwahrungsverhältnisse seitens des Anlegers keine Basis in einer Verkehrsanschauung. Stets ist bei der Verpfändung oder einer Vollrechtsübertragung der Ort des relevanten Intermediärs der einzige Platz, an dem die Wertschriften des Berechtigten „greifbar“ sind, denn jedem weiteren Zwischenverwahrer entlang der Übertragungskette bis zum physischen Lageort der Wertschriften oder deren Buchungsort ist der Depotkunde als primär Verfügungsberechtigter unbekannt, weshalb der Ort eines Zwischen- oder Zentralverwahrers zwangsläufig nicht den engsten geographischen Zusammenhang des Wertschriftenbestandes eines Depotkunden („Wertschrifteneigentümers“) im kollisionsrechtlichen Sinne widerspiegeln kann. Der *PRIMA*-Ansatz entspricht deshalb einer Modernisierung der *Lex situs*-Regel<sup>32</sup>.

Als Intermediär im Sinne des Übereinkommens gilt gemäss Art. 1 Abs. 4 selbst ein *Zentralverwahrer*, etwa die schweizerische *SIS SegalInterSettle*. Gleiches gilt für die *Zwischenverwahrer (Subcustodians)*, welche zwischen den „ersten“ (relevanten) Intermediär und den Zentralverwahrer geschaltet sind, was unter den teilnehmenden Delegationen offenbar unbestritten war, aber im Wortlaut der Konvention eigentlich nirgends einen klaren Ausdruck findet<sup>33</sup>. Sie

---

Schweiz anwenden (WALTER A. STOFEL, Kommentar zum Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs, Art. 272, N 41). Es bestehen im Schweizer Arrestrecht einem praktischen Bedürfnis entsprechend also keine Berührungängste mit der Figur des relevanten Intermediärs bzw. *PRIMA*.

<sup>30</sup> So die Präambel der englischen Fassung der *PRIMA*-Konvention.

<sup>31</sup> Vgl. auch HANNO MERKT/OLIVER ROSSBACH, Das „Übereinkommen über das auf bestimmte Rechte in Bezug auf bei einem Zwischenverwahrer sammelverwahrte Effekten anzuwendende Recht“ der Haager Konferenz für Internationales Privatrecht, *ZvglRWiss* 2003, 47.

<sup>32</sup> So auch Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 13, Juni 2001, 14: „*PRIMA* may legitimately be regarded as an updated application of the traditional *lex rei sitae* principle.“

<sup>33</sup> Allenfalls kann man im letzten Halbsatz von Art. 1 Abs. 4 des Übereinkommens den *Subcustodian* erkennen, wenn man das abschliessende „which it maintains“ in diesem verschachtelten Satz auf „intermediary“ bezieht. Der Bundesverband deutscher Banken hat um Erklärung dieses Halbsatzes im erläuternden Bericht zur Konvention gebeten (Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 18, 28. November 2002, 118).

werden als depotführende Partei im Verhältnis zu ihrem jeweiligen Vertragspartner im Rahmen von Art. 4 des Übereinkommens je zum relevanten Intermediär<sup>34</sup>. Die PRIMA-Konvention findet also grundsätzlich auch auf Übertragungsketten Anwendung, sodass sich die in Transaktionen involvierten Parteien mit den damit verbundenen Einflüssen auf die Übertragung von Effekten befassen müssen<sup>35</sup>. Der ebenfalls diskutierte, aber schliesslich verworfene Denkansatz „*Super-PRIMA*“, der einen einzigen Intermediär und das mit ihm verbundene Recht für massgeblich erklärt hätte, wurde nicht verwirklicht<sup>36</sup>.

Vom Status als Intermediär im Sinne des Übereinkommens ausgeschlossen sind die blossen *Führer eines Aktionärsregisters*, etwa die SAG SIS Aktienregister AG, welche als Tochtergesellschaft der SIS Group Aktienregister für Gesellschaften führt, die Namenaktien ausgegeben haben<sup>37</sup>. Ebenfalls nicht als Intermediär im Sinne der Konvention gilt der sog. *externe Vermögensverwalter*, der vom Kunden mit der Verwaltung eines Effektenkontos beauftragt ist, das durch einen Dritten, zum Beispiel eine Bank, geführt wird<sup>38</sup>. Gleich verhält es sich für den bloss Bevollmächtigten, der das Wertpapier oder eine entsprechende Bestätigung der Verwahrstelle in Händen hält, um ein mit den Wertschriften verbundenes Stimmrecht auszuüben. Und schliesslich fällt auch der *Nominee*, der als Fiduziar oder einfacher Beauftragter des wirtschaftlich Berechtigten im Aktienregister des Emittenten eingetragen ist<sup>39</sup>, nicht in den Anwendungsbereich der Konvention<sup>40</sup>.

<sup>34</sup> Vgl. DOROTHEE EINSELE, Das Haager Übereinkommen über das auf bestimmte Rechte im Zusammenhang mit zwischenverwahrten Wertpapieren anzuwendende Recht, WM 2003, 2354.

<sup>35</sup> Vgl. Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 14 A, Mai 2002.

<sup>36</sup> Vgl. Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 12, Mai 2002, sowie die durchwegs negativen Kommentare der Teilnehmer, darunter auch die Schweizer Delegation, zu *Super-PRIMA* im Preliminary Document No 14, Mai 2002, 41 ff.

<sup>37</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 3 lit. a des Übereinkommens. Gemäss dieser Bestimmung wird auch der „transfer agent for an issuer“ vom Anwendungsbereich der Konvention ausgeschlossen. Zu Recht hat der Bundesverband deutscher Banken darauf hingewiesen, dass dieser Begriff, den nicht alle Rechtsordnungen kennen, mit Beispielen zu illustrieren wäre (Appendix I zum Preliminary Document No 18, 28. November 2002 der Hague Conference on Private International Law, 119. Als denkbarer Anwendungsfall erscheint die *Festübernahme einer Emission durch eine Bank*.

<sup>38</sup> Art. 1 Abs. 3 lit. b des Übereinkommens.

<sup>39</sup> Zur Qualifikation LORENZO OLGIATI, Schweizerische Nominees im Aktienregister amerikanischer Publikumsgesellschaften, Zürich 1995, 150 ff.

<sup>40</sup> Art. 1 Abs. 3 lit. b des Übereinkommens. Art. 1 Abs. 5 des Übereinkommens betrifft

Diskutiert, aber unter der PRIMA-Konvention letztlich verworfen, wurde der Aspekt, ob der relevante Intermediär einer behördlichen Aufsicht unterstellt sein müsse, um in den Anwendungsbereich der Konvention zu fallen (sog. „supervisory test“ bzw. „regulatory test“)<sup>41</sup>. Dieser Gedanke wurde sicherlich zu Recht nicht Bestandteil der Konvention, denn ein derartiges materiellrechtliches Element hätte zu (weiteren) Unsicherheiten hinsichtlich der Anwendbarkeit der PRIMA-Regel im Einzelfall geführt<sup>42</sup>. Übrigens kann auch der in Art. 11 des Übereinkommens vorbehaltene *ordre public* des Forumstaates nicht als verkappter „supervisory test“ daherkommen.

### III. Anwendbares Recht

Das anwendbare Recht wird grundsätzlich bestimmt durch Art. 4 und Art. 5 des Übereinkommens. In Art. 4 ist die primäre Anknüpfung („primary rule“) geregelt, was der beschränkten subjektiven Anknüpfung entspricht. Sie wird allgemein als das Herzstück der Konvention bezeichnet<sup>43</sup>. In Art. 5 sind „fall-back rules“ definiert, welche die objektive Anknüpfung regeln. Darauf ist im Folgenden genauer einzugehen.

#### 1. Beschränkte subjektive Anknüpfung

Art. 4 des Übereinkommens verlangt ein Recht „expressly agreed in the account agreement“. Die Rechtswahl muss demnach ausdrücklich sein und kann sich nicht bloss aus den Umständen ergeben. Das ist eine Konzession an die Rechtssicherheit, die nach klaren Verhältnissen zu den Depotkunden verlangt. Allerdings schreibt die Konvention in Art. 4 – im Unterschied zu Art. 5 – für den Depotvertrag nicht

---

demgegenüber einen Spezialfall einschliesslich einer Vorbehaltsmöglichkeit. In einer schwer verständlichen Formulierung ist damit offenbar der Fall von Crest angesprochen, die auch als Zentralverwahrerin für irische Wertschriften amtiert. Ohne Abs. 5 würden diese im Verhältnis zwischen Crest und ihren Teilnehmern englischem Recht unterliegen. Vgl. auch Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 18, 28. November 2002, 27 ff.

<sup>41</sup> Vgl. Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 13, 13. Juni 2001, 20 f. Gemäss dem Vorentwurf zu einem Wertpapierverwahrungsgesetz (dazu schon FN 15) wird für die „Verwahrstellen“ im Sinne des Entwurfes verlangt, dass sie „zu diesem Zweck einer angemessenen Aufsicht unterstehen“.

<sup>42</sup> Zum Realitätskriterium als Rechtsunsicherheits-Faktor siehe unter III.1.

<sup>43</sup> KERN (FN 13), 59; A. V. M. STRUYCKEN, *Netherlands International Law Review* Vol. L 2003, Issue 1, 104.

die Schriftform vor. Im Übrigen unterliegt die Rechtswahl dem gewählten Recht. Das steht nicht so im Übereinkommen, ist aber die logische Konsequenz der kollisionsrechtlichen Verweisung<sup>44</sup>. Bereits auf der Stufe der PRIMA-Konvention stellt sich jedoch die praktisch bedeutsame Frage, ob die Rechtswahl mittels *Allgemeiner Depotbedingungen bzw. Allgemeiner Geschäftsbedingungen* von Finanzintermediären getroffen werden kann. Indem die Konvention verlangt, dass die Rechtswahl „expressly“ bzw. „expressément“ sein müsse, schliesst sie eine Rechtswahl mittels Allgemeiner Geschäftsbedingungen nicht aus, denn die Übernahme standardisierter Geschäftsbedingungen infolge eines mündlichen Hinweises oder der Verweis auf solche Bedingungen in einem Depotvertrag entspricht eben grundsätzlich einer *ausdrücklichen* Vereinbarung<sup>45</sup>. Dies gilt es bei der einheitlichen Auslegung der Konvention zu berücksichtigen<sup>46</sup>.

