

## Anlegerschutz durch Trennung?

### Segregierung von Eigen- und Kundenbeständen bei der Drittverwahrung von Bucheffekten

Nina Reiser\*

*Since the financial crisis, the attention of international standard-setters and supervisory authorities has increasingly turned to the segregation of financial market participants' assets from those of their customers, with the latter being held either together with those of other indirect participants (omnibus customer account segregation) or separately (individual customer account segregation). The Federal Council has instructed the Federal Department of Finance to compile, by the end of November 2017, a draft consultation paper on imposing the requirement for omnibus customer account segregation throughout the domestic custody chain.*

*Switzerland already mandates omnibus customer account segregation in respect of third-party custody*

*of intermediated securities for custody chains with three levels (investor – custodian – central securities depository). Where longer custody chains are involved, however, a gap exists because intermediate third-party custodians do not have to separate the customer assets of the next custodian in the chain from the latter's proprietary assets. The author explains how omnibus customer account segregation aids investor protection. She argues for the introduction of omnibus customer account segregation at all levels of domestic custody chains and for the possible requirement for Swiss custodians to agree omnibus customer account segregation with the first third-party custodian abroad.*

#### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Bucheffektengesetz
  - 1. Hintergrund
  - 2. Gegenstand und Anwendungsbereich
- III. Drittverwahrung
- IV. Trennung von Eigen- und Kundenbeständen
  - 1. Finanzmarktinfrastukturgesetz
  - 2. Bucheffektengesetz
  - 3. Zwischenergebnis
- V. Anlegerschutz
  - 1. Absonderung
  - 2. Unterbestand
  - 3. Verrechnungs- und Sicherungsrechte
- VI. Überlegungen *de lege ferenda*
  - 1. Voraussetzungen (neuer) staatlicher Regulierung
  - 2. Leitlinien für die Umsetzung von Regulierungsmassnahmen
  - 3. Trennung von Eigen- und Kundenbeständen
  - 4. Exkurs: Informationspflicht

\* PD Dr. iur. *Nina Reiser*, Rechtsanwältin, LL.M., ist Senior Legal and Policy Specialist bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) und Privatdozentin für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich. Sie vertritt hier ausschliesslich ihre eigene Meinung und bindet die FINMA nicht. Die Verfasserin dankt *Miriam Dobbins*, MLaw, und *Fatima Fetahovic*, MLaw, für die wertvollen Anmerkungen.

#### I. Einleitung

Die Finanzkrise und insbesondere die Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers haben gezeigt, dass die Verwahrung von Vermögenswerten mit Risiken behaftet sein kann.<sup>1</sup> Für Anleger besteht vor allem die Gefahr, dass ihr Herausgabeanspruch in der Insolvenz der Finanzintermediäre nicht erfüllt wird, wenn diese nicht über ausreichende Finanzinstrumente verfügen, um die Ansprüche aller Anleger zu befriedigen. Ausserdem war es vielen Anlegern verwehrt, innert nützlicher Frist über ihre Bestände zu disponieren, weil es sich bei der Erfassung und Bereinigung der Ansprüche um eine komplexe und zeitaufwendige Aufgabe handelte.<sup>2</sup> Eine mögliche Massnahme zur Begrenzung dieser Risiken besteht darin, die Finanzintermediäre zur getrennten Verwahrung von Vermögenswerten zu verpflichten (sog. Segregierung). Die getrennte Verwahrung von Eigen- und

<sup>1</sup> Senior Supervisors Group, Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008, 21.10.2009, verfügbar auf <<https://www.sec.gov/news/press/2009/report102109.pdf>> (alle Internetseiten wurden zuletzt besucht am 9.6.2017), S. 3, 10 ff.; *Suhr Brunner Christiana*, Lehman Brothers – Lessons Learned, in: Sprecher Thomas (Hrsg.), Sanierung und Insolvenz von Unternehmen III, Zürich 2013, S. 13 ff., insbesondere 24; *Reynolds Barnabas*, Is the Client Assets Regime on the Right Track? Transatlantic Perspectives on Client Assets Post-Lehman, JIBLR 2014, S. 67 ff., 67 f.

<sup>2</sup> *Suhr Brunner* (Fn. 1), S. 13 ff.

Kundenbeständen (sog. Omnibus-Kunden-Kontentrennung) oder von verschiedenen Kundenbeständen (sog. Einzelkunden-Kontentrennung) erfuhr seit der Finanzkrise zunehmende Aufmerksamkeit von internationalen Standardsetzern und Aufsichtsbehörden.<sup>3</sup> Am 15. Februar 2017 beauftragte der Bundesrat das Eidgenössische Finanzdepartement damit, bis Ende November 2017 eine Vernehmlassungsvorlage auszuarbeiten, wonach die Verpflichtung zur getrennten Verwahrung von Eigen- und Kundenbeständen kontenverbuchter Vermögenswerte neu für die gesamte Verwahrungskette im Inland gelten soll.<sup>4</sup>

Der vorliegende Beitrag geht der Frage nach, ob und gegebenenfalls inwiefern die getrennte Verwahrung von Eigen- und Kundenbeständen bei der Drittverwahrung von Bucheffekten dem Anlegerschutz dient. Auf der Grundlage einiger Ausführungen zu Hintergrund, Gegenstand und Anwendungsbereich des Bucheffektengesetzes (II) beleuchtet die Autorin den Begriff, die Bedeutung und die Risiken der Drittverwahrung (III). Anschliessend zeigt sie auf, in welchen Konstellationen bereits *de lege lata* eine Pflicht zur Trennung von Eigen- und Kundenbeständen bei der Drittverwahrung von Bucheffekten besteht (IV) und inwieweit eine solche Trennung dem Anlegerschutz zuträglich ist (V). Abschluss bilden Überlegungen *de lege ferenda* (VI).

## II. Bucheffektengesetz

### 1. Hintergrund

Mit der Revision des Obligationenrechts von 1936 erfuhr der rechtliche Rahmen für Wertpapiere eine umfassende neue Regelung,<sup>5</sup> die bis 2010 nicht geändert wurde.<sup>6</sup> Als Folge der Zunahme der Anzahl der Werte und Transaktionen änderten sich die Anforderungen an die Wertpapierordnung im Bereich des Kapitalmarktes seit 1936 grundlegend. Die Bedeutung der Verbriefung der Wertpapiere sank und entwickelte sich immer mehr zu einem Hindernis. Darauf reagierte man mit dem Aufbau von komplexen, mehrstufigen Wertpapierverwahrungssystemen. Die Wertpapiere wurden «immobilisiert» und «entmaterialisiert». Mindestens faktisch erfolgte die Übertragung durch Buchungen auf den Effektenkonten bei den beteiligten Verwahrungsstellen. Das Wertpapierrecht von 1936 vermochte die genannten Verwahrungssysteme und die Übertragung von Wertpapieren in diesen Systemen rechtlich nur ungenügend zu erfassen.<sup>7</sup>

