

# Vermögenswerte im Finanzmarktrecht – Das Ende aller dinglichen Prinzipien?

Corinne Zellweger-Gutknecht

## Inhalt

<b>A.</b>	<b>Einleitung</b>	88
<b>B.</b>	<b>Sonderordnung im Finanzmarktpivatrecht</b>	90
1.	Effektengirosystem	90
1.1	Mediatisierte Verwahrung	90
1.2	Immobilisierung	90
1.2.1	Sammelverwahrung	91
1.2.2	Globalurkunden	91
1.3	Entmaterialisierung: Wertrechte	92
2.	Rechtszuordnung	92
2.1	De lege lata: Sachenrecht als Krücke, Klotz und Feigenblatt	92
2.2	De lege ferenda (Bucheffectengesetz): Legislativer Nachvollzug	94
3.	Essentialia der Bucheffekte	94
3.1	Basiswert – der schuld- oder gesellschaftsrechtliche Kern	94
3.2	Manifestationsform bzw. ‚Hülle‘ als Drittwirkungsgrundlage	94
3.2.1	Inaktivierung umlaufender Basiswerthüllen	94
3.2.2	Manifestation	95
3.2.3	Gewährssystem	95
3.3	Koordinative Drittwirkung	96
3.3.1	Materiell	97
3.3.2	Zwangsvollstreckung	97
4.	Rückschlüsse von der insolvenz-rechtlichen auf die materiell-rechtliche Ordnung	99
4.1	Treuhand?	100
4.2	Gesamthand!	101
4.2.1	Mitglieder der Risikogemeinschaft	101
4.2.2	Gegenstand des Gesamtvermögens	101
4.2.3	Beendigung	102
4.2.4	Auseinandersetzung	102
<b>C.</b>	<b>Rückwirkung auf das Allgemeinprivatrecht?</b>	103
1.	Neuinterpretation von Art. 717 ZGB	103
2.	Status Quo	103
2.1	Dritt-Unwirksamkeit der Sicherungsübereignung durch Besitzeskonstitut	103

2.2	Ausnahmen . . . . .	105
3.	Anpassungspostulate . . . . .	106
3.1	Generalregister für Mobiliarhypotheken . . . . .	106
3.2	Fusionsgesetzliche Vermögensübertragung sicherungshalber . . . . .	106
3.3	Risikogemeinschaft . . . . .	107
3.3.1	Entstehung . . . . .	107
3.3.2	Überwindung der Doppelschranke . . . . .	108
3.3.2.1	Keine Umgehung des Faustpfandprinzips . . . . .	108
3.3.2.2	Keine Schädigung von Drittgläubigern . . . . .	109
D.	Schluss . . . . .	110

## A. Einleitung

Vermögenswerte, die im Finanzmarkt zirkulieren, entgleiten hinsichtlich ihrer Zuordnung zu einem Rechtsträger dem traditionellen Sachenrecht immer mehr – selbst wenn sie körperlicher Natur sind. Zu Tage trat diese Tatsache bislang nicht im materiellen Recht, sondern lediglich indirekt in Form einer wachsenden Zahl von Verteilungsanordnungen für den Insolvenzfall. Die Rede ist von den spezialgesetzlichen Aus- und vor allem Absonderungsregeln: Sie erlauben eine bevorzugte Befriedigung gewisser Gläubiger (der Anleger) von bankrotten Finanzintermediären (wie etwa Fondsleitungen, Depotbanken, Effekthändlerinnen oder Wertpapierverwahrern). Dies, obwohl den Anlegern aufgrund ihrer Rolle als Treugeber nach den sachenrechtlichen Zuordnungsregeln vielfach eigentlich nur ein obligatorischer Anspruch und damit eine bloße Kurrentforderung zustünde. Solche Regeln sind nicht nur im Schweizer Finanzmarkt weit verbreitet; sie haben sich auch international längst etabliert<sup>1</sup>.

Im Folgenden wird dreierlei untersucht. Primär interessiert, inwiefern diesen insolvenzrechtlichen Verteilungsgeboten ein *materiell-rechtliches Zuordnungssystem jenseits der klassischen dinglichen Prinzipien* zugrunde liegt – wohl wissend, dass die Gesetzgeber die besagten (durchwegs rechtspolitisch motivierten) konkurs- und betreibungsrechtlichen Normen geschaffen haben, ohne sich über deren dogmatischen Hintergrund Rechenschaft abzulegen.

<sup>1</sup> Vgl. zur *Aussonderung* etwa gegenüber der Fondsleitung Art. 17 aAFG (SR 951.31 von 1966) und zur *Absonderung* (zum Begriff vgl. unten B.3.3.2): Art. 16 aAFG (SR 951.31 von 1994) bzw. Art. 35 KAG (SR 951.31 von 2006); Art. 16 i. V. m. 37d BankG (SR 952.0): gegenüber der Depotbank; Art. 36a BEHG (SR 954.1): gegenüber Effekthändlern; *international* (Auswahl) AT: § 23 (6) öDepotG; D: § 32 dDepotG; UNIDROIT: Art. 23 Draft Convention on Intermediated Securities; USA: § 8–503(a) UCC; Belgien: Art. 12 Dekret No. 62; Luxemburg: Art. 7 Abs. 1 LCTIF.

Durchgeführt wird die Analyse anhand des Entwurfs zu einem schweizerischen Bucheffektengesetz (E-BEG), der unser geltendes Wertpapierrecht reformieren soll<sup>2</sup>. Sachlich ist das geplante Gesetz mit dem deutschen und dem österreichischen Depotgesetz vergleichbar und in Kraft treten wird es – so kann man aus der reibungs-, ja belanglosen Behandlung im Parlament schließen – voraussichtlich 2009 oder 2010<sup>3</sup>. Mit dem Bucheffektengesetz erhält die Schweiz erstmals einen finanzmarktrechtlichen Erlass, der sich nicht länger mit punktuellen Absonderungsregeln begnügt, sondern auch die materielle Rechtszuweisung bestimmter Gegenstände, die nicht dem Gütermarkt zuzurechnen sind, auf eine eigenständige und umfassende Basis jenseits rein sachen- oder schuldrechtlicher Konzepte stellt. Entsprechend sind vorab und im Sinne eines *zweiten Schwerpunktes die Essentia* *lien der vom Gesetz erfassten Gegenstände, der Bucheffekten*, näher darzustellen.

Die Wahl fiel nicht zufällig auf das Gebiet des Wertpapierrechts: Während mehr als einem Jahrhundert hat man – angeregt durch Savigny<sup>4</sup> – für obligatorische Rechte, die in einem Wertpapier und damit in einer Sache verkörpert sind, deren absolute Zuordnung mit Ausschlusswirkung für Dritte nach den Regeln des Sachenrechts erklärt. Wie sich sogleich zeigen wird, hat aber die ökonomische und technische Entwicklung (wie überall in den Industrieländern) auch in der Schweiz dem bislang dominierenden Sachenrecht die rechtstatsächlichen Geltungsgrundlagen entzogen<sup>5</sup>. Damit einhergehend wurde auch die Unzulänglichkeit der dinglichen Prinzipien<sup>6</sup> – insbesondere der Publizität, Spezialität und Priorität – für die absolute Rechtszuordnung von Finanzmarktgegenständen zu ihren Rechtsträgern immer offenkundiger. An ihrer Statt entwickelten sich in der Praxis Alternativprinzipien, die gerade im Entwurf zu einem Bucheffektengesetz besonders deutlich hervortreten. Insofern stellt sich *als Drittes* die Frage, ob diese Alternativprinzipien nicht auch bei der Neuinterpretation von Rechtsproblemen hilfreich sein können, die bislang als rein sachenrechtlicher Natur qualifiziert wurden und denen entsprechend durch dingliche

2 Entwurf für ein Bundesgesetz über Bucheffekten (BEG), BBl 2006, 9421 ff.

3 Amtliches Bulletin ([www.parlament.ch](http://www.parlament.ch)), Geschäft Nr. 06.089 Bucheffektengesetz: Ständerat (Erstrat) Wintersession 17. 12. 2007, Nationalrat (Zweitrat) Herbstsession 25. 9. 2008. Nach Bereinigung einer einzigen Differenz (Änderung von Art. 685 f OR bis zur Aktienrechtsrevision vertagen; angenommen per 25. 9. 2008 im NR bzw. 30. 9. 2008 im SR) wurde das Gesetz am 3. 10. 2008 verabschiedet.

4 Von Savigny, Das Obligationenrecht als Theil des heutigen römischen Rechts, Bd. 2, 1853, 99 ff. Vgl. unten Fn. 25.

5 Vgl. schon Zöllner, Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren, FS Raiser, 1974, 249 ff. zu dieser Entwicklung in Deutschland; Kümpel, Zur Umstellung des französischen Effektenwesens auf Bucheffekten, WM 29 (1984) 577 ff.

6 Vgl. zu den Prinzipien Meier-Hayoz, Das Eigentum – Systematischer Teil und Art. 641–654, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Bd. 4.1.1, 4. Aufl. 1966, Syst. Teil N 21 ff.

Prinzipien (zu) enge Schranken gesetzt sind. Diese *mögliche Rückwirkung auf das Allgemeinprivatrecht* soll am Ende des Beitrages anhand eines Beispiels untersucht werden: der in Deutschland zulässigen, in Österreich und der Schweiz hingegen drittunwirksamen Sicherungsübereignung mittels Besitzeskonstitut<sup>7</sup>.

## **B. Sonderordnung im Finanzmarktprivatrecht**

### **1. Effektengirosystem**

#### **1.1 Mediatisierte Verwahrung**

Im heutigen Effektengirosystem werden Geld- und Kapitalmarktwerte kaum mehr durch die Anlegerinnen selbst, sondern durch Verwahrungsstellen verwahrt und verwaltet. Diese sog. *mediatisierte Verwahrung* zieht sich meist über mehrere Ebenen hin. An der Basis einer solchen Verwahrungspyramide<sup>8</sup> findet sich der einzelne Anleger, der seine Wertbestände in aller Regel bei einer Bank oder Effektenhändlerin hält und auch weitere Effekten über diese Verwahrungsstelle erwirbt. Die Emittentin liefert – wenn es nur eine Verwahrungsebene gibt – die Effekten direkt an die Verwahrungsstelle, die dem Anleger in entsprechender Höhe ein Depotguthaben einbucht. Solche Verwahrungsstellen bilden unter sich eine zweite Verwahrungsebene. Gerade im grenzüberschreitenden Verhältnis kommen regelmäßig noch weitere Ebenen hinzu. Am Ende steht jeweils eine zentrale Verwahrungsstelle, welche die Wertpapiere physisch verwahrt und etwa in Deutschland und Österreich als Wertpapiersammelbank bezeichnet wird<sup>9</sup>. In dieser Konstellation erhält jede Verwahrungsstelle einer unteren Ebene gegen Einlieferung von Effekten eine entsprechende Gutschrift im Depot der ihr übergeordneten Zentralverwahrungsstelle.

