

Christoph Steiner / Raffael Büchi\*

## Vom Wertrecht zur Bucheffekte – Kristallisation aus dem Nichts?

### Inhaltsübersicht

1. Was sind Wertrechte?
2. Vom Wertrecht zur Bucheffekte de lege lata
  - 2.1 Aktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck
  - 2.2 Unverbriefte Forderungsrechte
3. Vom Wertrecht zur Bucheffekte nach Bucheffektengesetz
  - 3.1 Aktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck
  - 3.2 Unverbriefte Forderungsrechte
4. Immobilisierung der Wertrechte bei mediatisierter Verwahrung?
5. Emittentenverwahrung der Wertrechte
6. Von der Bucheffekte zum Wertrecht
7. Fazit

Am 15. November 2006 hat der Bundesrat dem Parlament die Botschaft (nachfolgend «Botschaft» zitiert) und den Entwurf für ein Bundesgesetz über Bucheffekten (nachfolgend «Bucheffektengesetz» oder «BEG» zitiert)<sup>1</sup> unterbreitet. Das Bucheffektengesetz regelt die sogenannte *mediatisierte Verwahrung* – die Verwahrung der Wertpapiere durch Banken und andere Finanzintermediäre –, welcher heute überragende Bedeutung zukommt<sup>2</sup>, die aber bis anhin im schweizerischen Recht nur bruchstückhaft unterlegt ist<sup>3</sup>. Im System der mediatisierten Verwahrung werden Wertpapiere bei zentralen Verwahrungsstellen immobilisiert. Die Ansprüche der Anleger werden durch Gutschriften in Effektenkonten ausgewiesen und – de facto – auch ausschliesslich durch Buchungen übertragen.

Das Bucheffektengesetz ist offen konzipiert<sup>4</sup>; der darin geregelte Bereich der mediatisierten Verwahrung kann betreten und wieder verlassen werden<sup>5</sup>, indem Wertpapiere oder Wertrechte zu «*Bucheffekten*»<sup>6</sup> werden<sup>7</sup>, sich aber auch wieder zurückverwandeln können.

Dieser Beitrag soll einen Bereich in der Randzone der mediatisierten Verwahrung beleuchten: Den Ein- und Austritt von *Wertrechten*, ihre Wandlung zu Bucheffekten und die Rückverwandlung von Bucheffekten in Wertrechte.

### 1. Was sind Wertrechte?

«Wertrechte» werden in Art. 2 lit. a BEHG<sup>8</sup> als «nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion» wie «vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere» (*Effekten*) definiert. Auf dieser Definition aufbauend umschreibt die zentrale schweizerische Verwahrungsstelle SIS SegInterSettle AG (SIS) «Wertrechte» als «unverbriefte Effekten»<sup>9</sup>. Entscheidend für die Abgrenzung von Wertrechten zu «normalen» Rechten – etwa einer einzelnen Forderung – ist, dass Wertrechte *Effekten* sein sollen. Dabei können Wertrechte sowohl *unverbriefte Forderungsrechte* (*debt*<sup>10</sup>; z.B. unverbriefte Obligationen, Optionen oder strukturierte Produkte<sup>11</sup>) als auch *unverbriefte Mitgliedschaftsrechte* (*equity*<sup>12</sup>; Aktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck) sein<sup>13</sup>.

\* Dr. iur. Christoph Steiner, LL.M., Fürsprecher, Naegeli & Partner Rechtsanwälte, Zürich; Dr. iur. Raffael Büchi, Fürsprecher, Bär & Karrer, Zürich.

<sup>1</sup> Gleichzeitig unterbreitete der Bundesrat dem Parlament den Entwurf zur Genehmigung des Haager Wertpapierübereinkommens vom 5. Juli 2006.

<sup>2</sup> Kapitalmarktpapiere werden nur noch selten direkt von den Anlegern selber verwahrt (Heimverwahrung). Einen grösseren Stellenwert als die Heimverwahrung hat die *Emittentenverwahrung* (Verwahrung der Wertpapiere durch den Emittenten selber im Sinne einer dem Anleger angebotenen Dienstleistung), doch ist auch der Anteil der Wertpapiere, die von Emittenten verwahrt werden, gegenüber den mediatisiert verwahrten Wertpapieren gering. Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung der mediatisierten Wertpapierverwahrung vgl. Botschaft, 8 f.