Nach dem Wortlaut des ersten Halbsatzes von Art. 4 Abs. 1 der Konvention ist das verwiesene Recht das Recht desjenigen Staates „whose law governs the account agreement“. Wenngleich die PRIMA-Konvention in erster Linie Effektenkollisionsrecht schafft, dürfte es aufgrund dieser Regelung in der Praxis selten zu einer gespaltenen Anknüpfung der effektenrechtlichen und der vertragsrechtlichen Aspekte kommen. Denn es erstreckt sich nach der erwähnten Regelung das für den Depotvertrag gewählte Recht automatisch auf die effektenrechtlichen Fragen gemäss Art. 2 des Übereinkommens; Vertrags- und Effektenkollisionsrecht sind insoweit verzahnt. Der zweite, weniger praxisrelevante Halbsatz von Art. 4 Abs. 1 der PRIMA-Konvention<sup>47</sup> eröffnet die Möglichkeit, ausdrücklich ein anderes Recht für die effektenrechtlichen Aspekte gemäss Art. 2 der Konvention zu bestimmen, womit gleichzeitig die freie Rechtswahl im Vertragsbereich gesichert wird<sup>48</sup>. In diesem Fall stützt sich die Rechtswahl für die effek-

<sup>44</sup> Vgl. Art. 116 Abs. 2 Satz 2 IPRG.

<sup>45</sup> Was der Jubilar zum materiellen schweizerischen Vertragsrecht dargelegt hat (ERNST A. KRAMER, Berner Kommentar, Bern 1980, Art. 1 OR, N 188 ff.), muss auch unter der PRIMA-Konvention gelten. FABIAN REUSCHLE, Haager Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte in Bezug auf Intermediär-verwahrte Wertpapiere anzuwendende Rechtsordnung, IPRax 2003, 500, hält denn auch fest, dass „das Erfordernis der ausdrücklichen Rechtswahlvereinbarung im Depotführungsvertrag... die Verwendung von banküblichen Allgemeinen Geschäftsbedingungen nicht aus[schliesst]“.

<sup>46</sup> Art. 13 des Übereinkommens.

<sup>47</sup> Im Wortlaut: „or if the account agreement expressly provides that another law is applicable to all the issues, that other law“.

<sup>48</sup> Das meinen BERNASCONI/POTOK (FN 28), 13, indem sie ausführen: „It is important to note that, although the law chosen by the parties to the account agreement as the law governing the contractual issues relating to the account agreement will also govern proprietary issues *in the absence of a provision in the agreement to the contrary*“ (Her-

tenrechtlichen Aspekte auf Art. 4 Abs. 1 der PRIMA-Konvention und für die vertragsrechtlichen Aspekte auf Art. 116 IPRG. Eine unspezifizierte Rechtswahl im Depotvertrag gilt ohne weiteres für die vertrags- und die effektenrechtlichen Aspekte; es bildet also Art. 4 Abs. 1 Satz 1 erster Halbsatz der PRIMA-Konvention die Grundnorm und der zweite Halbsatz die Spezialnorm.

Den Parteien ist es unbenommen, das Recht eines Staates zu wählen, der die Konvention nicht unterzeichnet hat (Art. 9 des Übereinkommens). Die Rechtswahl ist allerdings nicht völlig frei, sondern zwingend an einen „*reality test*“ gebunden<sup>49</sup>. Das gewählte Recht kann nämlich nur zur Anwendung gelangen, wenn der Intermediär im Zeitpunkt des Vertragsschlusses im betreffenden Staat eine Geschäftsstelle unterhält, die allein oder zusammen mit anderen Geschäftsstellen des betreffenden Intermediärs oder Dritten, die für den Intermediär im betreffenden Staat oder einem Drittstaat handeln, depotspezifische Handlungen vornimmt. Darunter sind (i) die Vornahme oder Überwachung von Depotbuchungen, (ii) die Auslösung und Entgegennahme von Zahlungen sowie die Betreuung administrativer (technischer) Verwaltungshandlungen bezüglich der vom Intermediär gehaltenen Wertschriften<sup>50</sup> sowie (iii) sonstige Aktivitäten im Zusammenhang mit der Führung von Wertschriftendepots zu verstehen. Entscheidend für die Qualifikation als Geschäftsstelle ist demnach, dass *direkt depotbezogene Tätigkeiten* ausgeübt werden, wogegen reine Administrativarbeiten („*overhead functions*“) nicht als relevante Aktivität zur Lokalisierung einer Geschäftsstelle des Intermediärs gelten<sup>51</sup>. Damit ist etwa die *Zweigniederlassung* eines ausländischen Effektenhändlers als Geschäftsstelle im Sinne der Konvention erfasst, da sie für den ausländischen Effektenhändler Kundenkonten führen kann, wogegen die bloss *Vertretung* eines ausländischen Effektenhändlers in der Schweiz lediglich Kundenaufträge an den ausländischen Effektenhändler weiterleitet oder ihn zu Werbe- oder anderen Zwecken vertritt<sup>52</sup>, und damit nicht im erforderlichen Sinne in die Depotführung involviert ist. Dies ergibt sich klar aus Art. 4 Abs. 2 lit. d des Übereinkommens<sup>53</sup>, der im Übrigen weitere *nicht* relevante Bezugspunkte auflistet:

---

vorhebung durch den Verfasser); zur Beschränkung der Rechtswahlfreiheit durch den sog. Realitätstest sogleich unten.

<sup>49</sup> Art. 4 Abs. 1 Satz 2 des Übereinkommens.

<sup>50</sup> Sog. „*corporate actions*“, wie Dividenden- oder Zinszahlungen, Amortisationen oder Ausschüttung von Bezugsrechten.

<sup>51</sup> Vgl. Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 10, April 2002, 17 f.

<sup>52</sup> Vgl. Art. 39 Abs. 1 lit. a der Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV).

<sup>53</sup> Gemäss Art. 4 Abs. 2 lit. d des Übereinkommens ist eine Geschäftsstelle nicht in rele-

Standorte technologischer Unterstützungseinrichtungen für die Depotbuchhaltung und die Datenverarbeitung sowie von Kommunikationszentren<sup>54</sup> und Versandzentralen oder Archiven. Alternativ ist der Realitätstest auch dadurch zu erbringen, dass der Intermediär durch einen Bankcode oder sonstwie als Halter von Wertschriftenkonti identifiziert ist<sup>55</sup>. Für den sog. *Global Custodian* ist nach den erbrachten Dienstleistungen zu differenzieren<sup>56</sup>. Die blossе Konsolidierung verschiedener Wertschriftenportfolios verbunden mit Performance-Berechnungen, um dem Kunden im Sinne einer modernen Dienstleistung den Überblick über sein weltweites Wertschriftenvermögen zu erleichtern, welches von Dritten verwahrt und verwaltet wird, entspricht nicht einer relevanten Tätigkeit des Intermediärs im Sinne der Konvention<sup>57</sup>.

Das Realitätserfordernis kann, wie erwähnt, allein oder zusammen mit anderen Geschäftsstellen des Intermediärs oder unter Beizug Dritter *im betreffenden Staat* erfüllt werden. Als Dritter dürfte insbesondere ein *Outsourcing-Dienstleister* in Frage kommen<sup>58</sup>. Das Übereinkommen lässt es auch zu, dass die

---

vanter Weise in depotführende Aktivitäten involviert, „if it engages solely in representational functions or administrative functions, other than those related to the opening or maintenance of securities accounts, and does not have authority to make any binding decision to enter into any account agreement“, was in eben dieser Weise auf die *Vertretung* eines ausländischen Effekthändlers in der Schweiz gemäss Art. 39 Abs. 1 lit. a Ziff. 2 BEHV zutrifft; vgl. Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 10, April 2002, 19.

<sup>54</sup> Vgl. dazu den letztlich nicht berücksichtigten kritischen Kommentar der Schweizer Delegation: „For example, we do not believe that the operation of call centers should be in the black list. On the contrary, this is an activity that is part of the servicing of securities accounts, which should rightfully be included in the white list“ (Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 14, Mai 2002, 34).

<sup>55</sup> Art. 4 Ziff. 1 lit. b des Übereinkommens.

<sup>56</sup> Für einen Überblick dazu vgl. DANIEL R. ROCCATO, *Global Custody*, in: JUDITH MABRY (ed.), *International Securities Lending*, New York 1992, 116 ff.

<sup>57</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 3 lit. b des Übereinkommens.

<sup>58</sup> Vgl. dazu das Rundschreiben der Eidgenössischen Bankenkommission: *Auslagerung von Geschäftsbereichen (Outsourcing)* vom 26. August 1999, letzte Änderung am 22. August 2002, wo im Anhang etwa die Auslagerung der gesamten Wertschriftenverwaltung an einen Dienstleister erwähnt wird, was einer relevanten Aktivität im Sinne der Intermediär-Definition der PRIMA-Konvention entspricht. Der Ort „where the mailing relating to securities accounts is organised“ ist gemäss Art. 4 Abs. 2 lit. c der PRIMA-Konvention als Teil der sog. „black list“ von den für die Qualifikation als Intermediär relevanten Aktivitäten ausgeschlossen, wogegen das EBK-Rundschreiben den „Druck und Versand von Bankdokumenten“ als relevanten Outsourcing-Fall erfasst.

depotbezogenen Aktivitäten des relevanten Intermediärs zusammen mit Personen *in einem anderen Staat* erbracht werden, was den Realitätsbezug zu einem bestimmten Staat und dessen Recht zwangsläufig abschwächt<sup>59</sup>. Der Begriff der Geschäftsstelle („office“)<sup>60</sup> im Sinne des Übereinkommens lässt sich nach dem Gesagten auf national oder international konsolidierter Basis erfüllen. Wo die Grenzen der internationalen Konsolidierung des Realitätserfordernisses liegen, wird sich noch weisen müssen, da sich hier Lokalisierungsprobleme ergeben können. Problematisch ist die Regelung nicht, vielmehr ist sie zu begrüßen, da sie betriebswirtschaftlichen Organisationsformen zu Recht keine nationalen Grenzen setzt und dem *Rechtswahlwillen der Parteien* zusätzliches Gewicht verleiht<sup>61</sup>.

Das Übereinkommen verlangt, dass das Realitätserfordernis „at the time of the agreement“ vorliegen muss. Die französische Fassung spricht vom „moment de la conclusion de la convention“<sup>62</sup>. Damit ist wohl der relevante Betrachtungszeitpunkt zum Ausdruck gebracht; es handelt sich um den *Zeitpunkt des Vertragsschlusses bzw. den Zeitpunkt der Rechtswahl*<sup>63</sup>. Diesem Zeitpunkt kommt bezüglich des Vorliegens eines Realitätselementes Fixierungswirkung zu<sup>64</sup>. Nachträgliche Änderungen aufgrund der Schliessung einer Geschäftsstelle oder Verschiebungen in deren Geschäftsaktivitäten müssen unberücksichtigt bleiben. Die englische Fassung lässt hingegen auch eine zeitraumbezogene Interpretation zu<sup>65</sup>, welche sich über die gesamte Dauer des Depotverhältnisses erstreckt. Damit würde die Bestimmung des anwendbaren Rechts „instabil“, und es ergäbe sich Spielraum für Missbrauch infolge bewusster

<sup>59</sup> Anlässlich der Diskussion um den Realitätstest hat etwa die Association of Global Custodians bezüglich der „modern custody practice“ auf die grosse praktische Bedeutung eines geographisch offenen Nexustests hingewiesen, vgl. Preliminary Document No 18, 28. November 2002, 76 f.