Der Gesetzgeber reagierte mit dem am 1. Januar 2010 in Kraft getretenen Bucheffektengesetz (BEG)<sup>8</sup> auf diese Entwicklungen. Das BEG schuf eine neue rechtliche Grundlage für die Verwaltung, Verwahrung und Übertragung mediatisiert verwahrter Kapitalmarktwerte. Anknüpfungspunkt des BEG ist der Begriff der Bucheffekte. Nach dem Verständnis des Gesetzgebers handelt es sich dabei um ein neues Vermögensobjekt, das sowohl Eigenschaften einer schuldrechtlichen Forderung als auch solche einer Sache aufweist und über alle funktionellen Eigenschaften

<sup>3</sup> So ist seit der Finanzkrise ein Trend zur Trennung von Eigen- und Kundenbeständen zu beobachten (vgl. etwa International Organisation of Securities Commissions [IOSCO], Recommendations Regarding the Protection of Client Assets, Final Report, Januar 2014, Principle 1, Ziff. 6. Die Schweiz erfüllt Principle 1 nicht (IOSCO, Thematic Review of the Adoption of the Principles set forth in IOSCO's Report: Recommendations Regarding the Protection of Client Assets, Final Report, Juli 2017, S. 12 und 13 ff.). Vgl. ferner Financial Stability Board, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, 15.10.2014 (KA 2014), KA 4.1 und 4.2; vgl. auch *Costantini Renato*, Client Asset Segregation – Much Ado About Nothing or the End of the World as We Know It?, CapLaw 2012, S. 40).

<sup>4</sup> Bundesrat will das Einlegerschutzsystem stärken, Medienmitteilung, 15.2.2017, verfügbar auf <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilung.msg-id-65655.html>.

<sup>5</sup> BG vom 18. Dezember 1936, in Kraft seit 1.7.1937, AS 53, S. 185.

<sup>6</sup> Mit Ausnahme der Bestimmungen zu den Anleiheobligationen, die 1949 hinzukamen (44. Titel; AS 1949, S. 791).

<sup>7</sup> *Beeler Lukas*, Bucheffekten – Übertragung, Stornierung und gutgläubiger Erwerb, in: Forstmoser Peter (Hrsg.), Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Bd. 317, Zürich/St. Gallen 2013, N 1. So hielt *Arthur Meier-Hayoz* bereits 1985 in seiner Abschiedsvorlesung fest: «Die Titel existieren zwar noch, aber sie werden nicht mehr gebraucht. Im Bereich der Effekten hat das Wertpapier als Urkunde sein «Recht auf Leben» verwirkt» (*Meier-Hayoz Arthur*, Abschied vom Wertpapier?, ZBJV 1986, S. 388 ff., 399).

<sup>8</sup> Bundesgesetz vom 3.10.2008 über Bucheffekten, SR 957.1.

eines Wertpapiers verfügt.<sup>9</sup> Das BEG führte neue, eigenständige Verfügungsmodi für Bucheffekten ein: Die Verfügung durch Gutschrift (Art. 24 BEG), die Bestellung von Sicherheiten durch Kontrollvereinbarung (Art. 25 BEG) und die Bestellung von Sicherheiten zugunsten der Verwahrungsstelle durch Vertrag (Art. 26 BEG). Auch die Vorschriften über die Stornierung (Art. 27 f. BEG) sowie den gutgläubigen Erwerb und die Rangfolge (Art. 29 f. BEG) sind neu. Der Leitgedanke des Gesetzgebers bestand darin, den Buchungen auf den Effektenkonten bei der Übertragung von Effekten rechtlich die Bedeutung zuzuerkennen, die sie bisher nur faktisch hatten.<sup>10</sup>

## 2. Gegenstand und Anwendungsbereich

Das BEG findet Anwendung auf Bucheffekten, die eine Verwahrungsstelle einem Effektenkonto gutgeschrieben hat (Art. 2 Abs. 1 BEG). Damit definiert das BEG seinen Anwendungsbereich mit drei «Systembegriffen»: Der Bucheffekten, der Verwahrungsstelle und der Gutschrift auf einem Effektenkonto.<sup>11</sup>

### 2.1 Legaldefinition

Nach Art. 3 Abs. 1 BEG sind Bucheffekten<sup>12</sup> vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber dem Emittenten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind (lit. a) und über welche die Konto-

inhaber<sup>13</sup> nach den Vorschriften des BEG verfügen können (lit. b). Bei den Mitgliedschaftsrechten als Basis von Bucheffekten dürfte der Gesetzgeber insbesondere an die Aktiengesellschaft und bei dieser an die Aktien gedacht haben (vgl. u.a. Art. 622 Abs. 1 OR, Art. 24 Abs. 4 BEG). Die den Bucheffekten zugrunde liegenden Rechte haben sodann vertretbar und zumindest im Grundsatz frei übertragbar bzw. handelbar zu sein. Eine Gutschrift bzw. ein Stand eines Effektenkontos ist primär eine Aufzeichnung darüber, wem ein Recht gegenüber einem Emittenten zusteht. Der Stand des Effektenkontos macht also eine Aussage über die Rechtszuständigkeit. Neben dieser statischen Betrachtung der Gutschrift bzw. des Effektenkontos verwendet das BEG den Begriff der Gutschrift auch im Sinne eines Vorgangs.<sup>14</sup> Mit der Gutschrift und der Belastung unterscheidet das BEG zwei Arten von Buchungen bzw. Kontooperationen. Das Effektenkonto gibt dabei das Ergebnis dieser Operationen wieder.<sup>15</sup>

Ferner liegen Bucheffekten nur dann vor, wenn eine Verwahrungsstelle das Effektenkonto führt (vgl. Art. 2 BEG). Eine abschliessende Aufzählung der als Verwahrungsstellen zugelassenen Finanzintermediäre findet sich in Art. 4 BEG. Als Verwahrungsstellen gelten Banken, Effektenhändler, Fondsleitungen, Zentralverwahrer, die SNB und die Schweizerische Post (Art. 4 Abs. 2 BEG). Zudem qualifizieren ausländische Banken, Effektenhändler, zentrale Verwahrungsstellen und andere Finanzintermediäre als Verwahrungsstellen, sofern sie im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Effektenkonten führen (Art. 4 Abs. 3 BEG). Verwahrungsstellen sind staatlich regulierte und grundsätzlich auch beaufsichtigte Unternehmen.<sup>16</sup> Der Gesetzgeber sah in dieser staatlichen Kontrolle und der dadurch bewirkten Gewähr für eine korrekte Kontoführung die Begründung und Rechtfertigung der weitreichenden rechtlichen Wirkungen,

<sup>9</sup> Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen, 15.11.2006, BBl 2006, S. 9315 ff., 9316 und 9339. Bei Bucheffekten handelt es sich um ein Vermögenobjekt *sui generis* (von der Crone Hans Caspar/Bilek Eva, Aktienrechtliche Querbezüge zum geplanten Bucheffektengesetz (BEG), SZW 2008, S. 193 ff., 196). Vgl. zur Rechtsnatur von Bucheffekten ferner etwa Kuhn Hans, Die Modernisierung des Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung in der Schweiz, in: Nobel Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz 2005, Bd. 13, Bern 2006, 125 ff., 143 ff.; Kunz Peter V., in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar zum Wertpapierrecht, Art. 965–1186 OR, Bucheffektengesetz und Haager Wertpapier-Übereinkommen, Art. 108a–108d IPRG, Basel 2012, Art. 3 N 4 ff. m.w.H.