<sup>3</sup> Zur mediatisierten Verwahrung von Wertpapieren im geltenden schweizerischen Recht vgl. Botschaft, 12 ff.

<sup>4</sup> Vgl. Botschaft, 34.

<sup>5</sup> Der sachliche und persönliche Geltungsbereich des BEG ist beschränkt, vgl. Art. 2 BEG und Botschaft, 29 f.

<sup>6</sup> Der Begriff wird hier im Sinne des Bucheffektengesetzes verwendet. Art. 3 BEG definiert Bucheffekten als «vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber dem Emittenten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind; und über welche die Kontoinhaberinnen und Kontoinhaber nach den Vorschriften des Bucheffektengesetzes verfügen können».

<sup>7</sup> Zur Entstehung, Umwandlung und zum Untergang von Bucheffekten vgl. Art. 6, 7 und 8 BEG und Botschaft, 34 ff.

<sup>8</sup> Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz) vom 24. März 1995, SR 954.1.

<sup>9</sup> Art. 19 AGB SIS.

<sup>10</sup> *Debt*-«Instrumente» sind typischerweise *bearer securities*.

<sup>11</sup> Zum Begriff «Strukturiertes Produkt» vgl. die Website des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte unter <<http://www.svsp-verband.ch>>.

## 2. Vom Wertrecht zur Bucheffekte de lege lata

Existieren Wertrechte vor ihrer Einbuchung ins SIS-System überhaupt? Wenn ja: Wie entstehen Wertrechte? Wenn nein: Auf welcher Grundlage bucht die SIS die Wertrechte in ihr System ein?

Gemäss CHRISTOPH BRUNNER entstehen «Aktien- oder Forderungsrechte als Wertrechte» erst mit der Einbuchung ins SIS-System<sup>14</sup>. Von einem Wertrecht könne «erst gesprochen werden, wenn es in einem geschlossenen Finanzdienstleistungssystem verbucht ist». BRUNNER versteht die Verbuchung ins SIS-System offenbar als *zivilrechtlichen Begründungsakt* der als Wertrechte ausgestalteten Aktien- oder Forderungsrechte und verneint, dass vor der konstituierenden Verbuchung bereits *irgendetwas* existiert<sup>15</sup>: Die Wertrechte kristallisieren mit der Buchung aus dem Nichts. Allerdings will BRUNNER «ein Leben nach der Ausbuchung» nicht ausschliessen: «Entsprechend endet mit der Ausbuchung die Eigenschaft als Wertrecht und besteht gegebenenfalls als «gewöhnliches» Recht (...) weiter»<sup>16</sup>.

Die SIS schafft Bucheffektenbestände entweder auf der Grundlage<sup>17</sup> von Wertpapieren – typischerweise Globalurkunden<sup>18</sup> –, oder (i) *aufgrund* von Wertrechten (bei Aktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck, siehe sogleich 2.1) oder (ii) *als* Wertrechte (bei unverbrieften Forderungsrechten, siehe unten 2.2). Während Wertpapiere eine buchstäblich *greifbare* «Unterlage»<sup>19</sup> darstellen, liegt es in der Natur der Wertrechte – als vollständig «entmaterialisierte Wertpapiere» – eine schwer fass- und überprüfbare Unterlage für Bucheffekten zu sein. Grundsätzlich schafft die SIS Bucheffekten im Zusammenhang mit Wertrechten denn auch nur, wenn sie mit dem entsprechenden Emittenten eine Vereinbarung abgeschlossen hat<sup>20</sup>.

### 2.1 Aktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck

Sollen im Bereich Eigenkapital (*equity*) im Zuge einer Neuemission Aktien<sup>21</sup> mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck zu Bucheffekten werden, meldet der Emittent oder der Lead Manager<sup>22</sup> als Hauptzahlstelle den neuen Valor bei der SIS an und generiert einen Systemauftrag, den entsprechenden Bestand im Effektenkonto des Lead Managers zu schaffen. Dieser Systemauftrag muss mit dem Aktienregister<sup>23</sup> des Emittenten – welches entweder durch ihn selbst oder durch einen Spezialisten wie die SAG<sup>24</sup> geführt wird – abgeglichen werden. Nur wenn sich der zur Schaffung in Auftrag gegebene Bestand im Aktienregister verifizieren lässt, schafft die SIS die entsprechenden Bucheffekten.