<sup>60</sup> Vgl. die Definition in Art. 1 Abs. 1 lit. j des Übereinkommens.

<sup>61</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang auch die Kritik am Realitätserfordernis am Ende dieses Abschnittes.

<sup>62</sup> Art. 4 Abs. 1 Satz 2 des Übereinkommens.

<sup>63</sup> Ebenso DANIEL GIRSBERGER/FLORENCE GUILLAUME, *Aspects de droit international privé du transfert et du nantissement des papiers-valeurs et des droits-valeurs détenus dans un système de dépôt collectif*, Abschnitt V. b.(iii), erscheint demnächst in *Gedächtnisschrift für Peter Nygh und MERKT/ROSSBACH* (FN 31), 46.

<sup>64</sup> A.M. wohl KERN (FN 13), 63, wonach das relevante Recht durch Art. 4 bestimmt wird, „so long as the intermediary maintains a legitimate office in the jurisdiction of the law chosen“.

<sup>65</sup> Gleich wie die französische Fassung in Art. 4 Abs. 1 des Übereinkommens dann allerdings auch die englische Fassung in Art. 16 Abs. 3 des Übereinkommens („at the time the agreement was entered into“).

nachträglicher Veränderungen von Realitätskriterien. Es kann nach dem Gesagten unter der PRIMA-Konvention nach Abschluss eines Depotvertrages also zur gültigen Rechtswahl ohne Realitätsbezug kommen. Das nachträgliche Entfallen des Realitätsbezuges bringt nicht die objektiven Anknüpfungskriterien gemäss Art. 5 der PRIMA-Konvention ins Spiel. Zum Schutz des Depotkunden muss es bei der Fixierung des Realitätskriteriums im Zeitpunkt der Einigung über die Rechtswahl bleiben; und dem Drittschutz kann kein rechtserheblicher Einfluss zukommen, weil mangels Transparenz der tatsächlichen Verhältnisse gar kein schutzwürdiges Vertrauen entsteht<sup>66</sup>. Schliesslich bleibt zu vermerken, dass mit Entfallen des Realitätsbezuges auch kein Fall der Rechtswahländerung gemäss Art. 7 des Übereinkommens vorliegt, denn es wird damit nicht der Depotvertrag ergänzt („amended“), wie es diese Bestimmung verlangt.

Ob mit dem Realitätskriterium Relevantes für den offenbar beabsichtigten Schutz Dritter<sup>67</sup> gewonnen ist, darf bezweifelt werden. Denn die mit diesem Ansatz verbundenen Rechtsunsicherheiten sind erheblich und die für einen wirksamen Drittschutz erforderliche Transparenz über die Verhältnisse bei der Geschäftsstelle eines Finanzintermediärs grundsätzlich nicht gegeben<sup>68</sup>. Es ist nicht einzusehen, wieso sich ein Wertschriftendepot nicht rechtsgenügend mit einem Schriftstück oder einem gleichwertigen Surrogat lokalisieren lässt („paper trail“). Dieser Ansatz läge im Interesse aller Marktteilnehmer. Für die direkt Beteiligten wäre dieser Ansatz einfach und klar zu handhaben. Mangels Transparenz über die Verhältnisse bei einer Geschäftsstelle sind Erwartungen eines Dritten weitgehend spekulativ. Damit verdienen sie keinen Rechtsschutz und dürften deshalb in der Praxis weitgehend bedeutungslos sein. Steht der Dritte aber mit dem Depotkunden (Wertschrifteninhaber) in Geschäftsbeziehung, so könnte er über eine (beglaubigte) Kopie des relevanten Depotvertrages das anwendbare Recht einfach und zweifelsfrei bestimmen. Da das Übereinkommen den Bestandsschutz Dritter gewährleis-

<sup>66</sup> Vgl. dazu auch die Ausführungen im nächsten Abschnitt.

<sup>67</sup> Vgl. DANIEL GIRSBERGER, Revolution des Internationalen Wertpapier-Sachenrechts? – Dynamik der Rechtsvereinheitlichung durch die Haager Konvention, in: STEPHEN V. BERTI/DANIEL GIRSBERGER (Hrsg.), „nur, aber immerhin“, Festgabe für Anton K. Schnyder zum 50. Geburtstag, Zürich 2002, 84 f.

<sup>68</sup> Die Bemerkungen von MERKT/ROSSBACH (FN 32), 47, zum Übervorteilungsschutz Dritter erscheinen von beschränkter Praxisrelevanz. Zu Recht hält auch ZOBL (FN 4), 113, FN 61, fest, „dass beim PRIMA nicht Verkehrsschutzinteressen im Vordergrund stehen, sondern das Interesse der beteiligten Parteien, im Voraus auf die Anknüpfung an eine bestimmte Rechtsordnung vertrauen zu können“.

tet<sup>69</sup>, wäre auch die Problematik der Änderung einer Rechtswahl gebannt, indem sich der Dritte grundsätzlich auf den ursprünglichen Vertrag und die dort enthaltene Rechtswahl verlassen könnte. Offenbar hat die romanische Rechts-tradition hier die Schranken gesetzt<sup>70</sup>, und es wäre vor allem die Drittwirkung einer blossen Rechtswahl der Parteien für manche Konferenzteilnehmer ein zu grosser Schritt gewesen<sup>71</sup>. *PRIMA mit Realitätsbezug* entspricht deshalb dem konsensfähigen Kompromiss<sup>72</sup>. Da die Konvention selbst einen „Review“-Prozess vorsieht<sup>73</sup>, ist in einem nächsten Schritt vielleicht ein noch radikaleres, aber klareres Konzept möglich, dass wohl auch den praktischen Bedürfnissen der modernen Finanzmärkte noch besser entsprechen dürfte. Es wäre darin zu sehen, die freie Rechtswahl im Anwendungsbereich der Konvention<sup>74</sup> zuzulassen und mangels Rechtswahl im Sinne einer objektiven Anknüpfung *PRIMA* zu etablieren<sup>75</sup>. Jedenfalls ist auf der Basis des verabschiedeten Konventionstextes weiterhin ein erheblicher Bedarf auszumachen „for due diligence or legal opinions as to which functions are performed by a given intermediary and at which places, and whether this could be classified as ‚maintenance of securities accounts‘“<sup>76</sup>.

## 2. Objektive Anknüpfung

Haben die Parteien keine Rechtswahl getroffen oder ist die getroffene Rechtswahl gemäss Art. 4 der Konvention nicht gültig, so knüpft Art. 5 Abs. 1 des

<sup>69</sup> Vgl. Art. 7 des Übereinkommens, dazu unten V.

<sup>70</sup> Vgl. GIRSBERGER (FN 67), 85.

<sup>71</sup> Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 13, Juni 2001, 17f., zur „ex-ante certainty“ sowie stellvertretend etwa den Kommentar der finnischen Delegation: „Letting parties to a custody agreement to select the applicable law seems, thus, to be the clearest solution. However, we could not accept a choice of law rule that would let the parties to a custody agreement to choose whichever law they like. The choice of the parties to a custody agreement would not only govern the contractual relationship between these parties but also the position and rights of third parties. Therefore, this freedom of agreement is to be limited in some way“ (Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 18, 28. November 2002, 41).

<sup>72</sup> Vgl. die Übersicht der diskutierten Ansätze bei KERN (FN 13), 60.

<sup>73</sup> Art. 14 des Übereinkommens.

<sup>74</sup> Art. 2 des Übereinkommens.

<sup>75</sup> Die objektive Anknüpfung gemäss *PRIMA* spiegelt sich bereits im geltenden Konzept der charakteristischen Leistung des Depositors gemäss Art. 117 IPRG.

<sup>76</sup> European Central Bank, Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 18, 28. November 2002, 72f., Hervorhebung in der Quelle, im Rahmen der Diskussion um den „reality test“.

Übereinkommens an den *Ort der Niederlassung* an, welche den Depotvertrag abgeschlossen hat. Vorausgesetzt wird ein schriftlicher Vertrag, der ausdrücklich und unzweideutig („expressly and unambiguously“) zum Ausdruck bringt, dass der Depotvertrag durch den betreffenden Intermediär abgeschlossen wurde. Allerdings ist dieser Zusammenhang im Sinne des Übereinkommens nur genügend, wenn damit das Realitätserfordernis gemäss Art. 4 Abs. 1 Satz 2 der Konvention erfüllt ist. Auch hier besteht eine Negativliste, die etwa Gerichtsstandsklauseln und Zustellklauseln für Dokumente<sup>77</sup> für die Lokalisierung des relevanten Intermediärs als irrelevant erklärt.

Subsidiär findet das *Inkorporationsstatut* des relevanten Intermediärs Anwendung oder das *Recht, nach dem der relevante Intermediär organisiert ist*. Falls auch dies nicht zutrifft, ist das Recht am *Geschäftsort* des relevanten Intermediärs berufen<sup>78</sup>. Stets gilt dabei der Abschluss eines schriftlichen Depotvertrages, oder falls kein solcher Vertrag existiert, der Zeitpunkt der Eröffnung des Wertschriftendepots als massgeblicher Anknüpfungzeitpunkt. Hier verzahnt sich das Wertschriftenkollisionsrecht mit dem internationalen Gesellschaftsrecht<sup>79</sup>; und es kommt der Wille zum Ausdruck, den Rechtsverkehr möglichst zu erleichtern.

Weitere gesellschaftsrechtliche Aspekte finden sich auf der „schwarzen“ Liste, welche als objektive Anknüpfungspunkte ausscheiden (Art. 6 des Übereinkommens). Insbesondere spielt der Sitz des Emittenten der Wertschriften<sup>80</sup> und der Ort, an dem ein Aktionärsregister geführt wird<sup>81</sup>, für die Anknüpfung unter der PRIMA-Konvention keine Rolle. Und das die Mitgliedschaft verbriefende Papier wird durch Art. 6 lit. b des Übereinkommens auf die Negativliste gesetzt und damit im Wertschriftenkollisionsrecht in die Bedeutungslosigkeit verbannt. Die erwähnte Bestimmung stellt sicher, dass die *lex chartae sitae* nicht im Wege einer „rückwärtsgewandten“ Interpretation, etwa als Ausdruck des weit verstandenen Geschäftsortes des relevanten Intermediärs, weiterlebt. Der Abschied vom Wertpapier nimmt seinen Fortgang.

<sup>77</sup> In der Praxis häufig sind sog. *Banklagernd-Vereinbarungen*, mit welchen die Zustellung von Post verhindert werden soll. Soweit der Ort der Lagerung überhaupt eruiert werden kann, vermag er das Realitätserfordernis unter der PRIMA-Konvention ebenfalls nicht zu erfüllen.

<sup>78</sup> Art. 5 Abs. 2 und 3 des Übereinkommens.