<sup>10</sup> Vgl. Beeler, Bucheffekten (Fn. 7), N 3 f.

<sup>11</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9343.

<sup>12</sup> Vgl. zur Rechtsnatur von Bucheffekten vorne II.1 und insbesondere Fn. 9.

<sup>13</sup> Zur einfacheren Lesbarkeit des Textes beschränkt sich die Verfasserin bei Formulierungen, bei denen es keinen geschlechtsneutralen Ausdruck gibt, auf die männliche Form. Es versteht sich von selbst, dass auch weibliche Personen miterfasst sind.

<sup>14</sup> Eigenmann Antoine, in: Kuhn Hans/Graham-Siegenthaler Barbara/Thévenoz Luc (Hrsg.), The Federal Intermediated Securities Act and the Hague Securities Convention, Bern 2010, Art. 24 BEG N 13 («accounting operation executed by a third person»).

<sup>15</sup> Vgl. Beeler, Bucheffekten (Fn. 7), N 22.

<sup>16</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9345.

die das BEG mit den Gutschriften auf Effektenkonten verbindet.<sup>17</sup>

## 2.2 Entstehung und Untergang

Gemäss Art. 6 Abs. 1 BEG entstehen Bucheffekten, indem bei einer Verwahrungsstelle Wertpapiere zur Sammelverwahrung hinterlegt werden (lit. a), eine Globalurkunde hinterlegt wird (lit. b) oder Wertrechte in ein Hauptregister eingetragen werden (lit. c) und die Verwahrungsstelle die Rechte einem Effektenkonto gutschreibt. Somit sind zwei Schritte nötig:<sup>18</sup> Die Immobilisierung der Rechte bei einer Verwahrungsstelle nach wertpapierrechtlichen Regeln bzw. nach den Vorschriften zu den Wertrechten<sup>19</sup> und die Gutschrift auf einem Effektenkonto, die «konstitutive» Wirkung hat. Wie vor dem Inkrafttreten des BEG werden Effekten als Wertpapiere, Globalurkunden oder Wertrechte emittiert.<sup>20</sup> Bucheffekten entstehen erst in einem zweiten Schritt, wenn die Voraussetzungen von Art. 6 Abs. 1 BEG erfüllt sind. Diese Bestimmung definiert indirekt den Geltungsbereich des BEG.<sup>21</sup> Falls die unterliegenden Rechte nicht bei einer Verwahrungsstelle zur Schaffung von Bucheffekten hinterlegt oder registriert wurden, sondern deren Verwahrung durch den Anleger selbst, den Emittenten oder eine Verwahrungsstelle in einem Einzeldepot oder einem Sammeldepot mit Streifbandverwahrung erfolgt, finden das BEG keine Anwendung.<sup>22</sup>

Der Austritt der Rechte vom System des BEG richtet sich nach Art. 8 BEG. Die Kontoinhaber können von der Verwahrungsstelle jederzeit verlangen, ihnen Wertpapiere gleicher Zahl und Gattung auszuliefern oder auszuliefern zu lassen, wie ihrem Effektenkonto Bucheffekten gutgeschrieben sind, sofern bei der Verwahrungsstelle oder bei einer Drittverwahrungsstelle Wertpapiere hinterlegt sind (Abs. 1 lit. a)

oder die Kontoinhaber nach Art. 7 Abs. 2 BEG einen Anspruch auf Ausstellung von Wertpapieren haben (Abs. 1 lit. b). Insofern stellt das BEG ein offenes, durchlässiges System dar. Effekten können jederzeit in das mediatisierte Effektenverwahrungssystem des BEG eingebracht, aber auch wieder entnommen werden. Ein Zwang zur Verwahrung durch Verwahrungsstellen besteht nicht. Sowohl die Einzel- oder Sammelverwahrung in einem geschlossenen Bankdepot<sup>23</sup> als auch die Emittentenverwahrung<sup>24</sup> bleiben zulässig.

## III. Drittverwahrung

In der Praxis umfasst die Verwahrung von Bucheffekten in der Regel mindestens zwei (bzw. mit dem Anleger drei) Ebenen, nämlich die Verwahrungsstelle des Anlegers sowie eine zentrale Verwahrungsstelle (in der Schweiz die SIS SIX AG), bei der die Wertpapiere zur Sammelverwahrung hinterlegt sind.<sup>25</sup> Anleger sind Kontoinhaber, die nicht als Verwahrungsstelle qualifizieren (Art. 5 lit. c BEG). Bei Verwahrungsstellen handelt es sich, wie erwähnt,<sup>26</sup> um in- oder ausländische Finanzintermediäre, die Effektenkonten für Personen oder Personengesamtheiten führen (Art. 4 Abs. 1 BEG). Als Drittverwahrungsstelle gilt eine Verwahrungsstelle, die für andere Verwahrungsstellen Effektenkonten führt (Art. 5 lit. a BEG). Unter Drittverwahrung versteht man somit jeden Einbezug eines Dritten in die Verwahrungskette.<sup>27</sup> Zum einen kann dies durch Einschaltung einer Unter- oder Zwischenverwahrungsstelle, die zwischen die Verwahrungsstelle des Kontoinhabers und die zentrale Verwahrungsstelle tritt, geschehen. Zum anderen

<sup>17</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9345.

<sup>18</sup> Vgl. Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9339; *Ammann Hans-Peter*, in: *Kuhn Hans/Graham-Siegenthaler Barbara/Thévenoz Luc* (Hrsg.), *The Federal Intermediated Securities Act and the Hague Securities Convention*, Bern 2010, Art. 6 BEG N 4 ff.; *Beeler*, Bucheffekten (Fn. 7), N 24.

<sup>19</sup> Art. 973a, Art. 973b und Art. 973c OR.

<sup>20</sup> *Beeler*, Bucheffekten (Fn. 7), N 25 m.w.H.

<sup>21</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9343.

<sup>22</sup> *Lambert Claude/Dalla Torre Luca*, in: *Zobl Dieter/Hess Martin/Schott Ansgar* (Hrsg.), *Kommentar zum Bucheffektengesetz sowie zum HWpÜ und den relevanten Bestimmungen im OR und IPRG*, Zürich 2013, Art. 6 BEG N 6.

<sup>23</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9350.

<sup>24</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9344.

<sup>25</sup> BEG Kommentar-*Lambert/Dalla Torre* (Fn. 22), Art. 6 BEG N 15; Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9351. Dies gilt sinngemäss in Bezug auf Globalurkunden und Wertrechte (*Lanz Martin*, in: *Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf* [Hrsg.], *Basler Kommentar zum Wertpapierrecht*, Art. 965–1186 OR, Bucheffektengesetz und Haager Wertpapier-Übereinkommen, Art. 108a–108d IPRG, Basel 2012, Art. 9 BEG N 1).

<sup>26</sup> II.2.1.