Underwriting Agreements<sup>25</sup> sehen betreffend Entstehung des Bucheffektenbestandes aufgrund von Namenaktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck etwa vor, dass der Emittent in Zusammenarbeit mit dem Lead Manager der SIS einen Tagebuchauszug der entsprechenden Kapitalerhöhung vorweist «und sonst alle erforderlichen Schritte unternimmt», um sicherzustellen, dass die vom Lead Manager gezeichneten Aktien an die entsprechenden Underwriters herausgegeben werden.

### 2.2 Unverbriefte Forderungsrechte

Im Bereich Fremdkapital (*debt*) fehlt bei unverbrieften Forderungsrechten ein mit dem Aktienregister vergleichbares «Belegsysteem». Die Wertrechte kristallisieren sich gleichsam aus einer unsichtbaren gedanklichen Wolke hinaus direkt zu Bucheffekten<sup>26</sup>, ohne vorher irgendwo Niederschlag gefunden bzw. Spuren hinterlassen zu haben, welche der SIS als Beweis für die Existenz der Wertrechte und für die Rechtszuständigkeit derjenigen Person verwenden könnte, auf deren Effek-

<sup>12</sup> *Equity*-«Instrumente» sind typischerweise *registered securities*.

<sup>13</sup> CHRISTOPH BRUNNER, Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere, Diss. Bern 1996, 190.

<sup>14</sup> BRUNNER (FN 13), 220.

<sup>15</sup> Die von BRUNNER gewählte Formulierung «Als Wertrechte entstehen die Aktien- oder Forderungsrechte erst mit der Einbuchung (...)» lässt keinen anderen Schluss zu. Insbesondere ist es klar, dass er nicht die Auffassung vertritt, *aus* (bereits bestehenden) Aktien- und Forderungsrechten entstünden mit der Verbuchung Wertrechte.

<sup>16</sup> BRUNNER (FN 13), 220, Fussnote 115.

<sup>17</sup> Nach Art. 19 ihrer Allgemeinen Geschäftsbedingungen (nachfolgend «AGB SIS») schafft die SIS «ohne definitive Urkunde oder ein Lieferversprechen (...) keinen Bestand».

<sup>18</sup> Die Globalurkunde fasst eine Mehrzahl von Einzelurkunden einer bestimmten Emission in einem einzigen Wertpapier zusammen.

<sup>19</sup> Diesen Begriff verwendet die Botschaft, 36.

<sup>20</sup> Vgl. betreffend Namenaktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck Anhang 1 A, Ziff. 2 AGB SIS.

<sup>21</sup> Praktisch relevant sind heute fast ausschliesslich Namenaktien; die Inhaberaktie soll mit der Aktienrechtsrevision ganz aus der schweizerischen Aktienrechtslandschaft verschwinden. Wo nicht explizit von Inhaberaktien die Rede ist, wird in diesem Artikel von Namenaktien ausgegangen.

<sup>22</sup> Emissionen mit Festübernahme durch Banken («*underwriters*») unter der Führung eines «Lead Managers» sind heute die Regel, vgl. BRUNNER (FN 13), 220.

<sup>23</sup> Nach Art. 686 OR hat jede Aktiengesellschaft über die Namenaktien ein Aktienbuch (auch «Aktienregister») zu führen, in welches die Eigentümer und Nutzniesser mit Namen und Adresse eingetragen werden.

<sup>24</sup> Siehe <<http://www.sag.ch/sag/index.htm>>.

<sup>25</sup> Im «*underwriting agreement*», oder «*underwriting and subscription agreement*» regeln der Emittent und der Lead Manager die Modalitäten der Schaffung neuer Aktien, sowie deren Festübernahme durch die *underwriters*.

<sup>26</sup> Nach dem Standard-Rahmenvertrag der SIS ist die Bestandes-schaffung «konstitutiv und tritt an Stelle der Begebung von Einzelurkunden oder Globalurkunden».