<sup>79</sup> Vgl. auch Art. 154 IPRG.

<sup>80</sup> Art. 6 (a) des Übereinkommens.

<sup>81</sup> Art. 6 (b) des Übereinkommens.

#### IV. Umfang des anwendbaren Rechts

Der Umfang des anwendbaren Rechts richtet sich nach Art. 2 der Konvention. Gemäss Art. 2 Abs. 1 lit. a bestimmt das anwendbare Recht die Wirkung der Buchung von Effekten in das Konto des Depotkunden gegenüber dem Intermediär sowie Dritten. Es geht mit anderen Worten etwa um die Frage, ob dem Depotkunden an einem sammelverwahrten Bestand an Wertschriften dingliche oder schuldrechtliche Ansprüche zustehen. Da dem Buchungsvorgang im schweizerischen Recht bislang keine konstitutive Wirkung zukommt<sup>82</sup>, hat der Vorentwurf zu einem Wertpapierverwahrungsgesetz diesen Aspekt aufgenommen. Die Buchung soll im nationalen Recht zum konstitutiven Rechtsvorgang werden<sup>83</sup>. Diesen sachrechtlichen Aspekt der Rechtsposition des Anlegers will und kann die PRIMA-Konvention mit ihrem kollisionsrechtlichen Fokus nicht regeln<sup>84</sup>. Die Arbeiten für ein Schweizer Wertpapierverwahrungsgesetz zielen demnach auch auf die Beantwortung von Fragen, welche durch die PRIMA-Konvention aufgeworfen werden. Das mit der weiteren Ausarbeitung des Wertschriftenverwahrungsgesetzes befasste Eidgenössische Finanzdepartement stellt denn auch fest: „Optimale Rechtssicherheit ergibt sich nur aus dem Verbund beider Erlasse“<sup>85</sup>. Die neue Haager Konvention enthält damit einen impliziten Auftrag an die nationalen Gesetzgeber, die für das reibungslose Funktionieren der Effektenmärkte erforderlichen Regeln zu schaffen.

Im Weiteren regelt das gemäss der Konvention berufene Recht die Wirkungen einer Verfügung über die Effekten gegenüber dem Intermediär sowie Dritten, das Prioritätsrecht bei einer Mehrheit behaupteter Rechtspositionen an den Effekten sowie die Erfordernisse für die Realisierung von Rechten an Effekten. Erfasst sind Voll- und Teilrechtsübertragungen (Pfandrechte)<sup>86</sup>. Als „disposition“ wird zudem das Retentionsrecht des Intermediärs gemäss

<sup>82</sup> Vgl. CHRISTOPH BRUNNER, Wertrechte – nicht verurkundete Recht mit gleicher Funktion wie Wertpapiere, Bern 1996, 211 ff.

<sup>83</sup> Vgl. Art. 22 VE WVG, dazu schon FN 15.

<sup>84</sup> Vgl. auch MERKT/ROSSBACH (FN 31), 40. Entgegen der Auffassung von EINSELE (FN 34), 2352, ist aber die Anknüpfung an den Buchungsvorgang kein Eingriff der PRIMA-Konvention ins Sachrecht. Stattdessen ist die Buchung ein Vorgang, dessen Wirkungen gerade dem verwiesenen Sachrecht überlassen bleiben; vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. a der Konvention.

<sup>85</sup> Vgl. die Pressemitteilung des EFD vom 9. April 2003 auf [www.efd.admin.ch/d/dok/medien/medienmitteilungen/2003/04/wertp.htm](http://www.efd.admin.ch/d/dok/medien/medienmitteilungen/2003/04/wertp.htm).

<sup>86</sup> Vgl. zur Bedeutung des Begriffes „disposition“ (Verfügung) Art. 2 Abs. 1 lit. b i. V. m. Art. 1 Abs. 1 lit. h sowie Art. 1 Abs. 2 des Übereinkommens.

Art. 895 ZGB aufgefasst<sup>87</sup>. Schliesslich soll das anwendbare Recht auch darüber entscheiden, ob die Verfügung über Effekten Zinsen, Dividenden und andere Ausschüttungen<sup>88</sup> sowie Rückzahlungsbeträge umfasst. Hier können freilich Normen des Inkorporationsstatutes der Emittentin eingreifen<sup>89</sup>.

Art. 2 Abs. 2 des Übereinkommens bestimmt, dass sich das anwendbare Recht auch dann nach der PRIMA-Konvention bestimmt, wenn die an den Effekten begründeten Rechte vertraglicher Natur („contractual in nature“ bzw. „de nature contractuelle“) sind. Die Schweiz stellt dafür derzeit einen Anwendungsfall dar, entsprechen entmaterialisierte Wertschriften bzw. Wertrechte doch blossen Forderungsrechten<sup>90</sup>. Die Gleichschaltung der sachen- und vertragsrechtlichen Qualifikation von Effekten durch die PRIMA-Konvention ist zu begrüßen, zumal es weitgehend im Ermessen des Emittenten liegen kann, ob Wertpapiere oder Wertrechte ausgegeben werden. Gleichwohl bleiben die rein vertragsrechtlichen Aspekte zwischen Depotkunde und Intermediär von der PRIMA-Konvention grundsätzlich unberührt<sup>91</sup>; die Konvention schafft eben bloss Effektenkollisionsrecht.

Die Rechtswahl schliesst die kollisionsrechtlichen Regeln („choice of law rules“ bzw. „règles de conflit de lois“) des verwiesenen Rechts aus. Der Titel von Art. 10 der Konvention erwähnt zudem den Ausschluss des „renvoi“ (Weiterverweisung)<sup>92</sup>. Genau genommen schalten die kollisionsrechtlichen

<sup>87</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. b i.V.m. Art. 1 Abs. 2 lit. c des Übereinkommens, der unter den Begriff der „disposition“ auch subsummiert: „a lien by operation of law in favour of the account holder's intermediary in respect of any claim arising in connection with the maintenance and operation of a securities account“.

<sup>88</sup> Unter den Begriff der „other distributions“ wird man auch die Bezugsrechte auf Aktien subsumieren dürfen.

<sup>89</sup> Gemäss einem Bericht von HANS CASPAR VON DER CRONE zur Stimmrechtsvertretung und Dispoaktien, verfügbar auf [www.rwi.unizh.ch/vdc/home.htm](http://www.rwi.unizh.ch/vdc/home.htm) (zur Publikation in REPRAX vorgesehen) sollen bei der sog. *Heimverwahrung* von börsenkotierten Namenaktien, die nicht innerhalb des *Wertpapierverwahrungs- und -verwaltungssystems, einschliesslich der von den Gesellschaften zur Verfügung gestellten Verwahrungsstellen*, gehalten werden, die Mitwirkungs- und Vermögensrechte bis zum Zeitpunkt der Eintragung des Erwerbers ruhen (Art. 686c VE OR). Hier besteht offenbar das Bestreben, den aktienrechtlichen Text mit dem Wertschriftenrecht zu koordinieren.

<sup>90</sup> Gemäss WVG-Vorentwurf (dazu schon in FN 15) soll hier ein mutiger Schritt vom Vertrags- ins Sachenrecht gemacht werden, indem Wertrechten, die durch Eintragung in das Hauptregister einer Zentralverwahrungsstelle begründet werden, kurzerhand „dingliche Wirkung“ zuerkannt wird, vgl. Art. 3 lit. c und Art. 18 Abs. 1 i.V.m. Art. 7 ff. WVG-Vorentwurf.

<sup>91</sup> Art. 2 Abs. 3 lit. a des Übereinkommens.

<sup>92</sup> Vgl. Art. 14 IPRG sowie zum Begriff MONICA MÄCHLER-ERNE, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Internationales Privatrecht, Art. 14, N 4.

Normen der PRIMA-Konvention die Regeln des IPR-Gesetzes, inklusive Weiterverweisung, welche dem Anwendungsbereich der Konvention entsprechen, aus, nicht mehr und nicht weniger. Die übrigen Bestimmungen des IPR-Gesetzes bleiben anwendbar, etwa für die Anknüpfung der Vertragsbeziehung zwischen dem relevanten Intermediär und seinem Depotkunden im Rahmen der obigen Ausführungen<sup>93</sup>.

## V. Bestandesschutz

Das Übereinkommen regelt auch den Fall, dass das auf das Depotverhältnis anwendbare Recht durch die Parteien geändert wird. Auf der Grundlage der Privatautonomie entspricht es unserem Rechtsverständnis, dass die Rechtswahl jederzeit geändert werden kann<sup>94</sup>, dadurch jedoch die Rechte Dritter nicht beeinträchtigt werden dürfen<sup>95</sup>. Dieses Credo findet seinen Niederschlag in Art. 7 der PRIMA-Konvention. Die Änderung der Rechtswahl ist zulässig, wobei Art. 7 Abs. 4 des Übereinkommens diejenigen Fälle bestimmt, in denen das vormals anwendbare Recht weiterhin zur Anwendung gelangt. Nach „altem“ Recht beurteilen sich unter anderem die Rechte an den Effekten, die vor der Änderung der Rechtswahl begründet wurden, sowie ihre Rangordnung. Keine ausdrückliche Regelung enthält die Konvention zur Frage, ob die nachträgliche Änderung der Rechtswahl unter den beteiligten Parteien auf den Zeitpunkt des Vertragsschlusses zurückwirkt<sup>96</sup>. Darüber kann – unter dem Vorbehalt der Drittwirkung – ebenfalls eine Vereinbarung getroffen werden.

Schliesslich ist Art. 7 Abs. 4 lit. b (iii) des Übereinkommens zu erwähnen. Diese Bestimmung ist im Zusammenhang mit der „Konkursfestigkeit“ des anwendbaren Rechts gemäss Art. 8 der Konvention zu sehen. Erstere Bestimmung besagt, dass die gemäss vorheriger Rechtswahl begründeten Rechte auch gegenüber einem Konkursverwalter Bestand haben<sup>97</sup>. Es ist also die konventionskonforme Rechtswahl „konkursfest“ und deshalb vom Konkursverwalter wie von den Parteien gewählt hinzunehmen.

---

<sup>93</sup> Vgl. oben unter III.1.

<sup>94</sup> Vgl., wenn auch für den Bereich des Vertragsrechts Art. 116 Abs. 3 Satz 1 IPRG, was aber gleichermassen für das internationale Sachenrecht gelten muss.

<sup>95</sup> Art. 104 Abs. 2 und Art. 105 Abs. 1 Satz 2 IPRG.

<sup>96</sup> Vgl. die ausdrückliche Regelung für den Vertragsbereich in Art. 116 Abs. 3 Satz 2 IPRG.

<sup>97</sup> Vgl. auch REUSCHLE (FN 45), 504.