<sup>27</sup> Vgl. zum Begriff der Drittverwahrung eingehend *Hess Martin/Zbinden Andrea*, in: *Zobl Dieter/Hess Martin/Schott Ansgar* (Hrsg.), *Kommentar zum Bucheffektengesetz sowie zum HWpÜ und den relevanten Bestimmungen im OR und IPRG*, Zürich 2013, Art. 9 BEG N 1 ff.



liegt Drittverwahrung auch dann vor, wenn eine Verwahrungsstelle bisher physisch bei sich verwahrte Wertpapiere oder Globalurkunden einer anderen Verwahrungsstelle anvertraut oder ein Hauptregister durch eine andere Verwahrungsstelle führen lässt.<sup>28</sup>

Der Kontoinhaber hat bei seiner Verwahrungsstelle ein Effektenkonto. Er ist mit ihr über einen Depotvertrag verbunden.<sup>29</sup> Das Vertragsverhältnis zwischen Verwahrungsstelle und Kontoinhaber beruht hauptsächlich auf Auftragsrecht.<sup>30</sup> Sodann verfügt jede Verwahrungsstelle bei der ihr direkt überstellten Ebene wiederum über ein Effektenkonto und ist mit ihr vertraglich verbunden.<sup>31</sup> Zwischen dem Kontoinhaber und der Drittverwahrungsstelle besteht keine vertragliche Bindung (Abb.1).<sup>32</sup>

Im internationalen Verhältnis werden Verwahrungspyramiden rasch komplexer. Drittverwahrung ist oft nicht ohne Einbezug von ausländischen Unterverwahrungs- und Zwischenverwahrungsstellen durchführbar, weil schweizerische Verwahrungsstellen nur ausnahmsweise Teilnehmer von ausländischen Verwahrungsstellen sind, bei denen ausländische Effekten endverwahrt werden.<sup>33</sup> Gerade im internationalen Verhältnis sind die Risiken der Drittverwahrung nicht zu unterschätzen. Zunächst kann der An-

legerschutz wegen der Anwendung von ausländischem Recht geringer sein.<sup>34</sup> Mit jeder Verwahrungsstelle, die in die Verwahrungspyramide einbezogen wird, erhöhen sich zudem generell die der mediatisierten Verwahrung inhärenten Risiken. Dazu zählen insbesondere operationelle Risiken,<sup>35</sup> etwa mit Blick auf einen Unterbestand bei einer Verwahrungsstelle oder deren Zwangsliquidation.<sup>36</sup>

Drittverwahrungsstellen qualifizieren als Substituten und nicht als Hilfspersonen.<sup>37</sup> Wird eine Drittverwahrungsstelle beigezogen, hat die Verwahrungsstelle gehörige Sorgfalt bei der Auswahl und Instruktion sowie bei der Überwachung der dauernden Einhaltung der Auswahlkriterien zu wahren. Dies lässt sich aus den Haftungsbestimmungen von Art. 33 Abs. 2 BEG ableiten. Nicht erforderlich ist dagegen eine Überwachung der Tätigkeit der Drittverwahrungsstelle.<sup>38</sup> Weiter muss der Kontoinhaber der Drittverwahrung nicht zustimmen (Art. 9 Abs. 1 BEG). Vor dem Hintergrund, dass es meist keine Alternativen zur Drittverwahrung gibt,<sup>39</sup> akzeptiert das Gesetz somit implizit die potentiell grösseren Risiken, die der Anleger durch eine Verlängerung der Verwahrungskette über mehrere Stufen trägt.<sup>40</sup> Dies gilt grundsätzlich auch für die Drittverwahrung im Ausland. Der Gesetzgeber ging davon aus, dass ein Anleger, der ausländische Effekten erwirbt und über eine inländische Verwahrungsstelle hält, mit der Drittverwahrung

<sup>28</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9352.

<sup>29</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9326 f.

<sup>30</sup> Vgl. zur Qualifizierung des Verhältnisses zwischen Bank und Kunde etwa BGer 4A\_593/2015 (Urteil vom 13.12.2016), E. 7.1.1; vgl. ferner etwa *Fellmann Walter*, in: *Hausheer Heinz* (Hrsg.), *Berner Kommentar Band VI/2/4, Der einfache Auftrag*, Art. 394–406 OR, Schweizerisches Zivilgesetzbuch, Das Obligationenrecht, Die einzelnen Vertragsverhältnisse, Bern 1992, Art. 398 OR N 26; *Büchler Benjamin/von der Crone Hans Caspar*, *Auskunftspflichten des Vermögensverwalters gegenüber den Erben*, SZW 2011, S. 106 ff., 112; *Weber Rolf H.*, *Finanzdienstleistungen im Spannungsfeld von Zivil- und Aufsichtsrecht*, SJZ 2013, S. 405 ff., 406 f.

<sup>31</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9327.

<sup>32</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9327.

<sup>33</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9351. Vgl. zur nicht immer konsistenten Terminologie in Bezug auf die verschiedenen Verwahrungsstellen innerhalb der Verwahrungspyramide BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 9 BEG N 2 f.

<sup>34</sup> *Witmer Jörg*, in: *Kuhn Hans/Graham-Siegenthaler Barbara/Thévenoz Luc* (Hrsg.), *The Federal Intermediated Securities Act and the Hague Securities Convention*, Bern 2010, Art. 9 BEG N 5.

<sup>35</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9351; BSK BEG-Lanz (Fn. 25), Art. 9 BEG N 3.

<sup>36</sup> BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 9 BEG N 6.

<sup>37</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9352; BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 9 BEG N 23.

<sup>38</sup> *Bahar Rashid*, *Foreign Securities and the Act on Book-Entry Securities*, CapLaw 2009, S. 74. Vgl. zu Haftungsfragen im Kontext der Drittverwahrung BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 9 BEG N 58 ff.

<sup>39</sup> BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 9 BEG N 2 und 20.

<sup>40</sup> BSK BEG-Lanz (Fn. 25), Art. 9 BEG N 3.

im Ausland einverstanden ist. Für ausländische Effekten gibt es häufig gar keine Alternative zur Verwahrung im Ausland.<sup>41</sup> Gemäss Gesetzeswortlaut ist die Zustimmung des Kontoinhabers für die Drittverwahrung im Ausland aber nicht nur für Effekten ausländischer Emittenten, sondern auch für Effekten schweizerischer Emittenten entbehrlich.<sup>42</sup> Der ausdrücklichen Zustimmung<sup>43</sup> des Kontoinhabers bedarf es, wenn die ausländische Verwahrungsstelle keiner Aufsicht untersteht, die ihrer Tätigkeit angemessen ist (Art. 9 Abs. 2 BEG).<sup>44</sup> Eine Aufsicht kann auch dann als «angemessen» i.S.v. Art. 9 Abs. 2 BEG gewertet werden, wenn sie nicht derjenigen einer schweizerischen Behörde entspricht. «Angemessen» hat somit nicht dieselbe Bedeutung wie «gleichwertig».<sup>45</sup>

Grundsätzlich ist die Verwahrungsstelle auch nicht verpflichtet, den Kontoinhaber über die Drittverwahrung zu informieren.<sup>46</sup> Über die Anwendungsfälle von Art. 9 Abs. 2 BEG hinaus besteht eine allgemeine Informationspflicht aber immer dann, wenn spezialgesetzliche Aufklärungspflichten greifen. Eine solche statuiert z.B. Art. 73 Abs. 2 KAG. Demnach kann die Depotbank die Aufbewahrung des Fondsvermögens Dritt- und Sammelverwahrern im In- oder Ausland übertragen, soweit dies im Interesse einer sachgerechten Verwahrung liegt. Sie muss die Anleger dabei über die mit einer solchen Übertragung verbundenen Risiken im Prospekt informieren. Eine Aufklärungspflicht kann sich zudem aus Art. 11 BEHG oder aus Auftragsrecht ergeben.<sup>47</sup> Für die Kalibrierung der auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht differenziert das Bundesgericht zwischen der Vermögensverwaltung, der Anlageberatung und der blossen