#### **1.2 Immobilisierung**

Der Aufbau solch mediatisierter Verwahrungssysteme ist nur möglich, wenn die Vermögenswerte nach ihrer Begebung durch die Emittentin in ein entsprechendes System eingebracht und dort verwahrt, sprich immobilisiert werden. Dafür stehen heute mehrere Techniken zu Verfügung: Sammelverwahrung, Globalurkunden und Wertrechte. Freilich sollen deren heute weitgehend unbestrittenen Wesenselemente, die bereits vielfach und

---

<sup>7</sup> Vgl. unten C.

<sup>8</sup> Vgl. zur Mediatisierung: Botschaft [des Bundesrates] zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. 11. 2006, BBl 2006, 9315 ff., 9321.

<sup>9</sup> In der Schweiz nimmt die SIS SegInterSettle AG die zentrale Wertpapierverwahrung vor. D: Clearstream Banking AG; AT: Oesterreichische Kontrollbank. Als wohl wichtigste internationale Zentralverwahrungsstellen gelten Euroclear mit Sitz in Belgien und Clearstream in Luxemburg.

detailliert geschildert wurden<sup>10</sup>, an dieser Stelle nicht im Einzelnen wiederholt, sondern nur kurz umrissen werden.

### 1.2.1 Sammelverwahrung

Bei der Sammelverwahrung werden einzelne Wertpapiere derselben Gattung mehrerer Hinterleger ungetrennt in einem offenen Depot bei einer Verwahrungsstelle verwahrt<sup>11</sup>. Durch Vermengung der vertretbaren Wertpapiere entsteht anstelle des bisherigen Alleineigentums neu Miteigentum (analog Art. 727 Abs. 1 ZGB, Art. 484 Abs. 1 OR). Gemäß herrschender Lehre ist dieses Miteigentum allerdings abweichend von Art. 646 ff. ZGB modifiziert und labil<sup>12</sup>: modifiziert, weil im Gegensatz zum gewöhnlichen Miteigentum zwischen den Einlieferern *nur theoretisch Rechtsbeziehungen* bestehen und sich die Miteigentümer nicht kennen. Als labil gilt dieses Miteigentum, weil seine Teilung auf Begehren eines einzelnen Einlieferers *jederzeit und ohne Mitwirkung* der übrigen Miteigentümer erfolgen kann<sup>13</sup>. Neuerdings war etwa zu lesen, dieses Konzept sei durch den Berner Professor Peter Liver entwickelt worden<sup>14</sup>. Dabei wird freilich unterschlagen, dass in Deutschland das Reichsgericht bereits 1888 zu diesem Ergebnis gelangte<sup>15</sup> und das Depotgesetz (welches 1939 auch in Österreich eingeführt und erst 1969 ersetzt wurde) schon 1937 den Erwerb von Miteigentum bei Sammelverwahrung kodifizierte<sup>16</sup>.

### 1.2.2 Globalurkunden

Die *Globalurkunden* fassen sodann einige oder alle Einzelwertpapiere einer Emission – *in praxi* v.a. Schuldverschreibungen, Inhaberaktien und verbriefte Derivative (Warrants) – in einem einzigen Wertpapier zusammen<sup>17</sup>.

---

10 Vgl. statt aller *Haab/Simonius/Scherrer/Zobl*, Sachenrecht – Das Eigentum (Art. 661–729 ZGB), in: Zürcher Kommentar, Band 4.1, 2. Aufl., 1977, Art. 727 N 94 ff. sowie die aktualisierte Literaturliste bei *Kunz*, Legislative Aktivitäten im Finanzmarktrecht – zum Entwurf für ein neues Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz, BEG), in: Emmenegger (Hrsg), Anlagerecht, 2007, 25 ff., 26 f.

11 Vgl. *Zobl/Lambert*, Zur Entmaterialisierung der Wertpapiere, SZW 1991, 117 ff., 125 ff.

12 BGE 112 II 406 E.4.a m. w. H.; *Haab/Simonius/Scherrer/Zobl* (Fn. 10) Art. 727 N 94c.

13 *Meier-Hayoz/von der Crone*, Wertpapierrecht, 2. Aufl., 2000, § 25 N 13; *Rey*, Die privatrechtliche Rechtsprechung des Bundesgerichts im Jahre 1986, ZBJV 1988, 113 ff., 116 f.

14 Vgl. statt aller BRBot (2006) 9326 (Fn. 8) m.H.a. (beide unveröffentlicht): *Liver*, Gutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung über das Effekten-Giro-Sammeldepot-System, 19. 7. 1963 und *ders.*, Ergänzungsgutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung über das Effekten-Giro-Sammeldepot-System, 15. 7. 1969.

15 RGZ 21, 7; vgl. auch *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, 2004, 143 Fn. 570.

16 Vgl. § 5 und 24 dDepotG (Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren, Depotgesetz, vom 4. 2. 1937).

17 BRBot (2006) (Fn. 8) 9324 m. w. H., insb. auf die Unterscheidung von technischen Globalurkunden und Globalurkunden auf Dauer.

Auch diese Verwahrungsform beruht auf den Art. 484 OR und (analog) Art. 727 ZGB. Im Unterschied zur Sammelverwahrung besteht indes lediglich ein einziges Objekt des Miteigentums<sup>18</sup>.

### 1.3 Entmaterialisierung: Wertrechte

Ganz auf physische Titel verzichtet die Emittentin bei der Ausgabe von Wertrechten, d. h. von nicht verurkundeten Rechten mit gleicher Funktion wie vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere (Art. 2 Bst. a BEHG)<sup>19</sup>. In der Schweiz sind heute die Namenaktien der meisten Publikumsgesellschaften sowie Geldmarktbuchforderungen und Anlagefondsanteile als Wertrechte ausgestaltet<sup>20</sup>, in Österreich gilt dies etwa für die von der Republik ausgegebenen Schuldverschreibungen (Staatsanleihen)<sup>21</sup>.

## 2. Rechtszuordnung

### 2.1 De lege lata: Sachenrecht als Krücke, Klotz und Feigenblatt

Die Verfügung über die Miteigentumsanteile an *sammelverwahrten* wie an *global verurkundeten Effekten* erfolgt heute aus rechtlicher Sicht (nicht aber faktisch) nach den gleichen Grundsätzen: durch Übertragung des Besitzes an der Urkunde (Art. 967 Abs. 1 OR) mittels Besitzanweisung (Art. 924 Abs. 1 ZGB), also durch Anweisung an die Depotbank oder die Zentralverwahrerin, d. h. des mittelbaren selbständigen Besitzers an die unmittelbare Besitzerin, in Zukunft einer anderen Person den Besitz zu vermitteln<sup>22</sup>. *De facto* wird das Papier aber weder für die Geltendmachung des

---

18 Vgl. etwa *Haab/Simonius/Scherrer/Zobl* (Fn. 10) Art. 727 ZGB N 94d; *Zobl/Lambert* (Fn. 11) 127 f.; *Brunner*, Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere, 1996, 38 ff. *Meier-Hayoz/von der Crone* (Fn. 13) § 25 N 26 ff. und BRBot (2006) (Fn. 8) 9328 m.H.a. *Patry*, Gutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung zur Frage der Begebung von globalurkundlich verbrieften Anleihen (Globalurkunden), 2. 4. 1985 und *ders.*, Ergänzungsgutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung zur Frage der Globalurkunden, August 1985 sowie *Forstmoser*, Gutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung über die börsenmässige Behandlung von Globalurkunden, 2. 10. 1986. Vgl. so allerdings etwa schon *Opitz*, Die Reichsanleihe in Wertpapier und Wertrechtsform, in: *Zahlungsverkehr und Bankbetrieb*, 1941, abgedruckt in: *Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen*, 1954, 443 ff., 444.

19 Vgl. statt aller *Brunner* (Fn. 18) 186 ff.

20 BRBot (2006) (Fn. 8) 9326. Bislang war nicht vollständig geklärt, ob die Statuten den Anspruch der Aktionäre auf Druck und Auslieferung von physischen Namenaktien vollständig und auf Dauer ausschließen können (sog. *System mit aufgehobenem Titeldruck*). Mit Art. 622 Abs. 1 2 revOR wird dafür, ebenso wie für das *System des aufgeschobenen Titeldrucks* eine klare gesetzliche Grundlage geschaffen: BRBot (2006) (Fn. 8) 9390 und Bericht der vom Eidgenössischen Finanzdepartement eingesetzten technischen Arbeitsgruppe zum Entwurf eines Bucheffektengesetzes und zur Ratifikation des Haager Wertpapierübereinkommens vom 15. 6. 2004, 88.

21 *Micheler* (Fn. 15) 155.

22 *Haab/Simonius/Scherrer/Zobl* (Fn. 10) Art. 727 ZGB N 94b.

Rechts noch für dessen Übertragung gebraucht. Ja, meist wissen die Anleger nicht einmal, ob ihr Vermögenswert als Global- oder als Einzelurkunde verbrieft ist. Letztlich wird der Eigentumsübergang bereits heute mit der Verbuchung in Verbindung gebracht, obwohl ihr aus rechtlicher Sicht bloß deklaratorische Bedeutung zukommt, da das Eigentum bereits mit Empfang der Anzeige durch den Besitzmittler übergegangen ist (Art. 924 Abs. 2 ZGB).

*Wertrechten* wird bislang die wertpapierrechtliche Wirkung versagt und insb. zu ihrer Übertragung eine schriftliche Abtretungserklärung verlangt (Art. 165 OR)<sup>23</sup>. „Umgangen“ wird diese Vorschrift durch eine einmalige Blankozession<sup>24</sup>. Auch hier fällt im Endeffekt der Rechtsübergang mit der Umbuchung der Vermögenswerte zusammen.

Es bedarf keiner weiteren Erläuterung, dass Innehabung wie Übertragung im Effekten giro heute vollständig über körperlose Mechanismen erfolgt. Ist aber die Rechtszuordnung von den Papierdokumenten völlig unabhängig geworden, bedarf es auch nicht länger des durch Savignys Verkörperungstheorie<sup>25</sup> begründeten<sup>26</sup> Rückgriffs auf sachenrechtliche Erklärungsmuster<sup>27</sup>. Mit anderen Worten spielt das Sachenrecht in der mediatisierten Wertpapierverwahrung mit ihren mehrfach gestuften und von außen nicht überblickbaren Besitzverhältnissen bereits *de lege lata* keinerlei Rolle mehr.

---

23 Vgl. *Forstmoser/Lörtscher*, Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck, SAG 59 (1987) 51 f.; *Zobl/Lambert* (Fn. 11) 129; *Meier-Hayoz/von der Crone* (Fn. 13) § 25 N 35; a.M. *Brunner* (Fn. 18) 204 ff.