tenkonto die Bucheffekten eingebucht werden<sup>27</sup>. Vor diesem Hintergrund ist es nicht erstaunlich, dass die SIS für die «Kristallisation von Bucheffekten aus dem Nichts» nur Hand bietet, wenn sie mit dem Emittenten einen Standard-Rahmenvertrag abgeschlossen hat, der die Schaffung, die Aufnahme und die Bestandesführung von Wertrechten im SIS-Girosystem regelt. Gemäss Ziff. 3 des Rahmenvertrags der SIS erfolgt die Bestandesschaffung je nach den technischen Voraussetzungen bei der SIS und der SWX Swiss Exchange (SWX) entweder (i) durch die SIS auftrags und namens der Emittentin nach Zustellung eines ausgefüllten Formulars<sup>28</sup> durch eine der Anmeldung entsprechende Soll-Buchung im Nostro-Depot der SIS sowie eine der Soll-Buchung entsprechende Haben-Buchung im Effektenkonto des Emittenten, oder (ii) durch den Emittenten durch Anmeldung bei der SIS oder durch Anmeldung der Emission über IBL-System<sup>29</sup> von SWX, wobei die SIS für den Emittenten ein Nostro-Depot eröffnet, auf welchem der Emittent eine der Anmeldung entsprechende Soll-Buchung vornimmt und gleichzeitig eine entsprechende Haben-Buchung auf seinem Effektenkonto veranlasst.

Ist der Emittent nicht bereit, mit der SIS einen Rahmenvertrag abzuschliessen und ein Effektenkonto zu eröffnen, schafft die SIS Bucheffekten nur, wenn sie physisch – d.h. von Einzelkunden oder einer Globalurkunde – unterlegt sind.

### 3. Vom Wertrecht zur Bucheffekte nach Bucheffektengesetz

Als eine der das Bucheffektengesetz flankierenden Gesetzesänderungen schlägt der Bundesrat vor, der mediatisierten Verwahrung mit drei neuen Artikeln (Art. 973a, 973b und 973c OR) den obligationenrechtlichen Boden zu bereiten. Während Art. 973a OR das Konzept der Sammelverwahrung und Art. 973b OR die Globalurkunde verankert, umreisst Art. 973c OR erstmals<sup>30</sup> die «Eckpunkte des rechtlichen Regimes, dem Wertrechte unterworfen sind»<sup>31</sup>.

Art. 973c OR lautet wie folgt:

«<sup>1</sup> Der Schuldner kann Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere (Wertrechte) ausgeben oder vertretbare Wertpapiere oder Globalurkunden, die einem einzigen Aufbewahrer anvertraut

sind, durch Wertrechte ersetzen, sofern die Ausgabebedingungen oder die Gesellschaftsstatuten dies vorsehen oder die Hinterleger dazu ihre Zustimmung erteilt haben.

<sup>2</sup> Der Schuldner führt über die von ihm ausgegebenen Wertrechte ein Buch, in das die Anzahl an Stückelung der ausgegebenen Wertrechte sowie die Gläubiger einzutragen sind. Das Buch ist nicht öffentlich.

<sup>3</sup> Die Wertrechte entstehen mit Eintragung in das Buch und bestehen nur nach Massgabe dieser Eintragung.

<sup>4</sup> Zur Übertragung von Wertrechten bedarf es einer schriftlichen Abtretungserklärung. Ihre Verpfändung steht unter den Vorschriften über das Anrecht an Forderungen.»

Art. 973c OR<sup>32</sup> ist bei den allgemeinen Bestimmungen des Wertpapierrechts angesiedelt, welche grundsätzlich auf Namen-, Inhaber- und Ordrepapiere – also sowohl auf Forderungsrechte, wie auch auf Aktien – Anwendung finden<sup>33</sup>.

Das vom Schuldner gemäss Art. 973c Abs. 2 OR über die von ihm ausgegebenen Wertrechte zu führende «Buch», in das Anzahl und Stückelung der Wertrechte und die Gläubiger (lies: Gläubiger und Anteilsinhaber) einzutragen sind (nachfolgend «Wertrechte-Buch»), ist vom *Hauptregister* zu unterscheiden, das nach Art. 6 Abs. 2 BEG eine (einzige) Verwahrungsstelle für jede Emission von Wertrechten zu führen hat. Während der Eintragung ins Wertrechte-Buch für die Begründung konstitutive Wirkung zukommt, ist die Eintragung im Hauptregister Voraussetzung für die sachliche Anwendbarkeit des BEG<sup>34</sup>.

#### 3.1 Aktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck

Das durch Art. 973c OR eingeführte Wertrechte-Buch ist bei Namenaktien<sup>35</sup> u.E. schon in Form des Aktienbuchs bzw. -registers gegeben. Im Bereich Eigenkapital wird sich demzufolge für die Schaffung von Bucheffekten auf der Grundlage von Aktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck mit Inkrafttreten von Art. 973c OR wenig ändern – immerhin wird betreffend Entstehung, Untergang und Übertragung dieser unverbrieften Aktien Klarheit geschaffen. De facto bleibt es dabei, dass die SIS den Bucheffektenbestand erst dann

<sup>32</sup> Ebenso wie Art. 973a und Art. 973b OR.