Konto-/Depot-Beziehung.<sup>48</sup> Besteht zwischen der Verwahrungsstelle und dem Kontoinhaber weder ein Vermögensverwaltungs- noch ein Anlageberatungsvertrag, ist die Verwahrungsstelle nicht zu einer allgemeinen Interessenwahrung verpflichtet und muss den Kontoinhaber grundsätzlich nur auf Verlangen aufklären. Das Mass der Aufklärungspflicht richtet sich dabei nach den Kenntnissen und dem Stand der Erfahrung des Auftraggebers.<sup>49</sup>

Art. 9 Abs. 2 lit. e des Entwurfs des Finanzdienstleistungsgesetzes (E-FIDLEG) vom 4. November 2015 sieht noch vor, dass Finanzdienstleister ihre Kundinnen und Kunden auf die Art und Weise der Verwahrung von Finanzinstrumenten und die damit verbundenen Risiken und Kosten hinweisen müssen. Gemäss Botschaft hat der Finanzdienstleister insbesondere über die Verwahrungsstelle und deren Haftung sowie über Sicherungs- oder Verrechnungsrechte aufzuklären, die zu seinen Gunsten oder zugunsten einer Verwahrungsstelle an den verwahrten Finanzinstrumenten bestehen. Ausserdem sind Kundinnen und Kunden zu informieren, wenn sich der Sitz der Verwahrungsstelle im Ausland befindet.<sup>50</sup> Der Ständerat hat Art. 9 Abs. 2 lit. e E-FIDLEG gestrichen.<sup>51</sup>

#### IV. Trennung von Eigen- und Kundenbeständen

Die Trennung von Eigen- und Kundenbeständen bei der Drittverwahrung von Bucheffekten (Omnibus-Kunden-Kontentrennung) bedeutet die Führung getrennter Konten für Eigen- und Kundenbestände (Abb.2):<sup>52</sup>

<sup>41</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9352.

<sup>42</sup> BSK BEG-Lanz (Fn. 25), Art. 9 BEG N 5.

<sup>43</sup> Vgl. zum Erfordernis der ausdrücklichen Zustimmung die Ausführungen bei BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 9 BEG N 52 ff.

<sup>44</sup> Vgl. zum Begriff der fehlenden angemessenen Aufsicht BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 9 BEG N 28 ff.

<sup>45</sup> BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 9 BEG N 32.

<sup>46</sup> Vgl. zur Informationspflicht etwa die Ausführungen bei BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 9 BEG N 39 ff.

<sup>47</sup> FISA & HSC Commentary-Witmer (Fn. 34), Art. 9 BEG N 20 f.; BSK BEG-Lanz (Fn. 25), Art. 9 BEG N 6.

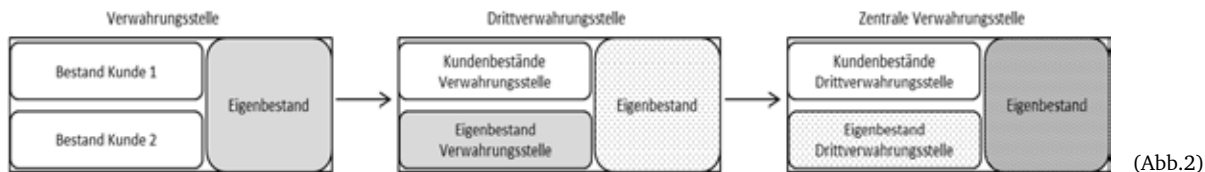
<sup>48</sup> BGer 4A\_593/2015 (Urteil vom 13.12.2016), E. 7.1.1, BGE 133 III 97, 102 E. 7.1.1.

<sup>49</sup> BGE 133 III 97, 102 E. 7.1.

<sup>50</sup> Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG), 4.11.2015, BBl 2015, S. 8901 ff., 8954.

<sup>51</sup> Vgl. dazu die Fahne der Beschlüsse des Ständerates in der Wintersession 2016, verfügbar auf <<https://www.parlament.ch/centers/eparl/curia/2015/20150073/S1%20D.pdf>>.

<sup>52</sup> Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9356.



(Abb.2)

## 1. Finanzmarktinfrastukturgesetz

Seit dem 1. Januar 2016 sieht das Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG)<sup>53</sup> für Zentralverwahrer und deren Teilnehmer weitgehende Segregierungspflichten vor. Als Teilnehmer qualifizieren Personen, welche die Dienstleistung einer Finanzmarktinfrastuktur direkt, also nicht über einen anderen Teilnehmer der Finanzmarktinfrastuktur, in Anspruch nehmen (Art. 2 lit. d FinfraG). Zentralverwahrer sind Finanzmarktinfrastrukturen (Art. 2 lit. a Ziff. 4 FinfraG). Als indirekte Teilnehmer gelten alle Personen, welche die Dienstleistungen einer Finanzmarktinfrastuktur indirekt über einen Teilnehmer beanspruchen (Art. 2 lit. e FinfraG). Eine eigenständige Definition des Kundenbegriffs fehlt im FinfraG. Das Gesetz verwendet den Begriff des Kunden teilweise parallel zu demjenigen des indirekten Teilnehmers.<sup>54</sup> Somit können indirekte Teilnehmer selbst Kunden sein (wenn sie Eigeneschäfte tätigen). Es ist aber auch denkbar, dass sie für andere indirekte Teilnehmer bzw. (End-)Kunden handeln.<sup>55</sup>

Zunächst richtet sich Art. 69 FinfraG an den Zentralverwahrer. Dieser muss seine eigenen Vermögenswerte von den Effekten seiner direkten Teilnehmer (Art. 69 Abs. 1 lit. a FinfraG) und die Effekten eines direkten Teilnehmers von den Effekten aller anderen direkten Teilnehmer trennen (Art. 69 Abs. 1 lit. b FinfraG). Der Zentralverwahrer hat damit nach Teilnehmern segregierte Teilnehmerkonti zu führen.<sup>56</sup> Zudem ist er verpflichtet, den direkten Teilneh-

mern zu ermöglichen, eigene Effekten der direkten Teilnehmer von denjenigen der indirekten Teilnehmer zu trennen (Art. 69 Abs. 2 lit. a FinfraG) und die Effekten der indirekten Teilnehmer gemeinsam (Omnibus-Kunden-Kontentrennung) oder gesondert (Einzelkunden-Kontentrennung) zu halten und aufzuzeichnen (Art. 69 Abs. 2 lit. b FinfraG).