24 Vgl. etwa *Meier-Hayoz/von der Crone* (Fn. 13) § 25 N 16.

25 „Eine Hinweisung auf solche neue, erleichternde, Formen [der Übertragung] lag in dem Umstand, dass fast alle Obligationen von einiger Erheblichkeit nicht durch bloß mündliche Abreden geschlossen werden, sondern dass man dabei Urkunden (Schuldscheine usw) anzuwenden pflegt. Eine solche Urkunde ist ein Körper, eine Sache, also möglicher Gegenstand des Eigentums und des Besitzes. Damit ist ein Weg angedeutet, wie das Verhältnis des Gläubigers zu dieser Sache (der Schuldurkunde) zugleich zur leichteren Übertragung der Forderung, also des Rechts gegen den Schuldner benutzt werden könnte. [...] Man kann [dieses Vorgehen] unter dem gemeinsamen Gesichtspunkt der Verkörperung der Obligation zusammenfassen“, *von Savigny* (Fn. 4) 99 ff. Die Stellungnahme legte den Grundstein für die Verkörperungstheorie, die sich freilich erst fast ein halbes Jahrhundert später durchsetzte: *Micheler* (Fn. 15) 112. Die Theorie erlaubte es, den bereits zuvor bei gewissen, für den Umlauf bestimmten obligatorischen Rechten praktizierten gutgläubigen Erwerb und Einwendungsausschluss mit der Verkörperung dieser Rechte in einer Sache (einem Papier) und den dadurch anwendbaren Vorschriften über bewegliche Sachen zu erklären.

26 Vgl. eingehend dazu *Micheler* (Fn. 15) 103 ff. und 111 ff.

27 Vgl. etwa *Bucher*, Schweizerisches Obligationenrecht – Allgemeiner Teil ohne Deliktsrecht, 2. Aufl. 1988, 7: „Besondere Bedeutung erhält das Sachenrecht für schuldrechtliche Beziehungen im Wertpapierrecht, dessen hervortretender Mechanismus darin besteht, die Zuständigkeit zur Geltendmachung der wertpapierrechtlich verkörperten Forderung nicht nach schuldrechtlichen, sondern sachenrechtlichen Prinzipien (den dinglichen Rechten oder dem Besitz am Wertpapier) zu regeln.“

## 2.2 De lege ferenda (Bueffektengesetz): Legislativer Nachvollzug

Dem trägt der Entwurf zu einem schweizerischen Bueffektengesetz Rechnung. Wenn sein Inhalt teilweise auch revolutionär anmutet – insb. weil ein neuer Vermögensgegenstand *sui generis* positiviert wird (Art. 3 E-BEG; dazu sogleich), so handelt es sich letztlich doch bloß um einen umfassenden legislativen Nachvollzug der heute bereits herrschenden tatsächlichen Verhältnisse. Das ergibt sich auch aus den Gesetzgebungsarbeiten, die ausdrücklich unter die Prämisse gestellt wurden, sich „so weitgehend als möglich und vertretbar an der etablierten und anerkannten Praxis der schweizerischen und internationalen Wertpapiermärkte zu orientieren“<sup>28</sup> und in selbige „Praktiken und Systeme nur dann einzugreifen, wenn dies zwingend notwendig ist“<sup>29</sup>.

## 3. Essentialia der Bueffekte

Der angesprochene neue Vermögensgegenstand eigener Art, die Bueffekte, wird in Art. 3 E-BEG definiert. Demzufolge sind Bueffekten vertretbare Forderungs- oder Beteiligungsrechte gegenüber dem Emittenten, welche absolute Drittwirkung entfalten, sobald eine Verwahrungsstelle diese Basiswerte fixiert und einem Effektenkonto gutgeschrieben hat. Die Essentialien der Bueffekte sind also Folgende:

### 3.1 Basiswert – der schuld- oder gesellschaftsrechtliche Kern

Ausgangspunkt ist stets ein *Basiswert* rein schuld- oder auch gesellschaftsrechtlicher Natur, also ein Forderungs- oder Mitgliedschaftsrecht, das von einer Emittentin begeben wird und vertretbar<sup>30</sup> sein muss.

### 3.2 Manifestationsform bzw. „Hülle“ als Drittwirkungsgrundlage

Dieser Basiswert bedarf sodann einer *Drittwirkungsgrundlage*. Er wird zu diesem Zweck in eine Form gekleidet, welche auch Drittwirkungen rechtfertigt. Bislang war das insbesondere die Wertpapierform. Neu wird auch der Buchgutschrift entsprechende absolute Wirkung zuerkannt. Vorausgesetzt ist dafür dreierlei:

#### 3.2.1 Inaktivierung umlaufender Basiswerthüllen

Erstens müssen andere bereits vorhandene Erscheinungsformen (insbesondere Wertpapiere oder Wertrechte) dem Geschäftsverkehr entzogen, mithin inaktiviert werden, damit nicht etwa mehrere Erscheinungsformen eines Basiswertes zugleich zirkulieren und diesen Basiswert (durch Gutgläubenserwerb) zu Lasten der Emittentin multiplizieren. Die Inaktivierung geschieht, indem Wertpapiere bei einer Verwahrungsstelle hinterlegt (Art. 6

---

28 Zit. EFD (2004) (Fn. 20) 33.

29 Zit. BRBot (2006) (Fn. 8) 9412.

30 Vgl. zum Erfordernis der Fungibilität eingehend Brunner (Fn. 18) 191 ff.



Abs. 1 Bst. a und b E-BEG) und Wertrechte in einem entsprechenden Hauptregister eingetragen werden (Art. 6 Abs. 1 Bst. c und Abs. 2 E-BEG)<sup>31</sup>.

### 3.2.2 Manifestation

Zweitens wird der Basiswert neu wahrnehmbar gemacht – in einer adäquaten Gestalt, die eine statische und dynamische Rechtszuordnung (Innehaben und Übertragung) innerhalb des Girosystems erlaubt. Zu diesem Zweck wird der fragliche Wert einem Effektenkonto gutgeschrieben (Art. 6 Abs. 1 E-BEG). Es werden also die Bucheffekten in Zahl und Gattung als Guthaben auf einem Effektenkonto ausgewiesen (so auch Art. 11 Abs. 1 E-BEG), mithin durch ein *Buchguthaben manifest* gemacht<sup>32</sup>. Umgekehrt gehen Bucheffekten unter, wenn die stillgelegten Wertpapiere oder -rechte aus der Verwahrung entlassen werden (Auslieferung an Anleger, Emittentenverwahrung etc.) und das Effektenkonto entsprechend belastet wird (Art. 8 E-BEG). Die Übertragung richtet sich nach den Art. 24–30 E-BEG – prioritär erfolgt sie durch rechtsgeschäftliche Einzelverfügung mittels weisungsbasierter Kontobuchung, alternativ zu Sicherungs- und Nutznießungszwecken mittels schlichtem Konsens und subsidiär mittels Abtretung, deren Wirkungen den übrigen Verfügungsformen stets nachgehen.<sup>33</sup>

Der Begriff des Effektenkontos ist im Gesetz nicht (mehr) definiert. Gemeint ist ein von einer Verwahrungsstelle geführtes Konto, dem Bucheffekten gutgeschrieben oder belastet werden können und das in der Bankpraxis häufig als Depot oder Depotkonto bezeichnet wird<sup>34</sup>. Wie das Barkonto beruht auch das Depotkonto auf einem (durch vertragliche Abreden modifizierten) Mandatsverhältnis i. S. v. Art. 394 ff. OR: Die beauftragte Verwahrungsstelle ist insbesondere verpflichtet, über alle Vorgänge Buch zu führen und den Kunden darüber zu orientieren<sup>35</sup>. In tatsächlicher Hinsicht ist die Kontogutschrift letztlich nichts anderes als ein (heute ausnahmslos elektronischer) Eintrag in einer privaten Buchhaltung.

### 3.2.3 Gewährssystem

Allerdings sind, drittens, nur die im Entwurf abschließend genannten Unternehmen berechtigt, als Verwahrungsstellen Effektenkonti zu führen (Art. 3 Abs. 1 Bst. a i. V. m. Art. 4 und 6 ff. E-BEG), was zur Folge hat, dass Bucheffekten nur innerhalb eines *Gewährsystems* zirkulieren: Denn alle diese Unternehmen, insb. Banken, die Nationalbank und die Post, bieten

31 Anders als in früheren Entwürfen (vgl. etwa Art. 14 Abs. 1 E03) können nicht nur die (wenigen) Zentral-, sondern *sämtliche* in- und ausländischen Verwahrungsstellen ein Hauptregister führen.

32 BRBot (2006) (Fn. 8) 9348; EFD (2004) (Fn. 20) 46.

33 BRBot (2006) (Fn. 8) 9348 zu Art. 6 Bst. a–c E-BEG.

34 BRBot (2006) (Fn. 8) 9343. Art. 6 Bst. a E04 enthielt noch eine entsprechende Definition.

35 Zum Kontokorrent vgl. etwa *Bucher*, Grundprobleme des Kontokorrentrechts; Überlegungen aus Anlass zweier neuer Entscheidungen des Bundesgerichts, recht 1994, 168 ff., 169.

durch ihre streng regulierte Beaufsichtigung höchste Gewähr für die Richtigkeit und Zuverlässigkeit der Buchungen<sup>36</sup>.

Hinzu kommt – und ist auch im Folgenden essentiell – dass die Verwahrungsstellen verpflichtet sind, stets genügend Deckung für die Bucheffekten zu halten, welche die Kontoinhaber bei ihnen einbuchen lassen. Sind sie Zentralverwahrer, besteht die Deckung wie gesehen<sup>37</sup> in den bei ihnen „stillgelegten“ Effekten, ansonsten in Guthaben bei einer übergeordneten Drittverwahrungsstelle, die ihrerseits Deckung hält in Form von Effekten oder erneut in Form von Guthaben bei der nächsthöheren Drittverwahrerin und so fort. Kommt es zu einer Unterdeckung, muss die Verwahrungsstelle diese ausgleichen, ohne sich exkulpieren zu können (Art. 11 E-BEG). Diese Kausalhaftung sowie der exklusive Kreis von Verwahrungsstellen rechtfertigen es, den durch sie geführten Buchungen, mithin den Bucheffekten, Drittwirkung zuzugestehen, obwohl diese nicht öffentlich sind (man denke nur an das Bankgeheimnis i. S. v. Art. 47 BankG), eine Publizität also nicht einmal ansatzweise gegeben ist.

Denn selbst eine Stornierung (Art. 27 E-BEG) vernichtet eine einmal getätigte Buchung nicht vollständig. Vielmehr wird sie technisch durch eine entsprechende Gegenbuchung ausgeglichen<sup>38</sup>. So bleiben die einzelnen Vorgänge in den Büchern der Verwahrungsstellen nachvollziehbar und erlauben im Bedarfsfall eine Nachkontrolle. Damit wird das Publizitätsprinzip in Bezug auf Bucheffekten substituiert durch eine Kontrollgewähr: Die technisch und aufsichtsrechtlich gesicherte Möglichkeit, dank unverfälschter Daten die Richtigkeit einer Buchung nachträglich zu ermitteln<sup>39</sup>.