<sup>33</sup> Dass in Absatz 2 von «Gläubigern», nicht aber von «Anteilsinhabern» die Rede ist, bedeutet nicht etwa, dass Art. 973c OR nur auf unverbriefte Forderungsrechte gemünzt ist, sondern ist terminologisch lediglich konsequent, werden doch in allen anderen allgemeinen Bestimmungen ebenfalls nur «Gläubiger» erwähnt.

<sup>34</sup> Botschaft, 35.

<sup>35</sup> Mit der Konzeption von Inhaberaktien lässt sich die Pflicht des Emittenten, die Namen der Gläubiger einzutragen, allerdings nicht in Einklang bringen. Angesichts der Tatsache, dass Inhaberaktien mit grosser Wahrscheinlichkeit mit der Aktienrevision von der Landkarte schweizerischen Aktienrechts verschwinden werden, ist diese Inkompatibilität allerdings verkraftbar.

<sup>27</sup> Nach BRUNNER (FN 13), 220, ist die Einbuchung der Wertrechte ins SIS-System für die Entstehung der Wertrechte konstitutiv – vorher existiert *nichts* (vgl. oben 2).

<sup>28</sup> Formular 415.

<sup>29</sup> Internet-based-listing, vgl. <[https://www.swx.com/admission/listing/ibl/ibl\\_de.html](https://www.swx.com/admission/listing/ibl/ibl_de.html)>.

<sup>30</sup> Das Konzept der Wertrechte fand in Art. 2a BEHG zwar gesetzliche Anerkennung, doch blieben die Konturen des Konzepts «ebenso unscharf wie sein genauer Anwendungsbereich», vgl. Botschaft, 79.

<sup>31</sup> Botschaft, 79.

schaffen wird, wenn sie die Existenz der unverbrieften Aktien und die Rechtszuständigkeit an diesen Aktien mit Hilfe des Aktienregisters verifiziert hat. Underwriting Agreements werden demzufolge betreffend Schaffung des Bucheffektenbestands wohl vorsehen, dass der Emittent und der Lead Manager der SIS einen Auszug aus dem Aktienregister vorzuweisen haben, indem die Wertrechte im Sinne von Art. 973c OR ausgewiesen sind.

### 3.2 Unverbriefte Forderungsrechte

Im Bereich der unverbrieften Forderungsrechte ist das Wertrechte-Buch ein echtes Novum, das der Gestalt der Wertrechte vor ihrem Wandel zu Bucheffekten<sup>36</sup> Konturen verleiht. Die gedankliche Wolke, aus der die Bucheffekten kristallisieren, wird sichtbar gemacht – es *gibt* ein Leben der Wertrechte ausserhalb der mediatisierten Verwahrung, bzw. ausserhalb des SIS-Systems<sup>37</sup>.

Als praktische Folge von Art. 973c OR darf es auch Emittenten ohne spezielle Vereinbarung mit der SIS<sup>38</sup> künftig nicht verwehrt bleiben, auf der Grundlage von Wertrechten Bucheffekten schaffen zu lassen, solange sich die Existenz der Wertrechte und die Rechtszuständigkeit an den Wertrechten aus einem Wertrechte-Buch ergibt. Die SIS wird sich für die Bestandschaffung auf einen entsprechenden Auszug stützen.

## 4. Immobilisierung der Wertrechte bei mediatisierter Verwahrung?

Zentrales Element und *conditio sine qua non* der mediatisierten Verwahrung ist die *Immobilisierung* der Wertpapiere bei zentralen Verwahrungsstellen<sup>39</sup>. Nach Art. 6 Abs. 1 lit. a und b BEG werden Wertpapiere durch Hinterlegung bei einer Verwahrungsstelle immobilisiert. Ohne eine solche «Stilllegung» müsste damit gerechnet werden, dass die physischen Urkunden auch nach ihrer Abbildung als Bucheffekten parallel zu den in den Effektenkonten verbuchten Transaktionen gehandelt würden. Die praktischen Konsequenzen eines solchen «Doppellebens» als Urkunde und Bucheffekte wären unannehmbar.