## VI. Verhältnis zum Konkursrecht

Gemäss Art. 8 Abs. 1 des Übereinkommens ist das konventionskonform berufene Recht „konkursfest“; es sind also in einem Konkursverfahren die unter diesem Recht vor der Konkurseröffnung geschaffenen Positionen anzuerkennen. Die PRIMA-Konvention verankert international den Grundsatz, dass der Konkursverwalter die entsprechenden Rechtsverhältnisse so hinnehmen muss, wie er sie im Zeitpunkt des Konkurses vorfindet. Vorbehalten bleiben die materiellen und formellen Konkursbestimmungen, einschliesslich der Regeln zur Rangfolge der Gläubiger, der Anfechtung von Rechtshandlungen, welche die Gläubiger schädigen, und der Durchsetzung von Rechten<sup>98</sup>. Da die „insolvency proceedings“ definitionsgemäss auch Reorganisationsverfahren abdecken<sup>99</sup>, will der Vorrang der materiellen und verfahrensrechtlichen Vorschriften des anwendbaren Vollstreckungs- bzw. Reorganisationsrechts ebenfalls Sanierungsverfahren schützen<sup>100</sup>.

## VII. Ordre Public und Eingriffsnormen

Art. 11 Abs. 1 und 2 des Übereinkommens regelt das Verhältnis der Konvention zum (negativen) ordre public und den lois d'application immédiate des Forumstaates. Gemäss Abs. 1 soll die Anwendung der Konvention nur ausgeschlossen werden, wenn sie offenbar („manifestly“ bzw. „manifestement“) dem ordre public des Forumstaates widersprechen würde. Man muss diese Bestimmung wohl so lesen, dass sie die Anwendung des ordre public weiter zurückdrängt, indem nicht jede, sondern nur eine *offenbare* Verletzung fundamentaler Rechtsgrundsätze den ordre public ins Spiel bringt<sup>101</sup>.

Art. 11 Abs. 3 des Übereinkommens schiebt dem sog. „Heimwärtsstreben“ von Gerichten einen Riegel. Es muss dem Recht am Ort des Gerichts, welches nicht dem konventionskonform berufenen Recht entspricht,

<sup>98</sup> Art. 8 Abs. 2 des Übereinkommens. Unter schweizerischem Recht sind in diesem Zusammenhang etwa die Art. 219 SchKG (Rangfolge), Art. 232 Abs. 2 Ziff. 4 SchKG (Ablieferung von Pfandgegenständen zur Verwertung durch das Konkursamt unter Wahrung des Vorzugsrechtes) und Art. 285 ff. SchKG (Anfechtung) zu beachten.

<sup>99</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 1 lit. k des Übereinkommens.

<sup>100</sup> Vgl. Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document, Juni 2001, 27.

<sup>101</sup> Zu Umschreibungen des ordre public aus schweizerischer Sicht vgl. MÄCHLER-ERNE (FN 94), Art. 17 IPRG, N 13.

„with respect to perfection or relating to priorities between competing interests“ die Anwendung versagt bleiben<sup>102</sup>. Damit ist in erster Linie der Drittschutz angesprochen, denn „perfection“ im Sinne der Konvention meint „completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition“<sup>103</sup>. Im Übrigen ist Art. 11 Abs. 3 der PRIMA-Konvention nicht etwa e contrario so zu verstehen, dass die umfassende Gültigkeit des konventionskonform berufenen Rechts abgeschwächt würde.

### VIII. Ausblick

Die Präambel der PRIMA-Konvention betont „the urgent practical need in a large and growing global financial market to provide legal certainty and predictability as to the law applicable to securities that are now commonly held through clearing and settlement systems or other intermediaries“. Dieses Bedürfnis ist unbestritten. Aber werden diese Ziele durch die PRIMA-Konvention erreicht? Die „Hague Convention on the Law applicable to certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary“ schafft für die Rechte an Effekten kollisionsrechtliche Vorschriften. Gewisse Vorbehalte gegenüber der PRIMA-Konvention beziehen sich einerseits auf den Regulierungsansatz der Konvention, weil mit dem Realitätserfordernis für die Lokalisierung des relevanten Intermediärs eine für die Marktteilnehmer nicht einfach zu beherrschende Gültigkeitsvoraussetzung für die Rechtswahl geschaffen wurde<sup>104</sup>. Und andererseits kann die hohe Zahl unbestimmter Rechtsbegriffe zum Stolperstein werden<sup>105</sup>. Man wird deshalb vor vertiefter praktischer Erfahrung mit der PRIMA-Konvention nicht mehr als verhalten positiv auf dieses neue Regelwerk reagieren dürfen<sup>106</sup>. Da die PRIMA-Konvention bloss das Wertschriftenkollisionsrecht vereinheitlicht, gilt es zudem weiterhin die Unwägbarkei-

---

<sup>102</sup> Vorbehalten bleibt die Anwendung konkursrechtlicher Vorschriften, vgl. Art. 8 Abs. 2 des Übereinkommens sowie den Kommentar der spanischen Delegation in Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 18, 28. November 2002, 102.

<sup>103</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 1 lit. i des Übereinkommens.

<sup>104</sup> Vgl. oben unter III.1.

<sup>105</sup> In diesem Sinne auch European Central Bank in Hague Conference on Private International Law, Preliminary Document No 18, 28. November 2002, 9.

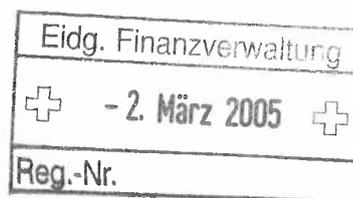
<sup>106</sup> Auch aus deutscher Sicht fällt die Einschätzung nicht vorbehaltlos positiv aus, vgl. MERKT/ROSSBACH (FN 31), 51 f.

ten des materiellen Rechts im Auge zu behalten<sup>107</sup>. Und mit dem Folgeprojekt der UNIDROIT zu den „Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities“ bleibt ein Mammutwerk zu bewältigen.

---

<sup>107</sup> GIRSBERGER/GUILLAUME (FN 63), weisen am Ende des Abschnittes über Konsequenzen der Haager Konvention für die Schweiz (VI.) sibyllinisch darauf hin: „Or, l'application du droit matériel actuel peut réserver bien des surprises.“

Eidgenössische Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern



Basel, 28. Februar 2005  
J.021/CWi/JRe

## Bucheffektengesetz und Haager Wertpapierübereinkommen - Anhörung

Sehr geehrte Frau Schaerer  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf Ihr Schreiben vom 13. Dezember 2004, womit Sie uns Gelegenheit bieten, zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten und eines Bundesbeschlusses zur Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens Stellung zu nehmen.

Nachdem das Bucheffektengesetz auf einen Vorstoss unserer Vereinigung zurückgeht (Schreiben vom 26. Januar 2003 an Herrn Bundesrat Villiger), freuen wir uns, heute zum Bericht und Entwurf der Expertengruppe Kuhn Stellung nehmen zu dürfen. In diesem Sinn vertreten wir gleichzeitig die SIS SegalInterSettle (SIS), mit der wir den Vorstoss 2003 gemeinsam unternommen haben und die als schweizerischer Zentralverwahrer unsere Haltung vollumfänglich teilt.

Der Entwurf eines Bucheffektengesetzes trägt den Anforderungen des Wertpapiergeschäfts in hervorragender Weise Rechnung, klärt eine Vielzahl offener Fragen und schafft so ein Mehr an Rechtssicherheit, das dem Finanzplatz Schweiz gut ansteht. Was im Begleitschreiben zum Vorentwurf von der Crone stand, gilt erst recht für das heute vorliegende Werk: Es ergänzt das seit 1936 unveränderte Wertpapierrecht der Schweiz im Blick auf die weltweiten Entwicklungen des Effektengeschäfts. Über die vergangenen Jahrzehnte haben sich „Custody“, „Clearing“ und „Settlement“ in der Praxis weit vom Gesetzestext entfernt (Stichworte: Sammelverwahrung, Globalurkunden, Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck). Der nun vorliegende Entwurf unterzieht die gesetzlichen Regeln der Verwahrung und Verwaltung von Effekten einer „Nachführung“ und verbessert so die Rechtssicherheit im Effektengeschäft. Damit erfährt unser Finanzmarktrecht einen längst fälligen Modernisierungsschub und der Finanzplatz Schweiz eine Attraktivitätssteigerung.

In diesem Sinn befürworten wir die Vorlage mit den nachstehenden Änderungsvorschlägen

Auch das Haager Wertpapierübereinkommen findet bei unseren Mitgliedern breite Zustimmung. Es schafft Klarheit in zahlreichen, heute offenen Fragen und ist im Zusammenhang mit dem Bucheffektengesetz zu würdigen.

Die heutige Verwahrpraxis der Schweizer Banken im Zusammenspiel mit den Zentralverwahrern, insbesondere der SIS, hat sich über die letzten Jahre zu hoher Professionalität, Effizienz und Stabilität, aber weg vom historischen Gesetzestext entwickelt („Custody“, „Clearing“ und „Settlement“). Diese inzwischen sehr bewährten Qualitäten der Schweizer Bankpraxis gilt es nun - im Interesse der Rechtssicherheit - auch gesetzgeberisch zu verankern. Mit der Schaffung von Bucheffekten wird die entsprechende Lücke zwischen Bankpraxis und Zivilrecht wieder geschlossen. Behelfskonstruktionen wie z.B. die Namenaktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titledruck werden so in das ordentliche Recht übergeführt. Daneben bleiben die herkömmlichen Instrumente des Wertpapierverkehrs nach wie vor zulässig (Wertpapiere, auch in Sammelverwahrung und Globalverurkundung). Das Bucheffektengesetz harmonisiert gleichsam „Alt“ und „Neu“ in solider Verbindung. Das erhöht die Rechtssicherheit und mit ihr die Stabilität der Handels-, Abwicklungs- und Verwahrungssysteme. Für den Finanzplatz Schweiz ergibt sich daraus ein Schritt vorwärts und eine Steigerung seiner Wettbewerbsfähigkeit. Das gilt umso mehr, als der Entwurf attraktive Errungenschaften der Schweizer Bankpraxis wie z.B. das „Contractual Settlement“ mit seiner im internationalen Vergleich hohen Speditivität weiterhin gewährleistet und z.T. sogar verbessert. Letztlich kann der Entwurf als eine fruchtbare Zusammenführung von Theorie und Praxis gelten.

Nachstehend konzentrieren wir uns auf das Bucheffektengesetz, zu dem wir bloss noch wenige Verbesserungen anregen möchten.

## I. Materielle Hauptanliegen

### Art. 8 (Ermächtigung zur Drittverwahrung)

Dieser Artikel sollte auf den Anwendungsbereich des Gesetzes (Art. 2), nämlich Bucheffekten und als deren Grundlage hinterlegte Wertpapiere oder Wertrechte eingeschränkt werden. Wir schlagen vor, ihn entsprechend anzupassen:

„<sup>1</sup> Eine Verwahrungsstelle ist auch ohne Zustimmung des Kontoinhabers befugt, Bucheffekten und als Grundlage von solchen hinterlegte beziehungsweise eingetragene Wertpapiere, Globalurkunden oder Wertrechte durch eine andere Verwahrungsstelle in der Schweiz oder im Ausland verwahren zu lassen.