### 3.3 Koordinative Drittwirkung

Sind die vorgenannten Voraussetzungen (Inaktivierung, Manifestation, Gewährssystem) gegeben, entfalten die entstandenen Bucheffekten trotz ihres obligatorischen Inhalts Drittwirkung wie andere absolute Rechte auch: Sie sind „der Verwahrungsstelle und jedem Dritten gegenüber wirksam“ (Art. 3 Abs. 2 E-BEG).

---

36 Vgl. zu den nicht als Verwahrungsstellen qualifizierten Unternehmen EFD (2004) (Fn. 20) 44; von der Crone/Kessler/Gersbach, Wertpapierverwahrungsgesetz (WVG) – Entwurf und Kommentar an die Schweizerische Bankiervereinigung, 6. 1. 2003, 12.

37 B.1.1.

38 BRBot (2006) (Fn. 8) 9374 zu Art. 27 Abs. 3 E-BEG.

39 Vergleichbar funktioniert bereits heute das System der Grundbucheinträge: Zwar werden sie von behördlicher Seite geführt und sind weitaus leichter einsehbar. Doch auch hier wird der Schutz des Vertrauens in die Richtigkeit eines Eintrages nicht von der tatsächliche Registerkonsultation abhängig gemacht: Art. 970 Abs. 3 ZGB fingiert die Kenntnis. Die Publizität tritt damit als Zuordnungselement ebenfalls hinter eine Kontrollgewähr zurück.

### 3.3.1 Materiell

In *materiell-rechtlicher* Hinsicht äußert sich diese Drittwirkung zunächst in einem zwischen Vindikation und Kondiktion angesiedelten, teilweise konkursfesten *Restitutionsrecht* (Art. 29 Abs. 2 und 4 E-BEG), welches letztlich auf einer Abkehr (sic) vom Prinzip der kausalen Verfügungsgeschäfte im Anwendungsbereich des Bucheffektengesetzes beruht. Hinzu kommen die *Retinierbarkeit* der Bucheffekten trotz ihrer Unkörperlichkeit (Art. 21 E-BEG) sowie ein *Gutgläubensschutz* bei entgeltlichem Erwerb (Art. 29 E-BEG). Die Details müssen, da sie nicht den Kern der untersuchten Sache betreffen, hier unbehandelt bleiben. Erwähnt sei nur, dass die Bucheffekte vom Nichtberechtigten mangels Publizität nicht kraft Vertrauens auf einen Rechtsschein erworben wird, sondern kraft Systemvertrauens: Die Anlegerin vertraut auf die Richtigkeit und Rechtmäßigkeit der Buchungen, die innerhalb eines Gewährsystems (also von den Verwahrungsstellen) vorgenommen werden<sup>40</sup>.

### 3.3.2 Zwangsvollstreckung

Vorliegend interessieren hingegen vor allem die *zwangsvollstreckungsrechtlichen* Konsequenzen der Drittwirkung – die m. E. Rückschlüsse auf weitere materielle Drittwirkungen zulassen, die im Entwurf nicht explizit geregelt sind. Die wohl wichtigste vollstreckungsrechtliche Drittwirkung zeigt sich im Insolvenzverfahren<sup>41</sup>: Die Bucheffekte eines Kontoinhabers bleibt dem Zugriff der Gläubigerinnen einer Verwahrungsstelle entzogen (Art. 3 Abs. 2 Halbsatz 2 E-BEG)<sup>42</sup>. Daraus ist jedenfalls ein *Widerspruchsrecht* der Anleger i. S. v. Art. 106–109 SchKG abzuleiten, auch wenn der Entwurf die *Spezialexécution* nicht erwähnt.

Er widmet sich vielmehr nur dem Fall, dass über eine Verwahrungs- oder Drittverwahrungsstelle ein Zwangsliquidationsverfahren zum Zwecke der *Generalexekution* eröffnet wird. Die Art. 17–19 E-BEG verhindern, dass die Vermögenswerte der Anleger in die Konkursmasse fallen bzw. zur Befriedigung der Kurrentgläubiger der Verwahrungsstelle herangezogen werden<sup>43</sup>. Inhaltlich entsprechen sie sinngemäß § 23 des österreichischen bzw. § 32 des deutschen Depotgesetzes und sie gewähren dem Kontoinhaber ein Absonderungsrecht, d. h. eine Aussonderung von Amtes wegen im Umfang seiner Guthaben (Art. 17 Abs. 1 Ingress E-BEG)<sup>44</sup>. Die Termino-

40 So schon *Micheler* (Fn. 15) 214 f.

41 Vgl. zudem zur nun ausdrücklich geregelten örtlichen Vollzugszuständigkeit (Ausschluss des sog. *upper tier attachments*) Art. 14 E-BEG: Jede Spezialvollstreckung gegen eine Kontoinhaberin, die bei einer Drittverwahrungsstelle vollzogen wird, ist nichtig.

42 BRBot (2006) (Fn. 8) 9345.

43 Vgl. BRBot (2006) (Fn. 8) 9361 und EFD (2004) (Fn. 20) 59 m.H.a. auf zahlreiche Rechtsordnungen und Regelungsmodelle und die Tatsache, dass dort diese Fundamentalregel ebenfalls anerkannt sei.

44 Vgl. *Micheler* (Fn. 15) 147 m. w. H.

logie ist damit von jener in Deutschland und Österreich zu unterscheiden, wo sich die Aussonderung auf Folgen der *Nichtzugehörigkeit* einer Sache bzw. eines Rechts zur Masse richtet, wogegen Absonderung auf bevorzugte Befriedigung *aus* der Masse gerichtet ist.

Die Frage, welche Werte überhaupt abgesondert werden können, beantwortet sich aus Art. 17 Abs. 1 E-BEG. Es handelt sich grundsätzlich um jene Werte, welche die Verwahrungsstelle *als Deckung* für die gebuchten Guthaben ihrer Kontoinhaber hält; mithin die stillgelegten Wertpapiere und Wertrechte (wenn sie selber eine Zentralverwahrerin also eine Wertpapiersammelbank ist) und die Bucheffektenguthaben bei einer Drittverwahrungsstelle. Hinzu kommen gewisse Lieferansprüche i. S. v. Bst. c, die vorliegend nicht weiter vertieft werden. Von Interesse sind hier primär die Gutschriften bei Drittverwahrungsstellen i. S. v. Art. 17 Abs. 1 Bst. a, welche in drei Varianten geführt werden: erstens als *Eigenbestände* oder Nostro-Guthaben – sie lauten auf den Namen der (jetzt insolventen) Verwahrungsstelle; zweitens als *Kunden-Sammelkonti* mit Fremd- bzw. Loro-Guthaben. (Manche Gesetzgebungen, etwa Luxemburg, sehen vor, dass diese Trennung immer eingehalten werden muss. In der Schweiz ist sie die Ausnahme.) Hierzulande werden stattdessen (im Sinne einer dritten Variante) bei der Drittverwahrungsstelle meist *Mischkonten* auf den Namen der (insolventen) Verwahrungsstelle geführt, die zum Teil Bestände auf Rechnung von Kunden, zum Teil auf Eigenrechnung enthalten.

Bei einer Absonderung greift die Liquidatorin in *erster Priorität* auf die *Fremdguthaben*. Soweit notwendig werden *sekundär* auch Bucheffekten von *Mischkonten* abgesondert. Denn für Letztere stellt Art. 17 Abs. 2 E-BEG die widerlegbare Vermutung auf, dass es sich allein um Guthaben der Kontoinhabenden handle<sup>45</sup>. Nur wenn nach dieser Absonderung noch Titel im Mischkonto beim Drittverwahrer verbleiben, werden diese als Eigenbestand der Verwahrungsstelle anerkannt – und fallen in die Masse. Resultiert hingegen weiterhin eine *Unterdeckung* (ein sog. *shortfall*) werden *subsidiär* auch die *Eigenbestände der insolventen Verwahrungsstelle* vom Absonderungsrecht erfasst, obwohl diese bei der Drittverwahrungsstelle einem segregierten Nostro-Konto gutgeschrieben sind (Art. 19 Abs. 1 E-BEG)<sup>46</sup>. Diese vorrangige Befriedigung der Kontoinhabenden erfolgt je getrennt für jede einzelne Bucheffekten-Gattung separat<sup>47</sup>. Sind die Ansprüche der Kontoinhaberinnen immer noch nicht vollständig befriedigt, so tragen sie den *definitiven Unterbestand* untereinander anteilig im Verhältnis ihrer Effekten-

---

45 So schon Art. 37d Abs. 2 BankG. Für die Widerlegung der gesetzlichen Vermutung kommen primär die Bücher der insolventen Verwahrungsstelle in Betracht: BRBot (2006) (Fn. 8) 9362. Nach § 9 Abs. 2 öDepotG bzw. § 4 Abs. 1 dDepotG ist der Gegenbeweis hingegen verwehrt: Micheler (Fn. 15) 148 und Fn. 594.

46 BRBot (2006) (Fn. 8) 9361 und EFD (2004) (Fn. 20) 59.

47 BRBot (2006) (Fn. 8) 9361.

guthaben der betreffenden Gattung: In entsprechender Höhe bleibt ihnen eine Kurrentforderung gegen die Verwahrungsstelle (Art. 19 Abs. 2 E-BEG).

#### 4. Rückschlüsse von der insolvenz-rechtlichen auf die materiell-rechtliche Ordnung

Das Gesagte ergibt folgendes Zwischenfazit: Die *Rangfolge* der Buchungen bleibt unbeachtlich; ebenso wie die Frage, in Bezug auf welchen Vermögenswert welches Anlegers eine Fehlbuchung den Unterbestand überhaupt bewirkt hat. Nachforschungen werden keine angestellt, obwohl die Kontrollgewähr solche ermöglichen würde. Damit durchbricht das Bucheffektengesetz auch in dieser Hinsicht die sonst geltenden Prinzipien der Priorität und der Spezialität<sup>48</sup> und tangiert mit dem subsidiären Absonderungsrecht der Kontoinhaber aus Eigenbeständen der bankrotten Verwahrungsstelle zudem *prima vista* sogar die durch Art. 26 BV<sup>49</sup> geschützte *Eigentumsgarantie* ihrer übrigen Gläubiger<sup>50</sup>. Deren Schutzobjekte beschränken sich nach herrschender Auffassung nicht auf das sachenrechtlich verstandene Eigentum, sondern umfassen sämtliche Vermögensrechte des Privatrechts, einschließlich obligatorischer Rechte<sup>51</sup>.