Obwohl im Bereich der Wertpapiere grundlegend, wurde das Prinzip der Immobilisierung *im Bereich*

*der Wertrechte* weder im Bucheffektengesetz, noch in Art. 973c OR umgesetzt. Ein Mechanismus, welcher sicherstellt, dass Wertrechte nach ihrer Wandlung zu Bucheffekten aus dem Verkehr gezogen, immobilisiert werden, fehlt. Nach der jetzigen Konzeption können Wertrechte auch nach ihrer Einbuchung ins SIS-System per schriftlicher Abtretungserklärung<sup>40</sup> übertragen oder verpfändet werden. Auch hindert den Emittenten theoretisch nichts daran, den Auszug aus dem Wertrechte-Buch einer weiteren Verwaltungsstelle vorzuweisen und so doppelt Bucheffekten schaffen zu lassen.

U.E. muss sichergestellt werden, dass Wertrechte nach ihrer Wandlung zu Bucheffekten<sup>41</sup> ausserhalb des Bereichs der mediatisierten Verwahrung (d.h. als Wertrechte) nicht mehr übertragen werden können. Das Wertrechte-Buch des Emittenten muss mit der Schaffung des entsprechenden Bucheffektenbestands für die Dauer der mediatisierten Verwahrung grundsätzlich<sup>42</sup> *geschlossen* werden. Es muss den Anlegern während der mediatisierten Verwahrung verwehrt bleiben, aus dem Wertrechte-Buch Rechte abzuleiten<sup>43</sup>, relevant sind fortan einzig Gutschriften in den Effektenkonten der Anleger. Das Wertrechte-Buch darf erst wieder geöffnet werden, wenn die Bucheffekten durch Ausbuchung aus dem SIS-System und Rückwandlung in Wertrechte untergehen. Erst dann sind – gemäss den entsprechenden Schlussguthaben auf den Effektenkonten – allfällige neue Gläubiger im Wertrechte-Buch einzutragen.

Verkauft beispielsweise ein Emittent (welcher nicht Verwahrungsstelle im Sinne von Art. 4 BEG ist) im Festübernahmeverfahren über einen Lead Manager unverbriefte Obligationen, welche mediatisiert verwahrt und als Bucheffekten handelbar sein sollen, wird er wie folgt vorgehen müssen:

- (a) Schaffung der Wertrechte durch Eintragung ins Wertrechte-Buch, wobei als Gläubiger der Lead Manager eingetragen wird.
- (b) Auftrag an SIS, auf Grund der Wertrechte Bucheffekten zu schaffen (durch Eintragung ins Hauptregister und Einbuchung im Effektenkonto des Lead Managers); Verifikation der Existenz der Wertrechte und der Rechtszuständigkeit des Lead Managers durch die SIS über einen Auszug aus dem Wertrechte-Buch.
- (c) Schliessen/Sperren des Wertrechte-Buchs, sobald die SIS den entsprechenden Bucheffektenbestand

<sup>36</sup> Nach Art. 6 Abs. 1 lit. c BEG entstehen Bucheffekten auf der Grundlage von Wertrechten mit dem Eintrag ins Hauptregister einer Verwahrungsstelle und der Gutschrift in einem oder mehreren Effektenkonten.

<sup>37</sup> Brunner's Konzeption der erst mit der Einbuchung ins SIS-System entstehenden Wertrechte (vgl. BRUNNER (FN 13), 220) wird nicht umgesetzt.

<sup>38</sup> Siehe oben 2.2.

<sup>39</sup> Vgl. Botschaft, 2 und 9.

<sup>40</sup> Vgl. Art. 973c Abs. 4 OR.

<sup>41</sup> Mit dem Eintrag ins Hauptregister und der Einbuchung ins Effektenkonto des Berechtigten.

<sup>42</sup> Eine Ausnahme muss für das Aktienbuch – das Wertrechte-Buch für Aktien mit aufgehobenem oder aufgeschobenem Titeldruck – gelten, vgl. unten.

<sup>43</sup> Das Ausführen der Botschaft betreffend Wertpapiere auf S. 34 f. müssen sinngemäss auch für Wertrechte gelten.

geschaffen hat; als Gläubiger bleibt unabhängig von allen nun folgenden Übertragungen der Bucheffekten<sup>44</sup> der Lead Manager im Wertrechte-Buch eingetragen.

Eine *Ausnahme* muss allerdings für das Aktienbuch/-register, das Wertrechte-Buch für Aktien mit aufgehobenem oder aufgehobenem Titeldruck<sup>45</sup> gelten: Das Aktienbuch wird – Meldung durch den Erwerber von Aktien vorausgesetzt – wie bisher vom Emittenten nachgeführt.