~~<sup>2</sup> Eine Verwahrungsstelle ist zur Verwahrung bei einer anderen Verwahrungsstelle nur mit ausdrücklicher Zustimmung des Kontoinhabers befugt, wenn~~

~~a. eine ausländische Verwahrungsstelle nicht einer Aufsicht untersteht, welche ihrer Tätigkeit angemessen ist; oder~~

~~b. bei der Verwahrungsstelle Wertpapiere hinterlegt sind und der Kontoinhaber ausdrücklich Verwahrung durch diese Verwahrungsstelle verlangt.~~

Untersteht die ausländische Verwahrungsstelle nicht keiner Aufsicht, welche ihrer Tätigkeit angemessen ist, muss die ausdrückliche Zustimmung des Kontoinhabers eingeholt werden.“

Bei Abs. 2 dieses Artikels schlagen wir vor, auf das Attribut der „Angemessenheit“ der ausländischen Aufsicht zu verzichten. Wenn die Banken hier jeweils die Angemessenheit beurteilen müssten, wäre je nach Land mit unterschiedlich hohem Aufwand zu rechnen. Auch stellt sich die Frage, ob die dann erforderlichen Gutachten mit ihren gelegentlichen Unwägbarkeiten die Rechtssicherheit nicht eher mindern als stärken. Das liefe in letzter Konsequenz dem Stabilitätsziel zuwider. Deshalb schlagen wir vor, in Abs. 2 auf die Qualifikation der „Angemessenheit“ zu verzichten.

Für die Ermächtigung der Verwahrungsstelle zur Drittverwahrung von Wertpapieren und Wertrechten, die die nicht als Grundlage für Bucheffekten dienen, schlagen wir vor, das Hinterlegungsvertragsrecht durch einen neuen Art. 481 Abs. 4 OR zu ergänzen, der wie folgt lauten kann:

„<sup>4</sup> Sind Gegenstand der Hinterlegung sammelverwahrte Wertpapiere, Globalurkunden oder Wertrechte im Sinn von Art. 973a - 973c dieses Gesetzes, darf der Aufbewahrer diese auch ohne Zustimmung des Hinterlegers durch einen anderen Aufbewahrer verwahren lassen, wenn es sich bei diesem um eine Verwahrungsstelle im Sinn des Bucheffektengesetzes handelt.“

#### **Art. 10 Abs. 2 Satz 1 (Kosten einer Auslieferung)**

Wir schlagen vor, den zweiten Absatz von Art. 10 zu streichen, und zwar mit folgender Begründung.

- Der eine Fall (Art. 10 Abs. 1 Bst. a) wird kaum je in den Statuten oder Emissionsbedingungen einer Gesellschaft geregelt sein. Hier geht es für die Praxis um vereinzelt noch in Depots liegende Titel. Die bei solchen Auslieferungen entstehenden Kosten sind der Verwahrungsstelle zur Regelung zu überlassen.
- Für den anderen Fall (Art. 10 Abs. 1 Bst. b) findet sich die entsprechende Regelung bereits in Art. 9 Abs. 2 Satz 2.

#### **Art. 23, 24 (Stornierung)**

Wir schlagen vor, die beiden der Stornierung von Buchungen gewidmeten Artikel zu streichen. Auch wenn der Gedanke an ein geschlossenes Normensystem bezüglich Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten auf den ersten Blick bestechend erscheint, kommen wir nach eingehender Diskussion im Kreis unserer Experten zum Schluss, dass hiefür die Allgemeinen Bestimmungen des OR massgebend bleiben sollten. Nach der im Entwurf getroffenen Regelung wäre zu befürchten, dass die Stornierung als besondere, gesetzlich umschriebene, aber nur für Bucheffekten zulässige Willensbetätigung neben der Geltendmachung von Willensmängeln u.dgl. ihr Eigenleben entwickelt. Das dient dem Ausbau der Rechtssicherheit nicht, sondern wirft Fragen des Verhältnisses der Sondernorm zu den Allgemeinen Bestimmungen des OR auf. Bspw. ist unklar, ob die Anwendbarkeit von Art. 23 oder 24 E-BEG eine alternative Geltendmachung z.B. von Willensmängeln ausschliesst.

### Art. 26 Abs. 1 und 5 (Schutz des gutgläubigen Erwerbs)

Aus denselben Gründen wie die Streichung von Art. 23 und 24 schlagen wir auch beim Gutglaubensschutz vor, die Übereinstimmung mit den Regeln des allgemeinen Zivilrechts zu wahren. Entsprechend wäre Art. 26 Abs. 1 E-BEG in Anlehnung an Art. 933 ZGB wie folgt zu fassen:

„<sup>1</sup> Wer gemäss Artikel 21 oder 22 Rechte an Bucheffekten in gutem Glauben ~~entgeltlich~~ erwirbt, ist in seinem Erwerb geschützt, auch wenn ~~der Erwerb aufgrund einer mangelhaften Weisung erfolgt~~ der Veräusserer zur Verfügung über die Bucheffekten nicht befugt war.“

Sollten Sie an einer Regelung im Sinn von Art. 23 und 24 E-BEG festhalten, wäre mindestens in Art. 26 E-BEG (über den Gutglaubensschutz) zu präzisieren, dass die Stornierungsregeln als „Leges speciales“ vorgehen, bspw. wie folgt:

„<sup>5</sup> Art. 23 und 24 bleiben vorbehalten.“

### Art. 973b und 973c OR (Schaffung von Globalurkunden und Wertrechten)

Wir regen an, in diesen beiden Artikeln beizufügen, dass Globalurkunden und Wertrechte auch originär geschaffen werden, nicht nur derivativ durch Ersetzung entstehen können. Das entspricht einer durchaus erwünschten Begünstigung dematerialisierter Wertrechte und insbesondere von Bucheffekten. In diesem Sinn schlagen wir folgende Ergänzungen vor:

Art. 973b „<sup>1</sup> Der Schuldner kann Globalurkunden ausgeben oder mehrere vertretbare Wertpapiere, die einem einzigen Aufbewahrer anvertraut sind, durch eine Globalurkunde ersetzen [...]“

Art. 973c „<sup>1</sup> Der Schuldner kann Wertrechte (Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere) ausgeben oder vertretbare Wertpapiere Globalurkunden oder und Globalurkunden vertretbare Wertpapiere, die einem einzigen Aufbewahrer anvertraut sind, durch Wertrechte ersetzen [...]“

## II. Finalität im Zahlungsverkehr - ein Ergänzungsvorschlag

### Art. 470 Abs. 2<sup>bis</sup> OR (Unwiderruflichkeit von Zahlungsanweisungen)

Nach einlässlichen Abklärungen mit Experten des Zahlungsverkehrs und Rücksprache mit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) schlagen wir vor, auch die Unwiderruflichkeit (Finalität) von Anweisungen im Zahlungsverkehr zu regeln (analog zur Unwiderruflichkeit der Verfügung über Effekten, vgl. Art. 20 Abs. 3 E-BEG und im Fall von bankengesetzlichen Schutzmassnahmen Art. 27 Abs. 2 des geltenden Bankengesetzes).

Zur näheren Begründung dieses Anliegens, das die Expertengruppe Kuhn ausdrücklich unterstützt (Bericht, S. 37 f.), verweisen wir auf die Ausführungen in der **Beilage**.

Zusammenfassend sei hier festgehalten, dass mit dem Bucheffektengesetz Auswirkungen auf das Recht des bargeldlosen Zahlungsverkehrs verbunden sind. So wird gemäss Art. 20 Abs. 3 E-BEG eine Weisung zur Übertragung von Bucheffekten spätestens mit der Belastung durch die Verwahrungsstelle (Bank) unwiderruflich. Demgegenüber tritt - nach geltendem Recht - im bargeldlosen Zahlungsverkehr die Unwiderruflichkeit regelmässig nicht vor der Gutschrift auf dem Konto des Empfängers ein. Zum Zweck der Risikokontrolle und dem Schutz der Abwicklungssysteme sollte bei Effektengeschäften die Transaktion auf Geld- und Titelseite zum gleichen Zeitpunkt unwiderruflich werden. Hinzu kommt, dass die Geschwindigkeit des Zahlungsverkehrs heute im Vergleich zu früher markant höher geworden ist und sich „real-time“ annähert hat. Auch technisch erlaubt die Automatisierung überwiegend kein instruktionsmässiges Eingreifen des Anweisenden mehr nach erfolgter Belastung seines Kontos. So ändert sich im Ergebnis mit der Neuregelung für die Kundschaft der Banken wenig, aber die Rechtssicherheit wird substantiell verbessert. Das Verhältnis des Anweisenden zum Anweisungsempfänger bleibt davon unberührt (z.B. in Bezug auf den Zeitpunkt der Erfüllungswirkung einer bargeldlosen Zahlung).

Wegen der unterschiedlichen Zwecke ist der Begriff des Zahlungssystems hier nicht identisch mit Art. 1<sup>bis</sup> BankG bzw. Art. 19 NBG. Vielmehr ist der Begriff im vorliegenden Zusammenhang autonom zu verstehen.

Hiezu schlagen wir einen Abs. 2<sup>bis</sup> zu Art. 470 OR mit folgendem Inhalt vor:

„<sup>2bis</sup> Bestimmen die Regeln eines Zahlungssystems nichts anderes, so ist die Anweisung im bargeldlosen Zahlungsverkehr unwiderruflich, sobald das Konto des Anweisenden belastet worden ist.“

Diese Formulierung ist zwingender Natur, abgesehen von anders lautenden Bestimmungen eines Systems bzw. seines Betreibers. So bietet Art. 480 Abs. 2<sup>bis</sup> E-OR einen guten Ausgleich zwischen den Zielen der Stabilität und Flexibilität. Er belässt Raum für die nötigen Ausnahmen, wozu entsprechende Hinweise in den Wortlaut der Botenschaft aufzunehmen wären. Das betrifft v.a. das Lastschriftverfahren (wo dem Belasteten ein Widerspruchsrecht muss eingeräumt werden können), Zahlungssysteme für Grossbeträge (bspw. das SIC) oder Debitsysteme unterschiedlichster Art. Weil hier die Entwicklungen in die Zukunft hinein offen sind, wären Präzisierungen im Gesetzeswortlaut selber kaum sinnvoll. Zweifellos unter den Begriff des Zahlungssystems fällt hier aber jenes der Post.