So stellt sich drängend die Frage: Enthalten die Art. 17–19 E-BEG tatsächlich reines Vollstreckungsrecht, das für den Insolvenzfall Rechtsfolgen anordnet, welche sich über jede *materiell-rechtliche Ordnung* hinwegsetzen? Ein entsprechender Verdacht ist nicht leicht von der Hand zu weisen. Denn selbst die bundesrätliche Botschaft fordert explizit, es sei die mit dem Bucheffektengesetz neu geschaffene einheitliche Ordnung „bei der Füllung von Gesetzeslücken zu beachten: Regelt das BEG eine Frage nicht oder nicht vollständig, so ist die Lösung unter Beachtung des in Artikel 1 festgelegten Regelungszwecks aus der Systematik des Gesetzes heraus zu suchen, nicht durch Rückgriff auf das Sachenrecht des ZGB (im Falle von Wertpapieren und Globalurkunden) oder das Schuldrecht des OR (im Falle von Wertrechten).“<sup>52</sup> Dieses Analogieverbot ist zwar als nicht-formell-gesetzliche Legislativanordnung nicht absolut zwingend. Es geht aber auch nicht an, sie einfach als „methodisch falsch“, „unsinnig“ oder als „Ver-

---

48 Ein anderes Beispiel für die teilweise Durchbrechung des Spezialitätsprinzips ist Art. 25 Abs. 2 Bst. c E-BEG, der neu die Bestellung von reinen Wertquoten-Sicherheiten zulässt.

49 Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. 4. 1999; SR 101.

50 Allerdings wäre selbst die Verletzung von Art. 26 BV durch ein Bundesgesetz mangels Verfassungsgerichtsbarkeit nicht auf dem Prozessweg zu ahnden: Für das Bundesgericht und die übrigen Gerichte sind die Bundesgesetze verbindlich (Art. 190 BV); sie können solche weder aufheben, noch für ungültig erklären oder ihnen die Anwendung versagen – wohl aber kritisieren.

51 BGE 120 IA 120 = Pra 84 (1995) Nr. 23; *Vallender*, in: Ehrenzeller et al. (Hrsg), St. Galler Kommentar zur Bundesverfassung, 2007, Art. 26 BV N 14, 18.

52 Zit. BRBot (2006) (Fn. 8) 9342; ebenso bereits: EFD (2004) (Fn. 20) 38.

sehen bei der Botschaftsredaktion“ abzutun<sup>53</sup>. Die Gesetzesmaterialien streben nämlich keine Methodenreduktion bei der Lückenfüllung an, indem sie einen Rückgriff (im Falle echter Lücken im Sinne von planwidrigen Unvollständigkeiten) auf obligationen- oder sachenrechtliche Prinzipien entgegen Art. 1 ZGB apodiktisch ausschließen. Gemeint ist etwas anderes: *Weder direkt noch per analogiam* anwendbar sind lediglich jene in OR und ZGB positivierten Normen unseres materiellen Vermögensrechtes, welche der Systematik und dem Regelungszweck des Bucheffektengesetzes – zu welchen die oben beschriebenen Insolvenzregeln unstreitig gehören – zuwider laufen würden. Mit anderen Worten bleibt es durchaus erlaubt, ja scheint aus Gründen der Rechtssicherheit sogar unbedingt angezeigt, auf unser Kernvermögensrecht zurückzugreifen um eine materiell-rechtliche Ordnung aufzustellen, die eine Auslegung der Art. 17–19 E-BEG innerhalb der Schranken von Art. 26 BV ermöglicht.

#### 4.1 Treuhand?

Doch über eine bloße Treuhandkonstruktion lässt sich das Absonderungsrecht nicht erklären. Denn im Konkurs des Treuhänders ist die Aussonderung gemäß Art. 401 OR aufgrund des engen Wortlautes von Absatz 3 auf Rechte und Mobilien beschränkt, die der Treuhänder in eigenem Namen aber für Rechnung des Auftraggebers *von Dritten* erworben hat und in seinem Vermögen hinreichend *individualisierbar* sind<sup>54</sup>. Im Übrigen wird der Treuhänder in der Schweiz als vollberechtigter Eigentümer des ihm übertragenen Treuguts betrachtet, so dass Rechte, die ihm fiduziarisch gehören, grundsätzlich bei ihm gepfändet werden können und in einer Generalexekution in seine Konkurs- oder Nachlassmasse fallen, auch wenn sie wirtschaftlich gesehen einem andern zustehen<sup>55</sup>. Die zahlreichen Postulate, Art. 401 Abs. 3 OR direkt oder analog auf die vom Treugeber überlassenen Sachen und diesen gleichgestellten Vermögenswerte in jedem Fall oder doch wenigstens bei der geschäftsführenden (im Gegensatz zur fiduziarischen) Treuhand auszudehnen, vermochten jedenfalls bislang keine Änderung dieser Rechtsprechung herbeizuführen<sup>56</sup>. Doch welches andere zivilrechtliche Konstrukt, wenn nicht die Treuhand, vermag die angetroffene Lösung sonst zu erklären?

---

53 So aber *Kunz* (Fn. 10) 56.

54 Vgl. insb. den Bundesgerichtsentscheid 4C.339/2000 E.3.b (21. 3. 2001) sowie das Leiturteil BGE 117 II 429 E.3. Zum (davon abweichenden) deutschen Recht *N. Wiegand*, Die Sicherungsgesellschaft, 2006, 70; *Wiegand*, in: Staudinger, 2004, Anh zu §§ 929–931, Rn. 9 ff.; *ders.*, Trau schau wem – Bemerkungen zur Entwicklung des Treuhandrechts in der Schweiz und in Deutschland, FS Coing, 1982, 565 ff., 587.

55 BGE 117 II 429, 430 f. E.3 m. w. H.

56 BGE 117 II 429, 432 ff. E.3 mit umfangreichen Nachweisen.

## 4.2 Gesamthand!

In der Literatur zeichnet sich jüngst eine neue Argumentationslinie ab: Eva Micheler spricht in ihrer Wiener Habilitationsschrift von einer Risikogemeinschaft, welche die Kontoinhaber untereinander bilden, ohne allerdings die Rechtsnatur dieser Gemeinschaft näher zu erläutern<sup>57</sup>. Nicolas Wiegand, der sich freilich nicht mit Effekten giro-Systemen befasst, schlägt in seiner Münchner Dissertation vor, den Sicherungsvertrag bei der Sicherungsübereignung als BGB-Gesellschaftsvertrag zu werten<sup>58</sup>. Beide Positionen zusammen genommen inspirieren dazu, auf die Gesamthand zurückzugreifen, deren Regeln ursprünglich am Gesamteigentum entwickelt wurden, wie es heute in Art. 652 ff. ZGB festgeschrieben ist<sup>59</sup>.

### 4.2.1 Mitglieder der Risikogemeinschaft

Es wird also unterstellt, dass die Kontoinhabenden *und* (anders als bei Micheler<sup>60</sup>) *die Verwahrungsstelle* kraft Gesetzesvorschrift mit Blick auf jede Bucheffektengattung eine Risikogemeinschaft bilden, die sie zu Gesamthandsberechtigten an den betreffenden Bucheffekten macht. Mitglied der Gemeinschaft wird automatisch, wer eine bestimmte Bucheffektengattung bei einer bestimmten Verwahrungsstelle hält.

### 4.2.2 Gegenstand des Gesamtvermögens

Gegenstand der Gesamthand sind allerdings nicht etwa die Effekthaben selber, also die in den Effektenkonten der Kunden bei einer Verwahrungsstelle als Aktiva ausgewiesenen Bucheffekten, über welche sie ja grundsätzlich selbständig verfügen können (andernfalls ließe sich jedenfalls deren Verarrestier- und Pfändbarkeit nach Art. 14 E-BEG nicht erklären). Erfasst werden vielmehr die durch die Verwahrungsstelle für diese Effekthaben *als Deckung* i. S. v. Art. 11 Abs. 3 E-BEG<sup>61</sup> bei sich selber oder bei einer Drittverwahrungsstelle gehaltenen Bucheffekten, Wertpapiere, Wertrechte oder Lieferansprüche. Denn die Kontoinhaber vertrauen darauf, dass ihre Effekthaben mit einem entsprechenden Gegenwert

---

57 Micheler (Fn. 15) 149 und 222: „Das Alleineigentum wird in eine dem DepotG und damit den Regeln der Risikogemeinschaft unterliegende Berechtigung umgewandelt.“

58 Wiegand (2006) (Fn. 54) 85 ff.

59 Art. 652 ZGB (C. *Gemeinschaftliches Eigentum II. Gesamteigentum 1. Voraussetzungen*): *Haben mehrere Personen, die durch Gesetzesvorschrift oder Vertrag zu einer Gemeinschaft verbunden sind, eine Sache kraft ihrer Gemeinschaft zu Eigentum, so sind sie Gesamteigentümer, und es geht das Recht eines jeden auf die ganze Sache.*

60 Micheler (Fn. 15) 149: „[...] dass Anleger, die ihre Papiere bei einem Verwahrer hinterlegen, eine Risikogemeinschaft bilden.“

61 Ohne die zeitliche Einschränkung in Art. 11 Abs. 3 Bst. c E-BEG: Nach Ablauf der üblichen Frist (T+10) wird ein Lieferanspruch nicht mehr als *genügende* (d. h. „verfügbare“) Deckung anerkannt. Deckung und damit mögliches Objekt des Gemeinschaftsvermögens bleibt er aber weiterhin.

unterlegt sind – *weil* sie bei einer Verwahrungsstelle und damit innerhalb eines Gewährsystems verwahrt werden. Dieses Vertrauen bzw. die gestützt darauf getätigte Vermögensdisposition (die der Verwahrungsstelle anvertrauten Vermögenswerte) werden durch die Rechtsordnung geschützt: vollstreckungsrechtlich durch Art. 17 ff. E-BEG, materiellrechtlich, indem auf die Risikogemeinschaft betreffend die Deckungsguthaben implizit die Regeln der Gesamthandschaft zur Anwendung gebracht werden.

#### 4.2.3 Beendigung

Aufgelöst wird die Gemeinschaft erst, wenn der letzte Kontoinhaber einer Verwahrungsstelle eine bestimmte Bucheffektengattung abstößt (und folglich diesbezüglich keiner Deckung mehr bedarf) oder über die Verwahrungsstelle die Generalexekution verhängt wird. Eine vergleichbare Regel findet sich etwa in Art. 545 Abs. 1 Ziff. 1 und 3 OR zur Aufhebung der einfachen Gesellschaft<sup>62</sup>, deren Vermögen vermutungsweise ebenfalls gesamthänderischer Natur ist. Die einfache Gesellschaft entspricht in etwa der deutschen Gesellschaft bürgerlichen Rechts, wie sie vor dem BGH-Entscheid „Arbeitsgemeinschaft Weißes Ross“<sup>63</sup> gegolten hat.

Wohlgemerkt wird vorliegend die Risikogemeinschaft keineswegs mit einer einfachen Gesellschaft gleichgesetzt (ebenso wenig wie die Erbgemeinschaft, die Gemeinderschaft oder die eherechtliche Gütergemeinschaft i. S. v. Art. 602 ff., 336 ff. bzw. 221 ff. ZGB). Vielmehr wird unterstellt, dass die Risiko-Vertrauens-Situation, welcher Finanzintermediäre und Anleger geschäftsnotwendig ausgesetzt sind, sie derart eng zu einer Schicksalsgemeinschaft verschweiß, dass sich auch ihre von den fraglichen Geschäften erfassten Vermögenswerte zu einem gesamthänderischen Sondervermögen verbinden.