## 5. Emittentenverwahrung der Wertrechte

Will ein Emittent den Anlegern *Emittentenverwahrung* oder *Heimverwahrung*<sup>46</sup> von unverbrieften Obligationen anbieten – d.h. eine Verwahrung als Wertrechte ausserhalb des Systems der mediatisierten Verwahrung – ergibt sich die Rechtszuständigkeit nach der Botschaft<sup>47</sup> aus dem (nicht öffentlichen<sup>48</sup>) Wertrechte-Buch, wobei Übertragungen «im Wege der [massenweisen<sup>49</sup>] Einzelrechtsnachfolge nach zessionsrechtlichen Grundsätzen (Art. 164 ff. OR)»<sup>50</sup> erfolgen und einer schriftlichen Abtretungserklärung im Sinne von Art. 165 Abs. 1 OR bedürfen<sup>51</sup>. Aus dieser Konzeption folgt u.E., dass die Rechtszuständigkeit des Gläubigers (i) gegenüber dem Schuldner (d.h. dem Emittenten) aus der Zessionskette und (ii) gegenüber Dritten aus einem Auszug aus dem Wertrechte-Buch ergibt. Der Emittent hätte das Wertrechte-Buch auf entsprechende Anzeige des berechtigten Gläubigers nachzuführen; eine Pflicht des Gläubigers, dem Schuldner (d.h. dem Emittenten) eine Zession anzuzeigen, besteht im Einklang mit zessionsrechtlichen Grundsätzen jedoch nicht. Da das Wertrechte-Buch nicht öffentlich ist, besteht allerdings keine Gefahr, dass Dritte betreffend Rechtszuständigkeit an Wertrechten getäuscht werden. Es wird sich weisen müssen, ob diese Konzeption genügend Rechts-

sicherheit bietet und ob die massenweise Einzelrechtsnachfolge in der Praxis durchführbar ist<sup>52</sup>.

## 6. Von der Bucheffekte zum Wertrecht

Im Zuge der offenen Architektur des Bucheffektengesetzes können Effekten das System der mediatisierten Verwahrung auch verlassen. Mit dem Austritt aus dem Bereich der mediatisierten Verwahrung gehen die Bucheffekten unter bzw. wandeln sich in Wertpapiere oder Wertrechte um.

Der Untergang der Bucheffekten ist in Art. 8 BEG geregelt:

«<sup>1</sup>Die Kontoinhaberinnen und Kontoinhaber können von der Verwahrungsstelle jederzeit verlangen, ihnen Wertpapiere gleicher Zahl und Gattung auszuliefern oder ausliefern zu lassen, wie ihrem Effektenkonto Bucheffekten gutgeschrieben sind, sofern:

- a. bei der Verwahrungsstelle oder bei einer Drittverwahrungsstelle Wertpapiere hinterlegt sind; oder
- b. die Kontoinhaberin oder der Kontoinhaber nach Artikel 7 Abs. 2 einen Anspruch auf Ausstellung von Wertpapieren hat.

<sup>2</sup>Die Kontoinhaberin oder der Kontoinhaber hat Anspruch auf die Auslieferung von Wertpapieren, die den Usanzen des Marktes entsprechen, auf dem diese Wertpapiere gehandelt werden.

<sup>3</sup>Die Verwahrungsstelle stellt sicher, dass die Wertpapiere nur ausgeliefert werden, wenn Bucheffekten gleicher Zahl und Gattung dem entsprechenden Effektenkonto belastet worden sind.»

Art. 8 BEG regelt den Austritt aus der mediatisierten Verwahrung für *Wertpapiere* nicht aber für Wertrechte. Auf die Auslieferung von Wertrechten sind die Bestimmungen gemäss Botschaft «höchstens analog anwendbar, etwa wenn eine Emittentin, die nicht Verwahrungsstelle ist, für ihre Aktionärinnen oder Aktionäre eine Emittentenverwahrung anbietet»<sup>53</sup>. In analoger Anwendung von Art. 8 BEG i.V.m. Art. 7 Abs. 2 BEG<sup>54</sup> muss der Anleger Wertrechte aus dem Bereich der mediatisierten Verwahrung nehmen können – vorausge-

<sup>44</sup> Nach Art. 24 Abs. 1 BEG wird über Bucheffekten durch (a) Weisung des Kontoinhabers an die Verwahrungsstelle, die Bucheffekten zu übertragen; und (b) durch Gutschrift der Bucheffekten im Effektenkonto des Erwerbers verfügt.