### III. Redaktionelle Verbesserungen

#### Art. 2 Abs. 1

Der Wortlaut „gutgeschrieben oder belastet“ wirkt unnötigerweise schwerfällig. Da es hier nicht um die Legaldefinition der entsprechenden Begriffe geht, schlagen wir als knappere, leserfreundlichere Formulierung vor:

„... Bucheffekten, die durch eine Verwahrungsstelle auf einem Effektenkonto ~~gutgeschrieben oder belastet~~ verbucht sind.“

#### Art. 3 Bst. b zweiter Halbsatz

Die Eintragung von Namenaktionären in das Aktienbuch ist nur ein Beispiel für das Rechtsverhältnis zwischen Kontoinhaber und Emittent. Dieser zweite Halbsatz wird vom ersten Satzteil bereits abgedeckt. Dabei ist kein Grund ersichtlich, warum aus der Vielfalt der Rechtsbeziehungen des Kontoinhabers zum Emittenten gerade die Eintragung von Namenaktien besonders hervorzuheben wäre. Auch ist die Verbindung der beiden Satzteile mit dem Wort „oder“ unzutreffend. Wir schlagen vor, den Satz nach dem Wort „Emittent“ abzuschliessen und den Rest zu streichen.

Stattdessen wäre die Eintragung von Namenaktien sinnvollerweise in der Botschaft als ein Beispiel zu erwähnen.

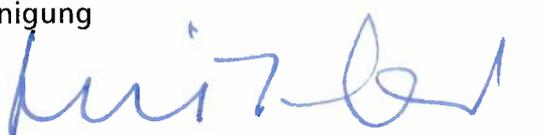
#### Art. 14 Abs. 1

In dieser Bestimmung ist die Reihenfolge der Textpassagen „auf eigene Rechnung“ und „im eigenen Namen“ umzustellen. Die Rechnung folgt dem Namen, nicht umgekehrt.

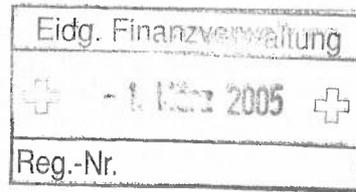
Wir bitten Sie, die vorstehenden Anregungen zu berücksichtigen, stehen für allfällige Rückfragen Ihrerseits gerne zur Verfügung und bleiben

mit freundlichen Grüssen  
Schweizerische Bankiervereinigung

  
Claude-Alain Margelisch

  
Christoph Winzeler

**Beilage:** Grundlagen zum Zahlungsverkehrsrecht: Darstellung des schweizerischen Internationalen Privatrechts und des ausländischen Rechts zum grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr mit Bezug auf die Frage der Widerruflichkeit von Weisungen im bargeldlosen Zahlungsverkehr



Eidg. Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern



London, 28. Februar 2005

**Entwurf für ein Bundesgesetz über die Verwahrung und Uebertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz)**

Sehr geehrte Damen und Herren

Gerne leisten wir der Einladung Folge, zum Entwurf für ein Bundesgesetz über die Verwahrung und Uebertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz) Stellung zu nehmen.

Das European Securities Forum (ESF) vertritt in den europäischen Wertschriftenmärkten führende international tätige Banken und Wertschriftenhäuser. Zu seinen Mitgliedern zählen auch die beiden schweizerischen Grossbanken UBS und CSG. Uebergeordnete Zielsetzung des ESF ist die Schaffung eines international wettbewerbsfähigen pan-europäischen Kapitalmarktes. Das Schwergesicht unserer Aktivitäten liegt dabei in der Harmonisierung und Standardisierung der operativen Prozesse und Systeme im Bereich der Wertschriftenabwicklung und -aufbewahrung sowie der entsprechenden rechtlichen und regulatorischen Bereiche.

Wir begrüssen den vorliegenden Gesetzesentwurf sehr, da er eine klare und umfassende, den heutigen Realitäten Rechnung tragende rechtliche Grundlage für Wertschriftentransaktionen schafft und somit einen unverzichtbaren Beitrag zur Rechtssicherheit leistet.

Als besonders wertvoll erachten wir, dass wichtige Vorarbeiten im Gebiet der wertschriftenbezogenen internationalen Rechtsharmonisierung wie sie etwa von Unidroit geleistet worden sind, Eingang in diesen Entwurf gefunden haben. Denn damit wird ein nicht zu unterschätzender Beitrag zur Steigerung der Effizienz und der Rechtssicherheit bei grenzüberschreitenden Wertschriftentransaktionen geleistet.

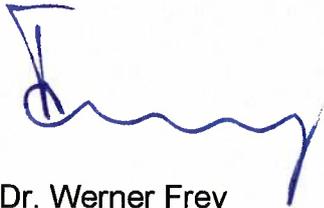
25-28 Old Burlington Street London W1S 3AN	Telephone: +44 (0)20 7478 4210 Facsimile: +44 (0)20 7734 2253 Email: <a href="mailto:secretariat@eurosf.com">secretariat@eurosf.com</a> Website: <a href="http://www.eurosf.com">www.eurosf.com</a>	Registered Office 30 St. James's Street London SW1A 1HB	European Securities Forum is a limited liability company registered in England and Wales under no. 4011370
---	--	---	---

## european securities forum

Dieser Gesetzesentwurf weist unseres Erachtens Qualitäten auf, die geeignet sein könnten, ihn zum Modellfall und Vorbild für entsprechende gesetzgeberische Massnahmen im übrigen Europa zu machen.

Mit freundlichen Grüßen

European Securities Forum



Dr. Werner Frey  
Chief Executive Officer

cc: Herr Dr. Hans Kuhn, SNB

25-28 Old Burlington Street London W1S 3AN	Telephone: +44 (0)20 7478 4210 Facsimile: +44 (0)20 7734 2253 Email: <a href="mailto:secretariat@eurosf.com">secretariat@eurosf.com</a> Website: <a href="http://www.eurosf.com">www.eurosf.com</a>	Registered Office 30 St. James's Street London SW1A 1HB	European Securities Forum is a limited liability company registered in England and Wales under no. 4011370
---	--	---	---

Eidg. Finanzverwaltung
28. Feb. 2005
Reg.-Nr.

Eidg. Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern

Zürich, 25. Februar 2005  
Unsere Referenz: SWX-SWX-COR-20050222/D

## **Bucheffektengesetz und Haager Wertpapierübereinkommen - Anhörung**

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 13. Dezember 2004 haben Sie uns freundlicherweise eingeladen, eine Stellungnahme zum Entwurf für ein Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (BEG) und zum Bundesbeschluss über die Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens einzureichen. Für die Gelegenheit zur Meinungsäusserung danken wir Ihnen bestens.

Den Leitideen einer Reform des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung kann die SWX namentlich im Hinblick auf die materielle Regelung des in Art. 2 lit. a BEHG angesprochenen Konzepts der Wertrechte explizit zustimmen. Die nachfolgenden Motive sind dabei für uns zentral:

- Der Regelungsgegenstand des BEG ist privatrechtlich determiniert. Aufsichtsrechtliche Bestimmungen zum Zweck des Anleger- und Funktionsschutzes beinhaltet das BEG nicht. Die dem BEG zugrunde gelegte klare Trennung von privatem Finanzmarktrecht und Finanzmarktaufsichtsrecht ist in diesem Sinne konsequent.
- Die Wertpapiermärkte sind international stark verflochten. Entsprechend ist die Verwahrungskette grenzüberschreitend. Das BEG muss demzufolge international kompatibel sein.
- Das BEG hat sich so weit als möglich und vertretbar an den etablierten Marktpraktiken zu orientieren.
- Zukünftigen technologischen Entwicklungen im Rahmen der mediatisierten Wertpapierverwahrung soll mit einer offenen Architektur Rechnung getragen werden.

Als internationaler Börsendienstleister begrüsst die SWX die Intention des Entwurfs, mit der Schaffung eines Bucheffektengesetzes Rechtssicherheit und Transparenz in der mediatisierten Wertpapierverwahrung zu gewährleisten. Ausdrücklich befürworten wir die dogmatische Erfassung der Bucheffekten als Vermögenobjekt sui generis. Wir sind davon überzeugt, dass damit die Unzulänglichkeiten der bisherigen Miteigentumskonstruktion adäquat überwunden werden können.

Aus der Sicht der SWX ist zu unterstreichen, dass durch die Einführung des Konzepts der Bucheffekten als Vermögenobjekte sui generis die Handelbarkeit von Effekten im Sinne des BEHG nicht beeinträchtigt werden soll. Nach unserem Dafürhalten ist das BEG mit den abwicklungs- und kotierungsrechtlichen Bestimmungen der SWX kompatibel. Insbesondere gehen wir davon aus, dass der in Art. 4 BEG definierte Begriff der Bucheffekte die auf unserer Plattform gehandelten Effekten vollumfänglich erfasst und demgemäss deren Abwicklungseignung ausnahmslos gewährleistet bleibt.

Angezeigt ist unseres Erachtens auch, die kollisionsrechtliche Seite einer In-Kraft-Setzung des BEG mit der Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens zu vervollständigen. Indem sich dadurch eine lückenlose Regelung des entsprechenden Kollisionsrechts herbeiführen lässt, werden Transparenz und Rechtssicherheit auch für den internationalen Bereich der mediatisierten Wertpapierverwahrung verbessert.

Genehmigen Sie, sehr geehrte Damen und Herren, den Ausdruck unserer vorzüglichen Hochachtung.

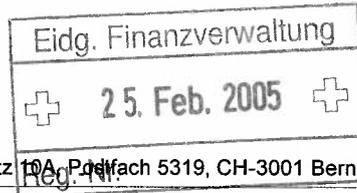
**SWX Swiss Exchange**



Dr. Reto Francioni  
Präsident des Verwaltungsrates



Dr. Heinrich Henckel  
CEO SWX Swiss Exchange



**R**  
**BA** holding

RBA-Holding, Bahnhofplatz 10A, Postfach 5319, CH-3001 Bern

Eidgenössische Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Bundesgasse 3  
3003 Bern

Kontakt: Fritz Jörg  
T +41 31 660 44 20, F +41 31 660 44 55  
fritz.joerg@dienste.rba.ch  
Bern, 24. Februar 2005  
L:\Norm\Allgem\2005\BuechffG-050224.doc / jö

### **Buechfektengesetz und Haager Wertpapierübereinkommen – Anhörung**

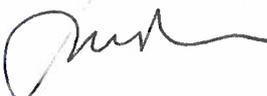
Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Ihrem Schreiben vom 13. Dezember 2004 gaben Sie uns Gelegenheit zur Stellungnahme in der erwähnten Sache.

Die RBA-Holding konnte über ihre Vertreter in den Gremien der Schweizerischen Bankiervereinigung an der gemeinsamen Stellungnahme der Schweizer Banken mitwirken. Wir unterstützen diese Eingabe in allen Teilen. Insbesondere unterstreichen wir, dass das Finanzmarktrecht dadurch einen längst fälligen Modernisierungsschub und eine Anpassung an die Praxis erfährt. Von grosser praktischer Bedeutung ist auch der Vorschlag für einen neuen Abs. 2<sup>bis</sup> zu Art. 470 OR (Unwiderruflichkeit von Zahlungsanweisungen).