#### 4.2.4 Auseinandersetzung

Die Teilung erfolgt nach den Vorschriften des Bucheffektengesetzes, die aber im Grundsatz konform gehen mit den allgemeinen Regeln, wie sie insbesondere für die einfache Gesellschaft gelten: Vorab sind *gemeinschaftliche Schulden* sowie Auslagen und Verwendungen einzelner Gesellschafter zu tilgen (vgl. Art. 549 Abs. 1 OR). So müssen Verpflichtungen erfüllt werden, die der insolventen Verwahrungsstelle entstanden sind aus der Drittverwahrung von Bucheffekten oder aus der Vorleistung der Drittverwahrungsstelle für den Erwerb von Bucheffekten (Art. 17 Abs. 3 E-BEG). Weiter haben die Kontoinhaber einen Anspruch auf *Herausgabe* jener Anzahl Bucheffekten einer Gattung, die sie ursprünglich auf ein Effekten-

---

62 Vgl zur Auflösung von Gesamteigentum auch Art. 654 ZGB (3. Aufhebung): (1) Die Aufhebung erfolgt mit der Veräußerung der Sache oder dem Ende der Gemeinschaft. (2) [ . . . ].

63 Vgl. *Wiegand*, Weisses Ross – Ein trojanisches Pferd vor Schweizer Mauern?, FS Forstmoser, 2003, 33 ff.



konto bei der Verwahrungsstelle übertragen ließen (Art. 17 Abs. 1 E-BEG). Ein *Überschuss* verbleibt der insolventen Verwahrungsstelle bzw. deren Gläubigern – ebenso wie ein allfälliger *Verlust*: In der fraglichen Höhe erhalten die Kontoinhaber wie gesehen nach Art. 19 E-BEG (anteilig zu ihrem eigentlichen Effekto Guthaben) eine Kurrentforderung gegen die Verwahrungsstelle, was folglich das Konkursergebnis der übrigen Gläubiger entsprechend schmälert.

## C. Rückwirkung auf das Allgemeinprivatrecht?

### 1. Neuinterpretation von Art. 717 ZGB

Damit schließt sich der Kreis nun rasch: Es bleibt die Frage nach der Rückwirkung der beschriebenen Spezialgesetzgebung auf das Allgemeinprivatrecht und die eingeschlagene Richtung ist unschwer erkennbar: M. E. ist die Erkenntnis verallgemeinerungsfähig, dass fiduziarisch übertragene Vermögenswerte drittwirksam zu schützen sind, indem sie als Gesamthandvermögen kraft einer Risikogemeinschaft zwischen Fiduziar und Fiduziant qualifiziert werden<sup>64</sup>. Dieser Ansatz könnte auch bei einer Neuinterpretation von Art. 717 ZGB fruchtbar gemacht werden und den Weg zur besitzlosen Sachmobiliarsicherheit ebnen.

Denn wie bei einer Sicherungsübereignung *qua constitutum possessorium* werden wie gesehen auch die neu dem Bucheffektengesetz unterstehenden Gegenstände in *gestuften Besitzverhältnissen* gehalten. Hier wie dort ist das Verhältnis zwischen den Parteien geprägt von einem ausgesprochen weit reichenden Vertrauensverhältnis.

### 2. Status Quo

#### 2.1 Dritt-Unwirksamkeit der Sicherungsübereignung durch Besitzeskonstitut

Wie eingangs erwähnt, wird es in der Schweiz bis heute als unzulässig erachtet, Fahrnis als Sicherheit einzusetzen und sie gleichzeitig in der alleinigen Gewalt des Schuldners zu belassen<sup>65</sup>. Denn unser Zivilgesetzbuch erlaubt zwar eine Übereignung mittels Besitzeskonstitut (Art. 924 ZGB)<sup>66</sup>, versagt ihr aber die Drittwirkung, wenn sie zu Sicherungszwecken erfolgt

---

64 Vgl. jüngst dazu auch *Geibel*, Treuhandrecht als Gesellschaftsrecht, 2008.

65 BGE 78 II 207; BGER 5C.179/2002 (2003); 5C.199/2001 (2001); vgl. statt aller *Wiegand*, Fiduziarische Sicherungsgeschäfte, ZBJV 1980, 537 ff. und *ders.*, Sachenrecht im Obligationenrecht, in: Caroni (Hrsg.), Das Obligationenrecht 1883–1983, 1984, 107 ff.

66 AT: § 428 HS 1 ABGB: Übergabe durch Erklärung; D: § 930 BGB: Besitzkonstitut.

(Art. 717 ZGB<sup>67</sup>, *lex specialis*), weil darin eine Umgehung des Faustpfandprinzips (Art. 884 Abs. 3 ZGB<sup>68</sup>, *lex generalis*)<sup>69</sup> erblickt wird.

Dem Faustpfandprinzip zufolge sollen Mobilien, die als Sicherheit eingesetzt werden, nicht gleichzeitig im alleinigen Gewahrsam des Schuldners bleiben. Entsprechend wird bei Sicherungsgeschäften das Traditionssurrogat des *constitutum possessorium* ausgeschlossen, damit nicht der fortdauernde Besitz des Schuldners seine *Kreditwürdigkeit* in den Augen aktueller und potentieller Gläubiger ungerechtfertigt vergrößere<sup>70</sup>, sich mithin der Schuldner nicht „mit Sachen umgibt, die ihm wirtschaftlich nicht mehr gehören, und so den Anschein einer kreditwürdigen Person erweckt“<sup>71</sup>. Das Faustpfandprinzip erweist sich damit als (strenge) pfandrechtliche Form des Publizitätsprinzips, welches verlangt, dass der Übergang dinglicher Rechte an Fahrnis namentlich aus Gründen der Publizität der Übergabe der Sache bedürfe<sup>72</sup> oder mit anderen Worten, dass die dingliche Rechtszuordnung für Dritte kenntlich gemacht wird. Allerdings ist diese Sicht längst haltlos geworden. Denn seit Jahrzehnten fallen Besitz und Eigentum zunehmend auseinander<sup>73</sup> und im sachenrechtlichen Schrifttum

---

67 Art. 717 ZGB (B. Erwerbarten I. Übertragung 3. Erwerb ohne Besitz): (1) *bleibt die Sache infolge eines besondern Rechtsverhältnisses beim Veräußerer, so ist der Eigentumsübergang Dritten gegenüber unwirksam, wenn damit ihre Benachteiligung oder eine Umgehung der Bestimmungen über das Faustpfand beabsichtigt worden ist.* (2) *Das Gericht entscheidet hierüber nach seinem Ermessen.*

68 Art. 884 ZGB (A. Faustpfand I. Bestellung 1. Besitz des Gläubigers): (1) *Fahrnis kann, wo das Gesetz keine Ausnahme macht, nur dadurch verpfändet werden, dass dem Pfandgläubiger der Besitz an der Pfandsache übertragen wird.* (2) [. . .]. (3) *Das Pfandrecht ist nicht begründet, solange der Verpfänder die ausschliessliche Gewalt über die Sache behält.*

69 AT: § 451 ABGB wird auch auf Sicherungsübereignung angewandt: OGH SZ 46/50 = ZBl 1974, 38 = RZ 1973/164; ÖBA 1991, 594; *Gschnitzer/Faistenberger*, Österreichisches Sachenrecht, 2. Aufl. 1985, 200; *Eicher*, Ausgewählte Probleme des Mobiliarpfandrechts – unter besonderer Berücksichtigung der Mithaftung von beweglichen Sachen mit Liegenschaften, 1999, 118 f. m. w. H.; D: § 1205 Abs. 2 BGB wird auf die Sicherungsübereignung *nicht* angewandt: Noch zögerlich in RGZ 5, 146 f; ausdrücklich in RGZ 13, 200 f. und grundlegend RGZ 59, 146 ff. Anders als in der Schweiz wurde während der Entstehung des BGB vergeblich der Antrag gestellt, eine Vorschrift aufzunehmen, nach der § 930 BGB für Verträge mit Sicherungscharakter keine Anwendung finden sollte. So fiel es dem Reichsgericht später leichter, Einwände gegen die Zulässigkeit der Konstitutsübereignung sicherungshalber zu verwerfen: *Wiegand* (2006) (Fn. 54) 6.

70 Vgl. die in Fn. 71 zitierten Entscheide.

71 BGE 99 II 34, 37 E. 1; BGE 43 II 15, 22 E. 1.

72 *Meier-Hayoz* (Fn. 6) Syst. Teil N 32.

73 Vgl. zudem *Honsell*, Das Aussonderungsrecht des Leasinggebers im Konkurs des Leasingnehmers beim Investitionsgüterleasing, SJZ 1999, 21 ff.: Die Wirkungen der in Art. 930 ZGB normierten Eigentumsvermutung zugunsten des Besitzers beschränken sich richtigerweise auf das Prozessrecht, indem sie dem Besitzer die günstigere Beklagtenrolle zuweist und dem nicht besitzenden Eigentümer die Beweislast auferlegt. Hingegen erstreckte sich die von Glosator *Placentinus* geprägte Parömie (*qui possidet dominus esse praesumitur*) niemals auf obli-

gilt es inzwischen als Binsenwahrheit, dass das Faustpfandprinzip Täuschungen über die Solvenz eines Sicherungsgebers kaum verhindern kann<sup>74</sup>.

Obwohl Art. 717 ZGB nicht absolut formuliert ist, sondern sein Wortlaut ausdrücklich Differenzierungen und Ermessensentscheide zuließe, wird er von Jurisprudenz und Lehre rigide ausgelegt. So wird eine Benachteiligung pauschal bejaht, sobald ein Drittgläubiger in einer Zwangsvollstreckung gegen den (besitzenden) Schuldner einen Ausfall erleidet<sup>75</sup>, was die Sicherungsübereignung mittels Besitzeskonstitut für die Praxis unbrauchbar macht. Das hat zur Folge, dass ein erheblicher Umfang an mobilem Sachvermögen gerade von KMU nicht zu Kreditsicherungszwecken nutzbar gemacht werden kann.