<sup>45</sup> Vgl. oben 3.1.

<sup>46</sup> Der Unterschied zwischen Emittentenverwahrung und Heimverwahrung liegt u.E. allein im Konto, in das die Wertrechte eingebucht sind: Liegt das Konto im Einflussbereich des Emittenten, liegt Emittentenverwahrung vor; hat der Anleger die Wertrechte in ein eigenes Konto eingebucht, kann von Heimverwahrung gesprochen werden. Es ist allerdings u.E. sowieso fraglich, ob das Wort «Verwahrung» auf das Halten von Wertrechten überhaupt passt.

<sup>47</sup> Vgl. Botschaft, 80, zu Art. 973c Abs. 3 OR: «Der Bucheintrag tritt bei Wertrechten also sowohl bei der Begebung wie auch bei der Übertragung an die Stelle der Übertragung des Besitzes an der Urkunde.»

<sup>48</sup> Art. 973c Abs. 2 OR.

<sup>49</sup> Einschub hinzugefügt.

<sup>50</sup> Botschaft, 80.

<sup>51</sup> Art. 973c Abs. 4 OR und Botschaft, 80.

<sup>52</sup> Zu beachten ist, dass die Emittentenverwahrung typischerweise für Bestände gedacht ist, die von den Anlegern auf Dauer gehalten werden. Gewisse Emittenten schliessen deshalb eine Übertragung von Wertrechten durch Abtretung aus; im Falle einer Veräusserung muss der entsprechende Bestand zunächst auf ein Depotkonto bei einer Bank übertragen werden. Eine Abtretung nach Art. 973c Abs. 4 OR dürfte daher nur bei atypischen Übertragungsvorgängen in Betracht kommen, nicht jedoch «massenweise» (im normalen rechtsgeschäftlichen Verkehr).

<sup>53</sup> Botschaft, 37.

<sup>54</sup> Art. 7 Abs. 2 BEG lautet wie folgt: «Kontoinhaberinnen und Kontoinhaber können vom Emittenten jederzeit verlangen, für die Bucheffekten, die durch Hinterlegung einer Globalurkunde oder durch Eintragung von Wertrechten in ein Hauptregister entstehen, Wertpapiere gleicher Zahl und Gattung auszustellen, sofern die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten es vorsehen. Sie tragen dafür die Kosten, es sei denn, die Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten bestimmen etwas anderes.»

setzt die «Ausgabebedingungen oder Gesellschaftsstatuten»<sup>55</sup> sehen es so vor. Diese Voraussetzung auch bei Wertrechten zu verlangen, ist darum gerechtfertigt, weil der Übergang von mediatisierter Verwahrung zu Emittenten- oder Heimverwahrung dem Emittenten ebenso wie die Ausstellung von Wertpapieren Aufwand verursacht: Der Emittent wird das Wertrechte-Buch für die aus der mediatisierten Verwahrung ausgetretenen, zu Wertrechten gewordenen Effekten, öffnen und all-fällige Übertragungen im Wertrechte-Buch nachtragen müssen.

## 7. Fazit

Einhergehend mit dem kontinuierlich ansteigenden Volumen von Kotierungen von Derivaten und strukturierter Produkte<sup>56</sup> an der SWX Swiss Exchange<sup>57</sup> wird von Seiten der Emittenten auf Grund der attraktiven Preisbedingungen der SIS für die Verwahrung von Wertrechten das Interesse am Institut «Wertrecht» steigen.

Insbesondere vor diesem Hintergrund wäre es zu begrüssen, wenn in der folgenden parlamentarischen Diskussion des Bucheffektengesetzes auch die noch offenen Fragen im Zusammenhang mit der Immobilisierung der Wertrechte geklärt würden.

<sup>55</sup> Art. 7 Abs. 2 BEG, zitiert in FN 54.

<sup>56</sup> Vgl. FN 11.

<sup>57</sup> Vgl. die aktuelle Marktstatistik unter <[http://www.swx.com/admission\\_de.html](http://www.swx.com/admission_de.html)>; per 6. Dezember 2006 waren total 11259 Derivate/Strukturierte Produkte gegenüber «nur» 1307 Anleihen kotiert.