Sodann müssen direkte Teilnehmer beim Zentralverwahrer und in eigenen Konten geführte eigene Vermögenswerte, Forderungen und Verpflichtungen von den Effekten, Forderungen und Verpflichtungen der indirekten Teilnehmer trennen (Art. 73 Abs. 1 FinfraG). Direkte Teilnehmer sind ausserdem verpflichtet, den indirekten Teilnehmern die Möglichkeit anzubieten, die Effekten, Forderungen und Verpflichtungen eines indirekten Teilnehmers gemeinsam mit denjenigen anderer indirekter Teilnehmer (Omnibus-Kunden-Kontentrennung) oder gesondert von denjenigen anderer indirekter Teilnehmer (Einzelkunden-Kontentrennung) zu halten und aufzuzeichnen (Art. 73 Abs. 2 FinfraG).

Art. 69 und 73 FinfraG umschreiben die zu segregierenden Vermögenswerte unterschiedlich. Zum einen spricht Art. 69 FinfraG von eigenen Vermögenswerten des Zentralverwahrers und Effekten der direkten und indirekten Teilnehmer. Die Botschaft scheint dabei das Segregierungsobjekt auf Effekten zu beschränken, da sie als Mittel zur Umsetzung der Segregierungsanforderungen das Führen von gesonderten Effektenkonten angibt.<sup>57</sup> Der Begriff der Vermögenswerte umfasst aber neben Effekten auch (Buch-)Geld.<sup>58</sup> Zum anderen nennt Art. 73 FinfraG neben Vermögenswerten und Effekten auch Forderungen und Verpflichtungen. Damit sind gemäss Botschaft schuldrechtliche Forderungen gemeint.<sup>59</sup> Die Segregierung nach Art. 73 FinfraG umfasst somit (Buch-)Geld, Effekten und zwischen Teilnehmern und nächs-

<sup>53</sup> Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19.6.2015, SR 958.1.

<sup>54</sup> Vgl. z.B. Art. 54 Abs. 2, Art. 59 Abs. 2, Art. 69 Abs. 2, Art. 73 Abs. 2, Art. 90 Abs. 2, Art. 91 Abs. 2 FinfraG.

<sup>55</sup> Favre Olivier/Kramer Stefan, in: Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz, FinfraG, Zürich 2017, Art. 2 lit. e FinfraG N 10 f.

<sup>56</sup> Hess Martin/Künzi Peditto Eva/Costantini Renato, in: Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz, FinfraG Zürich, 2017, Art. 69/73 FinfraG N 22 f.

<sup>57</sup> Botschaft zum Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG), 3.9.2014, BBl 2014, S. 7483 ff., 7550; gl.M. Hess/Künzi Peditto/Costantini (Fn. 56), Art. 69/73 FinfraG N 30.

<sup>58</sup> Gl.M. Hess/Künzi Peditto/Costantini (Fn. 56), Art. 69/73 FinfraG N 30.

<sup>59</sup> Botschaft zum FinfraG (Fn. 57), S. 7551.

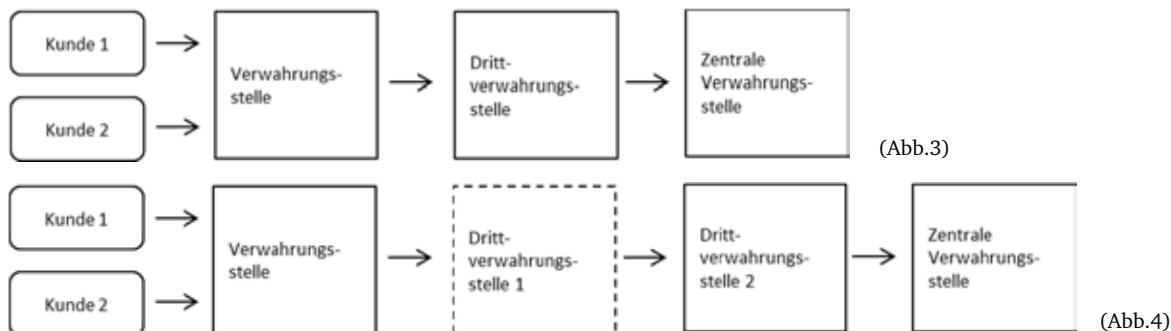
thöherer Verwahrungsstelle bestehende Forderungen (in erster Linie Lieferung oder Zahlung). Diese Auslegung gilt vorliegender Ansicht nach auch für die Segregierung auf Stufe des Zentralverwahrers (Art. 69 FinfraG), weil er nicht nur Aufbewahrer ist, sondern auch Effektengeschäfte abwickelt (vgl. Art. 61 FinfraG). Ausserdem ist nicht ersichtlich, weshalb sich die Trennungsvorschriften auf der Verwahrungsebene zwischen direkten und indirekten Teilnehmern auf andere Vermögenobjekte beziehen sollen als zwischen Zentralverwahrer und direkten Teilnehmern.<sup>60</sup>

## 2. Bucheffektengesetz

Das BEG kennt keine Pflicht zur Omnibus-Kunden-Kontentrennung. Werden Eigen- und Kundenbestände getrennt gehalten, klärt Art. 12 BEG aber gewisse Aspekte, die aus der Segregierung folgen.<sup>61</sup> Der Grund der Omnibus-Kunden-Kontentrennung ist dabei nicht massgebend. Denkbar sind aufsichtsrechtliche Anordnungen, vertragliche Vereinbarungen, Regeln eines Effektenabwicklungssystems oder Erfordernisse des ausländischen Aufsichtsrechts.<sup>62</sup>

## 3. Zwischenergebnis

Im Ergebnis gibt es bereits *de lege lata* eine Pflicht zur Omnibus-Kunden-Kontentrennung von Bucheffekten für die folgende Situation (Abb. 3):



Bei längeren Verwahrungsketten sind zwischengeschaltete Drittverwahrungsstellen nicht verpflichtet, die Kunden- und Eigenbestände der nachgelagerten Verwahrungsstelle zu trennen (Abb. 4):

## V. Anlegerschutz

### 1. Absonderung

Im Anwendungsbereich des BEG wird das Aussondungsverfahren nach Art. 242 SchKG durch Art. 17 ff. BEG ersetzt.<sup>63</sup> Art. 17 Abs. 1 lit. a BEG betrifft in der Praxis den Regelfall einer Verwahrungskette, bei dem die Bucheffekten einem Effektenkonto der Verwahrungsstelle bei einer Drittverwahrungsstelle gutgeschrieben sind.<sup>64</sup> Der Kontoinhaber hat im Umfang seines Effektenguthabens einen Absonderungsanspruch. Dies gilt unabhängig davon, ob er gegenüber der Verwahrungsstelle formaler Eigentümer oder bloss wirtschaftlich Berechtigter ist.<sup>65</sup> Zumal der Kontoinhaber typischerweise keinen Einfluss auf den Ort der Verwahrung seiner Wertpapiere und Wertrechte sowie auf die Rechtsverhältnisse zwischen der Verwahrungsstelle und der Drittverwahrungsstelle hat, muss der Absonderungsanspruch grundsätzlich unabhängig von der Ausgestaltung der Rechtsverhält-

<sup>60</sup> Vgl. dazu Hess/Künzi Peditto/Costantini (Fn. 56), Art. 69/73 FinfraG N 32 f. m.w.H.

<sup>61</sup> Vgl. dazu hinten V.3.

<sup>62</sup> Botschaft BEG (Fn. 10), S. 9356; BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 12 BEG N 5.