## 2.2 Ausnahmen

Ausnahmen bestehen nur für einzelne einflussreiche Interessengruppen, die eine Sonderregelung durchsetzen konnten. So kennt die Schweiz momentan etwa ein Viehregister (eingeführt vor 100 Jahren, als der Bauernstand *die* Wirtschaftsmacht im Lande war und entsprechend lobbyieren konnte) sowie ein Flugzeug- und ein Schiffsregister. Schließlich sind in jüngerer Zeit die Leasingunternehmen derart erstarkt, dass ihnen – *de facto* um das Geschäftsmodell nicht zu gefährden – im Konkurs des Leasingnehmers wenigstens teilweise ein Aussonderungsrecht gewährt wird. Begründet wird dieses Resultat damit, dass der Finanzierungsleasingvertrag kein Veräußerungs-, sondern ein Gebrauchsüberlassungsvertrag eigener Art und damit ein Innominatkontrakt sei und dass Art. 717 sowie 884 ZGB nur den Geld-, nicht aber den Warenkredit betreffen. Dem Leasingnehmer werde folglich lediglich ein Nutzungsrecht am Objekt eingeräumt, während das Eigentum beim Leasinggeber verbleibe<sup>76</sup>. Verwehrt wird das Aussonderungsrecht nur gerade beim *sale and lease back* sowie bei einer Auslieferung der Sache vor Abschluss des Leasingvertrages, da beides einer Sicherungsübereignung (dann doch *zu*) nahe komme<sup>77</sup>. Irrelevant ist hierzulande hingegen der Eigentumsvorbehalt (Art. 715 ZGB), der deshalb vorliegend nicht näher behandelt wird<sup>78</sup>.

gatorisch Besitzberechtigte wie Mieter, Entleiher oder Verwahrer. Denn diese waren nach römisch-gemeinem Recht nicht Besitzer, sondern bloße Detentoren: Sie hatten nur faktischen Besitz.

74 Statt aller *Girsberger*, Ist das Faustpfandprinzip noch zeitgemäss?, SJZ 1997, 100.

75 Vgl. die in Fn. 65 genannten Bundesgerichtsentscheide.

76 BGE 118 II 150 ff.; vgl. statt aller *Honsell* (Fn. 73) 21 ff. m. w. H. insb. Fn. 16.

77 BGE 119 II 236 ff., 239 ff. = Pra 1995 Nr. 102.

78 Er setzt einen Registereintrag am Wohnort des Schuldners voraus (Art. 715 Abs. 1 ZGB), der aber verwirkt, wenn der Schuldner in einen andern Registerkreis zieht und der Gläubiger nicht innert dreier Monate am Zuzugsort eine Neuregistrierung verlangt), Art. 3 Abs. 3 Verordnung betreffend die Eintragung der Eigentumsvorbehalte vom 19. 12. 1910; EigVV; SR

### 3. Anpassungspostulate

#### 3.1 Generalregister für Mobiliarhypotheken

Kurz: Lösung tut not. Daher proklamiert die hiesige Juristenschaft seit nunmehr bald 30 Jahren praktisch unisono die Einführung eines allgemeinen Mobiliarsicherheiten-Registers. Vergangenes Jahr stellte Professor Foëx, Universität Genf an der Jahrestagung des Schweizerischen Juristenvereins sein Referat unter den Titel „Mobiliarsicherheiten: Reformvorschläge“. Eindringlich rief er dazu auf, der schweizerischen Wirtschaft nicht länger die Möglichkeit einer besitzlosen Mobiliarsicherheit vorzuenthalten<sup>79</sup>. Er setzt damit einen vorläufigen Schlusspunkt hinter die ein Vierteljahrhundert zuvor von Professor Wiegand, Universität Bern, lancierte Diskussion<sup>80</sup>.

Trotz breitem Konsens ist aber jenseits der Schreibtische bislang wenig bis nichts geschehen – daran ändert auch die vom Juristenverein beschlossene Resolution zuhanden der eidgenössischen Räte vorderhand wenig<sup>81</sup>. Denn: welche Technologie soll für ein entsprechendes Register gewählt, welcher Schuldnerkreis zugelassen, welchen Fahrnissen Aufnahme gewährt und wie die Aktualität sichergestellt werden? Insbesondere aber: welche Stelle sollte das Register führen, wer die Kosten tragen? Diese praktischen und politischen Fragen sind bis heute nicht einmal im Ansatz diskutiert und es drohen überspitzt gesagt weitere 30 Jahre Wartezeit, wenn keine pragmatische Lösung gefunden wird, die auf bestehenden Infrastrukturen oder Rechtsinstituten aufbauen kann.

#### 3.2 Fusionsgesetzliche Vermögensübertragung sicherungshalber

Zwei Varianten scheinen m. E. – abgesehen von einem generellen Mobiliarsicherheitenregister – denkbar; eine soll hier näher umrissen werden. Zur anderen Variante nur so viel: Insbesondere Christoph Hurni vertritt die Ansicht, das noch junge Fusionsgesetz biete mit der Vermögensübertragung (Art. 69 ff. FusG<sup>82</sup>) die Möglichkeit, einer Kreditgeberin Fahrnis durch Universalsukzession als Sicherheit zu übereignen<sup>83</sup>. Der dazu notwendige Handelsregistereintrag macht die Tatsache einer Rechtsänderung publik und

---

211.413.1). Der Ablauf ist praxisfern: Weder kommunizieren die Registerämter untereinander, noch informieren sie den Gläubiger über den Umzug.

79 Foëx, *Sûretés mobilières: propositions pour une réforme*, ZSR 2007 II, 287 ff.

80 Wiegand (1980) (Fn. 65) 537 ff.

81 „1. Das Mobiliarsicherheitsrecht im ZGB ist reformbedürftig; 2. Der Gesetzgeber wird eingeladen, die Einführung einer allgemeinen Mobiliarhypothek im ZGB zu prüfen.“ ([www.juristentag.ch/archiv.html](http://www.juristentag.ch/archiv.html))

82 Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. 10. 2003 (Fusionsgesetz; SR 221.301).

83 Vgl. Hurni, *Fusionsgesetzliche Vermögensübertragung zu Sicherungszwecken*, recht 2005, 21–34; ders., *Kreditsicherheiten im Handelsregister*, Reprax Jubiläumsausgabe (125 Jahre EHRA), im Druck.

vermag die primären Funktionen des Faustpfandprinzips – Drittschutz und Schutz des Sicherungsnehmers – ebenbürtig wahrzunehmen. Hier sind noch viele Fragen offen, doch der Weg scheint grundsätzlich gangbar<sup>84</sup>.

Der Vorteil dieser Lösung läge nicht zuletzt darin, dass sie inskünftig auch ein Institut ähnlich der angelsächsischen *floating charge* ermöglichen könnte<sup>85</sup>: die Sicherheit an einem wechselnden Vermögensbestand, die dem Schuldner vor Eintritt des Sicherungsfalls erlaubt, weiterhin im Rahmen des ordentlichen Geschäftsgangs über die betreffenden Vermögensgegenstände zu verfügen<sup>86</sup>. Um diese eigentümliche Verfügungsfreiheit des Schuldners zu verwirklichen, wäre die Vermögensübertragung sicherungshalber als aufschiebend bedingt<sup>87</sup> (bei reaktiver Übertragungswirkung auf den Vereinbarungszeitpunkt i. S. v. Art. 151 Abs. 2 OR) einzutragen. Letzteres hat zur Folge, dass ohne Einwilligung des Sicherungsnehmers keine vor- oder gleichrangigen weiteren Sicherungsrechte an den betreffenden Vermögensgegenständen mehr errichtet werden können.

### 3.3 Risikogemeinschaft

Hier interessiert indes nur die zweite Variante einer aus Gläubigersicht besitzlosen Fahrnissicherheit, die nun freilich ganz ohne Registereinträge – ja, überhaupt ohne jede Publizität – auskommt und dem die im Bucheffektengesetz verwirklichte Risikogemeinschaft als Inspirationsquelle und Vorbild dient.

#### 3.3.1 Entstehung

Demzufolge bildet ein Kreditgeber, der eine ihm sicherungsübereignete Mobilie beim Schuldner belässt, zusammen mit dem Schuldner eine Risikogemeinschaft, in der auch weitere Gläubiger *eo ipso* Aufnahme finden, falls sie später in gleicher Weise Sicherungseigentum erwerben. Dazu

---

84 Vgl. ein mögliches Beispiel bei *Hurni*, Die Vermögensübertragung im Spannungsfeld zwischen Vermögens- und Unternehmensrecht, 2008, 237.

85 Ebenso *Hurni* (Fn. 82) in *Reprax*.

86 Siehe dazu etwa *Graham-Siegenthaler*, Kreditsicherungsrechte im internationalen Rechtsverkehr, 2005, 92 f. und insb. 414 ff. Die dogmatische Erfassung dieses Instituts ist bis heute nicht restlos geklärt; vgl. a. a. O. 417 ff.

87 Verfügungsgeschäfte können nach Schweizer Recht aufschiebend bedingt vorgenommen werden. Vgl. etwa zu Sicherungsübereignung und Sicherungszession *Zobl*, Das Fahrnisspfand – Systematischer Teil und Art. 884–887, in: *Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht*, Bd. 4.2.5.1, 2. Aufl. 1982, Syst. Teil N 1417 und 1589 (je m. w. H.). Auch BGE 87 I 311 muss dem nicht entgegen stehen, obwohl er bedingte Registereinträge wegen Rechtsunsicherheit abgelehnt hat: Denn bedingte Kapitalerhöhungen werden schon heute im Handelsregister aufgenommen und der oben beschriebene Eintrag hätte keinerlei Rechtsunsicherheit zur Folge: Jeder Dritte kann nach dem Eintrag nur noch (unbelastetes) Volleigentum oder aber ein auf die Zeit vor Konkurs befristetes beschränktes dingliches Recht (i. d. R. Pfand) erwerben. Die Verkehrsteilnehmer wüssten also immer, woran sie sind. Nur gerade Absonderungsregeln wie Art. 16 i. V. m. 37d BankG müssten als zwingendes Recht wohl nach wie vor greifen.

bedarf es keiner expliziten Vereinbarung; nahm doch auch das Bundesgericht im Falle mehrerer Treuhänder an, dass sie untereinander kraft Treuhandvertrag eine Gemeinschaft im Sinne einer Gesamthand bilden, auch wenn sie solches nicht ausdrücklich vereinbart haben: Es sei ausreichend, wenn nur die entsprechenden Folgen angestrebt worden seien – *in casu* die Akkreszenz des Treuvermögens gegenüber den verbleibenden Treuhändern anstelle der Sukzession der Erben des verstorbenen Treuhänders<sup>88</sup>.

Wer also einen Sicherungsgegenstand in der Gewalt (im unmittelbaren Besitz i. S. v. Art. 919 Abs. 1 ZGB) des Schuldners belässt, willigt in die Möglichkeit bzw. das Risiko ein, dass entweder bereits Sicherungseigentum *qua* Besitzeskonstitut besteht oder diese Konstellation Rechtsscheinsgrundlage für gutgläubigen späteren Erwerb bildet (das ZGB kennt keine § 932 Abs. 1 S. 2 BGB entsprechende Einschränkung) und sich folglich der Kreis der Sicherungseigentümer erweitern kann. Im Konkurs des Schuldners wird diese Gemeinschaft vorweg und nach den oben beschriebenen Grundsätzen liquidiert. Die Sicherungsgeber erhalten damit, soweit überhaupt ein Überschuss resultiert, ihren Liquidationsanteil – der nicht in die Masse fällt, die Masse aber auch nicht belastet (analog Art. 549 Abs. 1 OR) – vorab erstattet.