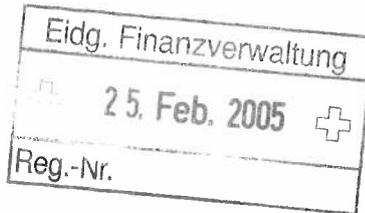
Wir danken Ihnen für die Gelegenheit zur Stellungnahme.

Freundliche Grüsse  
RBA-Holding

  
Erhard Gempeler

  
Fritz Jörg

Eidg. Finanzverwaltung  
Rechtsdienst  
Frau Dr. B. Schaerer  
Vizedirektorin  
Bundesgasse 3  
3003 Bern



24. Februar 2005

**Bucheffektengesetz / Haager Wertpapierübereinkommen  
Einladung zur Anhörung**

Sehr geehrte Frau Dr. Schaerer

Wir beziehen uns auf Ihr Schreiben vom 13. Dezember 2004 und danken Ihnen für Ihre Bereitschaft, uns im Rahmen dieses Gesetzgebungsverfahrens offiziell anzuhören.

Wir haben in der Vergangenheit intensiv an der Entstehung des Bucheffektengesetzes mitgearbeitet. Dies haben wir im Schosse der Schweizerischen Bankiervereinigung getan. Aus diesem Grunde haben wir uns erlaubt, unsere Bemerkungen zum Entwurf für ein Bundesgesetz über die Verwahrung und Uebertragung von Bucheffekten und zum Bundesbeschluss zur Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens ebenfalls über die Bankiervereinigung einfließen zu lassen. Sie werden deshalb von unserer Seite keine Stellungnahme erhalten. Wir bitten Sie höflich um Kenntnisnahme und verbleiben.

Mit freundlichen Grüssen

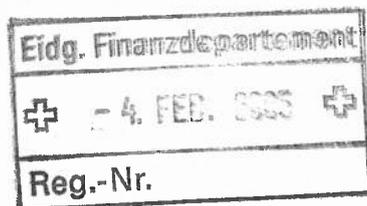
UBS AG



Doris Zäh  
Prokuristin



Andreas Pachlatko  
Rechtskonsulent



SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



## I. Departement/II. Departement

Frau Dr. B. Schaerer, Fürsprecherin  
Vizedirektorin  
Rechtsdienst  
Eidg. Finanzverwaltung  
3003 Bern

Börsenstrasse 15  
Postfach, CH-8022 Zürich  
Telefon +41 44 631 31 11  
Fax +41 44 631 39 11  
<http://www.snb.ch>

Zürich, 3. Februar 2005

Frau Dr. M. Jametti Greiner, Fürsprecherin  
Vizedirektorin  
Abteilung für Int. Angelegenheiten  
Bundesamt für Justiz  
3003 Bern

Recht und Dienste  
KL/TNE/RLO 1.4.280

Ihr Zeichen: 632 HB/gma

### **Entwurf für ein Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz) und Bundesbeschluss zur Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens**

Sehr geehrte Frau Dr. Schaerer, sehr geehrte Frau Dr. Jametti Greiner

Gerne äussern wir uns im Rahmen des gewählten Anhörungsverfahrens zum Bericht betreffend den Entwurf zu einem Bucheffektengesetz (BEG) und die Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens.

#### **I. Bucheffektengesetz**

##### **A) Allgemeine Bemerkungen**

Die Nationalbank begrüsst die Absicht, die Verwahrung von Effekten durch Finanzintermediäre gesetzlich zu regeln. Angesichts der zentralen Bedeutung der Verwahrungs- und Abwicklungssysteme für die Finanzmärkte ist eine saubere gesetzliche Regelung der mediatisierten Wertpapierverwahrung angezeigt. Vor allem aber sind wir der Überzeugung, dass verlässliche und transparente Rechtsgrundlagen für das Wertpapiergeschäft zu einem entscheidenden Faktor im internationalen Wettbewerb werden dürften. Da zur Zeit in vielen Rechtsordnungen entsprechende Reformvorhaben laufen, könnte sich das Fehlen zeitgemässer Rechtsgrundlagen in der Schweiz nach unserer Überzeugung bereits in wenigen Jahren als gravierender Nachteil erweisen.

Der BEG-Entwurf löst die anstehenden Probleme rund um die mediatisiert verwahrten Wertpapiere auf überzeugende Weise. Indem er mit der „Bucheffekte“ ein neues Vermögensobjekt schafft, für dessen Entstehung, Übertragung und Verwahrung ein verlässlicher Rechtsrahmen bereitgestellt wird, sind fiktive Rechtskonstrukte vollständig entbehrlich. Der Ge-

setzesentwurf gefällt durch seine klare Systematik und Verständlichkeit. Die teilweise kollidierenden Interessen von Effekteninhaber, Verwahrungsstelle und Emittent werden zu einem sachgerechten Ausgleich gebracht. Die Rechtssicherheit im Kapitalmarktverkehr erhält zu Recht einen hohen Stellenwert.

Die Nationalbank unterstützt die von der Arbeitsgruppe vorgeschlagene Beschränkung der gesetzlichen Regelung auf die privatrechtlichen Aspekte der mediatisierten Wertpapierverwahrung. Allerdings ist nicht zu verkennen, dass die im BEG geregelte Materie teilweise enge Berührungspunkte zum Aufsichtsrecht aufweist. So halten wir die Begründung für die Anrechnung von Lieferansprüchen an die Deckung der Effektinguthaben (Art. 11 Abs. 2 Bst. c BEG) grundsätzlich für überzeugend. Sie setzt jedoch voraus, dass die Verwahrungsstellen, welche das contractual settlement praktizieren, über ausreichende Mechanismen und Verfahren verfügen, um die daraus entstehenden shortfall-Risiken angemessen zu kontrollieren. Dass ausreichende Risikomanagementmechanismen zur Verfügung stehen, ist durch die Aufsichtsbehörde durchzusetzen.

## **B) Bemerkungen zu einzelnen Bestimmungen**

Bericht und BEG-Entwurf geben uns lediglich zu wenigen Bemerkungen Anlass:

### Art. 17 E-BEG

Art. 17 regelt in klarer und übersichtlicher Weise die Aussonderung von Depotbeständen im Konkurs der Verwahrungsstelle und verdeutlicht damit die geltende Regelung von Art. 16 i.V.m. Art. 37 d Bankengesetz. Allerdings wird dabei nach unserer Auffassung dem Zeitaspekt nicht hinreichend Beachtung geschenkt, der in der Insolvenz eines grösseren Finanzintermediärs entscheidend sein dürfte. Solange die Aussonderung durch Übertragung auf eine andere Verwahrungsstelle nicht erfolgt ist, sind die Kontoinhaber in ihren Handelsaktivitäten nämlich blockiert. Das kann für die Kontoinhaber Kredit- und Liquiditätsrisiken zur Folge haben. Im Falle der Insolvenz eines systemisch bedeutsamen Zwischenverwahrers könnte dies nachteilige Auswirkungen auf das Finanzsystem als Ganzes haben. Eine spezielle Regulierung oder Ergänzung von Art. 17 E-BEG scheint uns zwar nicht erforderlich. Hingegen sollte sich die zuständige Insolvenzbehörde rechtzeitig Gedanken über eine Vermeidung dieser Risiken machen. Eine schnelle und effiziente Aussonderung der Titel der Kontoinhaber im Konkursfall ist für die Funktionsfähigkeit der Märkte unerlässlich.

### Art. 22 E-BEG

Wir schlagen vor, den Gesetzestext in Art. 22 Abs. 2, Satz 1, wie folgt zu verdeutlichen:

„ ... wirksam mit dem Abschluss einer schriftlichen Vereinbarung *der Verwahrungsstelle* mit dem Kontoinhaber.“

### Bericht, S. 6 (Übersicht)

Sprachlogische Anregung im letzten Absatz, 4. Zeile:

„ ... ein neues Vermögensobjekt, *für* das eine einheitliche rechtliche Regelung *gilt*, unabhängig davon ....“

Bericht, S. 9 (unterster Absatz)

Für die Wiedergabe der Vermögenswerte, die in den Wertpapierdepots bei inländischen Banken gehalten werden, ist auf die Zahlen per *Ende 2003* abzustellen. Gleichermassen sollte sich der Vergleich mit dem schweizerischen Bruttoinlandprodukt auf das *Jahr 2003* beziehen. Beide Zahlen wurden seinerzeit von der SNB an die zuständige Sachbearbeiterin im EFD (Frau Dr. B. Hofstetter) übermittelt.

Bericht, S. 40 (Ziff. 2.1.1.2, 2. Absatz) bzw. Art. 2 Abs. 1 BEG

Hier stimmt der Erläuterungstext nicht mit dem Text des BEG-Entwurfs (Art. 2 Abs. 1) überein. Entweder sollte es heissen (4. Zeile): „... nur dann Anwendung, wenn Bucheffekten einem Effektenkonto gutgeschrieben *oder belastet* sind ...“ (analog Art. 2 Abs. 1 E-BEG) oder dann ist der Gesetzestext entsprechend anzupassen. Nach unserem Dafürhalten könnte Art. 2 Abs. 1 E-BEG ohne Nachteil formuliert werden: „Dieses Gesetz findet Anwendung auf Bucheffekten, die durch eine Verwahrungsstelle einem Effektenkonto gutgeschrieben sind.“ Der Vorgang bzw. der Begriff der „Belastung“ (der Gesetzesentwurf spricht andernorts auch von „Ausbuchung“) scheint uns lediglich im Zusammenhang mit der Auslieferung (Art. 10 Abs. 3 E-BEG) und der Übertragung (Art. 20 Abs. 3, Art. 23 E-BEG) relevant; für die Umschreibung des Geltungsbereichs vermag er nichts beizutragen.

## II. Haager Wertpapierübereinkommen

Die Nationalbank begrüsst ferner ausdrücklich die Absicht, das Haager Wertpapierübereinkommen rasch zu ratifizieren. Der Handlungsbedarf ist hier nach unserer Auffassung noch dringender als beim Sachrecht, weil die Schweiz sich hier bereits im Rückstand befindet. Wir müssen auch bei unseren eigenen Rechtsgeschäften immer wieder feststellen, dass die geltenden IPR-Regeln es in der Praxis in vielen Fällen nicht erlauben, das auf grenzüberschreitende Wertpapiergeschäfte anwendbare Recht mit vernünftigem Aufwand zu bestimmen. Angesichts der Dringlichkeit einer Anpassung dieser Rechtsgrundlagen würden wir in jedem Fall dafür plädieren, die Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens vorzuziehen, sollte sich die weitere Behandlung des BEG aus irgendwelchen Gründen verzögern.

Mit freundlichen Grüssen  
Schweizerische Nationalbank



Dr. P. Klauser



A. Sturm