<sup>63</sup> Vgl. dazu Guggenbühl Markus/Essebier Jana, in: Zobl Dieter/Hess Martin/Schott Ansgar (Hrsg.), Kommentar zum Bucheffektengesetz (BEG) sowie zum HWpÜ und den relevanten Bestimmungen im OR und IPRG, Zürich 2013, Art. 17 BEG N 1 ff.

<sup>64</sup> Hess Martin/Sägesser Heidi, in: Kuhn Hans/Graham-Siegenthaler Barbara/Thévenoz Luc (Hrsg.), The Federal Intermediated Securities Act and the Hague Securities Convention, Bern 2010, Art. 17 BEG N 20.

<sup>65</sup> BEG Kommentar-Guggenbühl/Essebier (Fn. 63), Art. 17 BEG N 67.

nisse zwischen der Verwahrungsstelle und der Drittverwahrungsstelle bestehen.<sup>66</sup>

Ferner ist es für das Absonderungsrecht des Kontoinhabers nicht vorausgesetzt, dass die Verwahrungsstelle bei der Drittverwahrungsstelle Eigen- und Kundenbestände getrennt hat.<sup>67</sup> Fehlt eine solche Trennung, wird die Durchsetzung des Absonderungsrechts wie folgt erleichtert: Zunächst gilt gemäss Art. 17 Abs. 2 BEG die (widerlegbare Rechts-)Vermutung, dass die Bestände auf dem Konto einer Verwahrungsstelle bei einer Drittverwahrungsstelle den Kunden dieser Verwahrungsstelle gehören.<sup>68</sup> Sodann werden bei einem Unterbestand der Verwahrungsstellen deren Eigenbestände zur Deckung der Ansprüche der Kontoinhaber herangezogen. Dies gilt auch bei einer getrennten Verwahrung von Eigen- und Kundenbeständen.<sup>69</sup> Das Absonderungsrecht nach BEG bietet den Anlegern im Binnenverhältnis somit einen gewissen Schutz. Dieser beruht aber auf der Prämisse einer sauberen Buchführung auf Stufe der kontoführenden Verwahrungsstelle. Zumal der Liquidator bei zu Unrecht vorgenommenen Absonderungen Haftungsrisiken eingeht, wird er regelmässig nur aus den Büchern klar und einfach nachvollziehbare Absonderungsansprüche von Amtes wegen erfüllen. Ansonsten dürfte er die Kunden auf den Gerichtsweg verweisen.<sup>70</sup>

## 2. Unterbestand

Der Wertpapierverwahrung ist das Risiko inhärent, dass die Verwahrungsstelle nicht über genügend Bucheffekten verfügt, um die Ansprüche der Anleger decken zu können (Unterbestand oder *shortfall*). Zum einen ist denkbar, dass Unterbestände als Folge operationeller Probleme (Betrug, Fälschung, IT-Probleme) oder von Fehlbuchungen eintreten. Zum anderen können sich Unterbestände aus den Modalitäten

der Abwicklung von Wertpapiergeschäften ergeben. So ist es bei der grenzüberschreitenden Effektenabwicklung üblich, dass zwischen Abschlussstag (*trade day*) und Abwicklungstag (*settlement day*) von Effekengeschäften eine standardisierte Abwicklungsfrist (*settlement interval*) verstreicht.

Bei schweizerischen Verwahrungsstellen sind bei der Verbuchung von Effektenkäufen zwei grundsätzlich unterschiedliche Verfahren gebräuchlich:

- Beim *contractual settlement*<sup>71</sup> werden die von einem Kunden gekauften Effekten von der Verwahrungsstelle am Abschlussstag unwiderruflich in das Effektenkonto eingebucht. Entsprechend kann der Kontoinhaber bereits am Abschlussstag über die in seinem Effektenkonto verbuchten Bucheffekten verfügen. Es ist somit denkbar, dass ein Titel am gleichen Tag gekauft und gleich weiterverkauft wird. Ausgehend von einer Abwicklungsfrist von zwei Börsentagen<sup>72</sup> werden der Verwahrungsstelle die Bucheffekten aber erst zwei Tage später in ihrem Effektenkonto bei der Drittverwahrungsstelle gutgeschrieben. Die Verwahrungsstelle des Erwerbers gewährt diesem eine kurzfristige Überbrückung auf ihr eigenes Risiko.
- Dagegen erfolgt die Verbuchung eines Erwerbs beim *actual settlement* erst dann im Effektenkonto des Kontoinhabers, wenn die Effekten bei seiner Verwahrungsstelle auch tatsächlich eingegangen sind, d.h. am Abwicklungstag.<sup>73</sup>

Das *contractual settlement* schafft nicht *per se* einen Unterbestand im Sinne des BEG, weil frei verfügbare Ansprüche auf Lieferung von Bucheffekten während marktüblicher Abwicklungsfristen (höchstens während acht Tagen) als verfügbare Bucheffekten gelten (Art. 11 Abs. 3 lit. c BEG). Ein Unterbestand entsteht bei einer Überschreitung einer solchen Frist, weil die entsprechenden Ansprüche auf Lieferung von Bucheffekten dann nicht mehr als frei verfügbare Buchef-

<sup>66</sup> BEG Kommentar-Guggenbühl/Essebier (Fn. 63), Art. 17 BEG N 68.

<sup>67</sup> BEG Kommentar-Guggenbühl/Essebier (Fn. 63), Art. 17 BEG N 69.

<sup>68</sup> *Bertschinger Urs*, Zum neuen bankengesetzlichen Aussonderungsrecht (Art. 16 und 37b BankG) – Parallelen und Unterschiede zu OR 401, AJP 1995, S. 426 ff., 433. Vgl. dazu BEG Kommentar-Guggenbühl/Essebier (Fn. 63), Art. 17 BEG N 92 ff.

<sup>69</sup> Vgl. dazu V.2.

<sup>70</sup> BEG Kommentar-Guggenbühl/Essebier (Fn. 63), Art. 17 BEG N 108.

<sup>71</sup> Vgl. zum *contractual settlement* BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 11 BEG N 15 ff.; FISA & HSC Commentary-Witmer (Fn. 34), Art. 11 BEG N 10 ff.

<sup>72</sup> Vgl. Ziff. 13.1 Abs. 1 des Handelsreglements der SIX Swiss Exchange AG vom 4.11.2016.

<sup>73</sup> BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 11 BEG N 16; FISA & HSC Commentary-Hess/Sägesser (Fn. 64), Art. 17 BEG N 27.