### 3.3.2 Überwindung der Doppelschranke

Noch nicht überwunden ist damit freilich die Doppelschranke in Art. 717 ZGB, wonach durch das eben beschriebene Konstrukt weder Dritte geschädigt, noch das Faustpfandprinzip (Art. 884 ZGB) umgangen werden dürfe.

#### 3.3.2.1 Keine Umgehung des Faustpfandprinzips

Das Faustpfandprinzip erweist sich als pfandrechtliche Variante des Grundsatzes, dass der Übergang dinglicher Rechte an Fahrnis namentlich aus Gründen der Publizität der Übergabe der Sache bedürfe<sup>89</sup>. Ganz abgesehen von den oben bereits vorgetragenen Vorbehalten gegen diese Sicht<sup>90</sup> kommt hinzu, dass Hedinger<sup>91</sup> für die Schweiz überzeugend und jüngst in Deutschland Füller<sup>92</sup> mit seiner Berliner Habilitationsschrift grundlegend nachgewiesen haben, dass der Besitz weder als Publizitätsmittel noch zur Rechtszuordnung auch nur ansatzweise taugt. So ordnet selbst der unmittelbare Besitz ein Recht nicht kraft Offenkundigkeit zu, sondern (getreu seinen archaischen Wurzeln) kraft physischer Gewalt über eine Sache – weshalb er immer nur ein einziges materielles Recht erfassen kann.

---

88 BGE 78 II 445, 452 E.3.

89 Vgl. *Meier-Hayoz* (Fn. 6) Syst. Teil N 32.

90 Vgl. oben C.2.1.

91 *Hedinger*, Über Publizitätsdenken im Sachenrecht, 1987, 44 ff.

92 *Füller*, Eigenständiges Sachenrecht?, 2006, 244 ff.

Folglich ist, wer kreditiert ohne konkrete Sicherheit einzufordern, als klassischer Kurrentgläubiger auf das freie Haftungssubstrat des Schuldners verwiesen. Solange dieses nicht zu Lasten aller oder bestimmter Gläubiger verringert wird, ist jedem Drittgläubiger die Aktivlegitimation für eine Klage aus Art. 717 ZGB abzusprechen. Prozessrechtlich betrachtet ist indes sowieso allein die erste Schranke relevant: Nur *geschädigte* Drittgläubiger werden überhaupt aktivlegitimiert sein, im Prozess eine Umgehung von Art. 884 ZGB vorzubringen.

### 3.3.2.2 Keine Schädigung von Drittgläubigern

Damit bleibt zu prüfen, inwiefern Drittgläubiger durch die Sicherungsübereignung überhaupt zu Schaden kommen. Freilich darf die Schädigung nicht abstrakt beurteilt werden: Die Tatsache alleine, dass die Forderungen der Drittgläubiger nicht voll gedeckt wurden, reicht jedenfalls nicht aus. Vielmehr muss sich ihr Verlust erst durch das fragliche Geschäft ergeben oder vergrößert haben. Soweit nun aber die Sicherungsnehmer dem Schuldner eine angemessene Gegenleistung übergeben, schrumpft auch sein Haftungssubstrat nicht.

Im Auge zu behalten ist bei dieser Beurteilung auch der *konkursrechtliche Hintergrund* der Norm: Sie wurde bereits mit dem alten Obligationenrecht in Kraft gesetzt (Art. 202 Abs. 2 i. V. m. 219 aOR<sup>93</sup>) und orientierte sich an entsprechenden Regeln in kantonalen Konkursordnungen, die eingeführt wurden, weil die Übereignung mittels Konstituts in zunehmendem Masse für Konkurschiebereien missbraucht wurde<sup>94</sup>. Die Positivierung im alten Obligationenrecht stand damals als einzige Lösung zur Verfügung, da ein nationales Schuldbetreibungs- und Konkursrecht noch nicht existierte. Sie steht inhaltlich in einer Reihe mit weiteren Tatbeständen, in welchen ein Schuldner ein Rechtsgeschäft mit der Absicht abschließt, seine Gläubiger zu beeinträchtigen und hätte nach Inkrafttreten des SchKG richtigerweise in dieses überführt werden müssen – ebenso wie die Schenkungs-, Überschuldungs- und Deliktspauliana, die Eingang in die Art. 285 ff. SchKG gefunden haben. Was einen Gläubiger *beeinträchtigt*, ist diesen Artikeln unzweideutig zu entnehmen: *einerseits* Rechtsgeschäfte, bei denen der Schuldner keine oder nur eine minderwertige Gegenleistung erhält (Art. 286 SchKG), die also *alle* Gläubiger benachteiligen (vgl. auch Art. 164 StGB) und *andererseits* Rechtsgeschäfte, die trotz Überschuldung, mithin in Verschleppung der Zwangsvollstreckung (Art. 287 SchKG) noch vorgenommen werden, um *einzelne* Gläubiger bevorzugt zu befriedigen oder

---

93 [Altes] Obligationenrecht vom 14. 6. 1881 [aOR], in Kraft gesetzt per 1. 1. 1883 und abgelöst durch das „Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des [neu geschaffenen] Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht)“ vom 30. 3. 1911, in Kraft seit 1. 1. 1912.

94 Wiegand (1984) (Fn. 65) 130.

sicherzustellen, d. h. zum Nachteil der übrigen Gläubiger zu begünstigen (vgl. auch Art. 167 StGB).

Wer sich demgegenüber neu zum Gläubiger macht (sei der Schuldner bereits überschuldet oder nicht) und dafür eine äquivalente Sicherung erhält, verringert das Haftungssubstrat zulasten der andern oder aller Gläubiger ebenso wenig wie ein beliebiger Käufer, der den fraglichen Gegenstand zum selben Preis nicht bloß sicherungshalber, sondern definitiv erwirbt. Unter solchen Umständen wird eine Sicherungsübereignung richtigerweise trotz Art. 717 ZGB drittwirksam, indem sämtliche Gläubiger, die hinsichtlich desselben Sicherungsgegenstandes kreditiert haben, zusammen mit dem Schuldner eine gesamthänderische Risikogemeinschaft bilden, deren Vermögen (insb. die fraglichen Sicherungsgegenstände und die offenen Kreditsummen) im Insolvenzfall nicht in die Konkursmasse fällt, sondern vorweg verteilt wird<sup>95</sup>.

#### D. Schluss

„Der gewöhnliche Verkehr bewegt sich nicht in der dem Handel eigenthümlichen und nothwendigen Raschheit und Leichtigkeit.“<sup>96</sup> Was Munzinger 1862 in seinem Gutachten zur Frage eines Schweizerischen Handelsgesetzes so trefflich benennt, charakterisiert noch heute das Wirtschaftsleben allgemein und den Finanzmarkt in ganz besonderem Masse: Andere Lebensbereiche erfahren erst auf beharrliches Drängen und abhängig von der soziopolitischen Wetterlage Gnade (oder Fluch) individueller Normierung. Der Geschäftsverkehr schafft sich, wann und wo der Ertrag es erfordert, seine Usancen und Gebräuche zumeist selbst – wenn auch nicht offen *contra legem*, so doch mit feinem Gespür für Lücken und Schwächen, die einer pragmatischen Praxis zugänglich sind. Bewährt sich eine Übung auf Dauer, bildet die Legislative sie über kurz oder lang mit Hilfe von Gutachtern und Insidern im positiven Recht ab. Für eine wissenschaftliche Debatte über die Fragen, ob und inwiefern sich neue Institute ins bestehende Privat- und Kollisionsrechtsgefüge integrieren lassen, bleibt selten Zeit. So nimmt das Wirtschafts- und Finanzmarktrecht anstehende Rechtsentwicklungen in zeitlich geraffter Form vorweg und bildet trotz fachspezifischer Prägung eine herrlich reiche Sammlung an wissenschaftlich unverbrämten Hinweisen, wohin sich unser allgemeines Privatrecht entwickeln könnte.

---

<sup>95</sup> Vgl. insb. die Art. 16 i. V. m. 9 Abs. 2 und 11 der Verordnung vom 17. 1. 1923 über die Pfändung und Verwertung von Anteilen an Gemeinschaftsvermögen (VVAG; SR 281.41).

<sup>96</sup> Zit. *Munzinger* (Professor zu Bern und Geistiger Vater des alten Obligationenrechts von 1881/83; vgl. Fn. 93), Ein Gutachten an das Tit. Justiz- und Polizeidepartement des schweizerischen Bundesrathes – Zur Frage eines Schweizerischen Handelsgesetzes, 1862, 1–92, 29; abgedruckt in: 17 ff., 35.



Vor diesem Hintergrund ist der vorliegende Streifzug durch das Effekten-  
giro-System und den Entwurf zu einem Schweizer Bucheffektengesetz zu  
lesen. Er zeigt deutlich, dass Vermögenswerte, die im Finanzmarkt zirkulie-  
ren, sich dinglichen Zuordnungsmustern zunehmend entziehen – selbst  
wenn es sich um körperliche Gegenstände handelt. Es konnte beobachtet  
werden, dass nicht das traditionelle Sachenrecht, sondern vielmehr die  
Gesamthand (zu deren Beerdigung in diesem Forum ebenfalls bereits auf-  
gerufen wurde<sup>97</sup>) hier einen tragfähigen dogmatischen Unterbau zu liefern  
vermag. Angesiedelt zwischen Schuld-, Gesellschafts- und Sachenrecht, ist  
diese Institution überraschend geeignet, jene Wirkungen zu erklären, die  
zahlreiche Insolvenzregelungen (Art. 16 i. V. m. 37d BankG, Art. 16 aAFG,  
Art. 36a BEHG und neu Art. 17–19 E-BEG) dem Geschäftsverkehr auf voll-  
streckungsrechtlicher Ebene scheinbar ohne materiell-rechtliche Basis dik-  
tieren.

Es sei hier die Prognose gewagt, dass damit einmal mehr die Finanz-  
marktpraxis eine Entwicklung – quasi im Zeitraffer – vorweggenommen  
hat, die auch das Allgemeinprivatrecht erfassen wird: Die Rechtszuordnung  
von Vermögenswerten wird diesfalls – nicht nur, aber besonders im Finanz-  
markt – in Zukunft häufiger über die Gesamthand zu erklären sein. Das  
Ende aller dinglichen Prinzipien ist damit nicht eingeläutet; eine gewisse  
Marginalisierung des Publizitäts- und des Spezialitätsprinzips mit Blick auf  
Mobilien hingegen schon.

---

97 Wenn auch nur mit bzgl. Gesellschaftsrecht: vgl. *Staake*, Die Gesamthand im Gesellschafts-  
recht – sinnvolles Rechtsinstitut oder verzichtbares Relikt? In: *Zetzsche/Neef/Makoski/Beurs-  
kens* (Hrsg.), *Recht und Wirtschaft, Jahrbuch junger Zivilrechtswissenschaftler* 2007, 2008,  
109–145.