Effekten gelten, obwohl die Effekten bereits den Konten der Kontoinhaber gutgeschrieben sind.<sup>74</sup>

Das BEG begrenzt die *shortfall*-Risiken durch verschiedene Massnahmen. Zunächst ist die Verwahrungsstelle verpflichtet, die Effektinguthaben ihrer Kontoinhaber jederzeit durch verfügbare Bucheffekten zu decken (vgl. Art. 11 Abs. 1 BEG). Tritt dennoch ein Unterbestand auf, muss die Verwahrungsstelle diesen durch Zukauf bzw. Erwerb von Bucheffekten dieser Gattung beseitigen (Art. 11 Abs. 2 BEG). Der Begriff «Erwerb» ist nicht notwendigerweise mit einem Kauf gleichzusetzen. Ausreichend ist auch eine Wertschriftenleihe.<sup>75</sup> Dabei trägt das BEG dem Umstand, dass die Verwahrungsstellen allenfalls gar nicht in der Lage sind, für eine Eindeckung zu sorgen, keine Rechnung. Ebenso wenig berücksichtigt das BEG, dass die Verwahrungsstelle des Erwerbers für eine gewisse Zeit nach Ablauf des *settlement date* gemäss den anwendbaren Börsenregeln oder Marktusancen abnahmeverpflichtet bleibt. Diese Verpflichtung divergiert mit der Pflicht zur unverzüglichen Eindeckung der Verwahrungsstellen nach Ablauf der ordentlichen Abwicklungsfrist gemäss Art. 11 Abs. 2 BEG. Würde die Verwahrungsstelle des Erwerbers sofort mit der Eindeckung beginnen, so bestünde die Gefahr von Doppellieferungen.<sup>76</sup>

Der Zukauf hat «ohne Verzug» zu erfolgen. Begründet eine verzögerte Lieferung den Unterbestand, wird die Pflicht zum Zukauf nach einem Teil der Lehre erst ausgelöst, wenn der Ausfall definitiv feststeht.<sup>77</sup> Sind Unterbestände auf technische Gründe (Fehlbuchungen oder operationelle Probleme)<sup>78</sup> zurückzuführen, ist es angezeigt, anstelle des Zukaufs Korrekturbuchungen (Stornierungen) vorzunehmen.<sup>79</sup> Bei Lieferverzögerungen von Börsenkäufen sorgt in der Schweiz sodann die zentrale Gegenpartei SIX x-clear

AG umgehend dafür, die Lücke zu schliessen. Sie versucht, den Erwerber unverzüglich zu bedienen. Die Verwahrungsstelle des Erwerbers darf sich mit den Eindeckungsbemühungen der zentralen Gegenpartei begnügen. Sie muss nicht noch zusätzlich gemäss Art. 11 Abs. 2 BEG tätig werden.<sup>80</sup> Einen verbleibenden Unterbestand tragen die Kontoinhaber im Verhältnis ihrer Effektinguthaben (Art. 19 Abs. 2 BEG; *pro rata loss-sharing*). Dafür erwerben sie im Umfang des Unterbestandes eine Ersatzforderung gegen die Verwahrungsstelle. Im Konkurs der Verwahrungsstelle ist diese als Forderung der 3. Klasse zu kollozieren (Art. 219 SchKG).<sup>81</sup>

*Shortfall*-Risiken begrenzen die Omnibus-Kunden-Kontentrennung nicht. Operationelle Probleme können sich auch bei umfassender Segregierung ergeben. Sind Unterbestände auf das *contractual settlement* zurückzuführen, würde eine Trennung zwar grundsätzlich die Zuordnung der Ausfälle zu jenen Kontoinhabern, denen die Bucheffekten bereits vor dem Erfüllungszeitpunkt gutgeschrieben wurden, ermöglichen.<sup>82</sup> Dazu bräuchte es allerdings eine Einzelkunden-Kontentrennung, bei der auf der Ebene der Drittverwahrungsstelle für jeden Kunden der Verwahrungsstelle ein eigenes Konto geführt wird. Eine Omnibus-Kunden-Kontentrennung würde an der aktuellen Risikolage nichts ändern.

Die Einführung einer Einzelkunden-Kontentrennung ist aus den folgenden Gründen abzulehnen: Je ausdifferenzierter eine Kontenstruktur ist, umso komplexer und fehleranfälliger werden diese Systeme. Folge davon sind zum einen beträchtliche Mehrkosten, die letztlich der Kontoinhaber tragen müsste. Zum anderen ist denkbar, dass eine weitgehende, rigide Segregierung die Effizienz von Wertpapierabwick-

<sup>74</sup> BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 11 BEG N 17.

<sup>75</sup> FISA & HSC Commentary-Witmer (Fn. 34), Art. 11 BEG N 22.

<sup>76</sup> BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 11 BEG N 27; FISA & HSC Commentary-Witmer (Fn. 34), Art. 11 BEG N 34.

<sup>77</sup> Vgl. dazu FISA & HSC Commentary-Witmer (Fn. 34), Art. 11 BEG N 30 ff. Diese Problematik scheint bei grenzüberschreitenden Geschäften komplizierter und akzentuierter zu sein als bei Binnenverhältnissen (vgl. BEG Kommentar-Hess/Zbinden [Fn. 27], Art. 11 BEG N 28).

<sup>78</sup> Vgl. Botschaft BEG (Fn. 9), S. 9353.

<sup>79</sup> Vgl. dazu FISA & HSC Commentary-Witmer (Fn. 34), Art. 11 BEG N 37 f.; BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 11 BEG N 29 ff.

<sup>80</sup> Vgl. dazu BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn. 27), Art. 11 BEG N 27; FISA & HSC Commentary-Witmer (Fn. 34), Art. 11 BEG N 24.

<sup>81</sup> Vgl. dazu Kuhn Hans, in: Kuhn Hans/Graham-Siegenthaler Barbara/Thévenoz Luc (Hrsg.), The Federal Intermediated Securities Act and the Hague Securities Convention, Bern 2010, Art. 19 BEG N 13 ff.

<sup>82</sup> Ist die Zuordnung eines Unterbestandes zu einem spezifischen Kontoinhaber möglich, muss der Verlust nicht durch alle Kontoinhaber im Verhältnis ihrer Effektinguthaben getragen werden. Art. 19 Abs. 2 BEG ist nicht zwingend. Es ist den Parteien freigestellt, eine andere Prioritäten- oder Verlusttragsregel zu vereinbaren (FISA & HSC Commentary-Kuhn [Fn. 81], Art. 19 BEG N 22).

lungs- und -verwahrungssystemen beeinträchtigt.<sup>83</sup> Nicht zuletzt im Rahmen des Zusammenbruchs der Lehman-Brothers-Gruppe zeigte sich, dass die Berücksichtigung der Ursachen eines Unterbestandes und die damit verbundene Zuordnung dieses Unterbestandes zu einem bestimmten Kontoinhaber das Absonderungsverfahren erheblich verzögern kann. Zudem muss eine individuelle Zuordnung der Verluste nicht immer gerechter sein als eine gemeinsame Verlusttragung.<sup>84</sup> Eine Individualisierung der Verluste erhöht ferner das Risiko der Insolvenz weiterer Marktteilnehmer, wenn es sich beim vom Verlust betroffenen Kontoinhaber nicht um den Endanleger, sondern um eine Verwahrungsstelle handelt.<sup>85</sup>

### 3. Verrechnungs- und Sicherungsrechte

Kontoinhaber können sodann durch Verrechnungs- oder Aufrechnungsrechte und/oder durch Sicherungsrechte erfasst werden. Art. 12 BEG begrenzt diese Risiken, wenn die Verwahrungsstelle Eigen- und Kundenbestände bei der Drittverwahrungsstelle trennt. Diesfalls werden die Bucheffekten der Kontoinhaber sowie deren Lieferansprüche gemäss Art. 12 Abs. 1 BEG nicht berührt durch

- eine Aufrechnungsvereinbarung zwischen der Verwahrungsstelle und einer Drittverwahrungsstelle, welcher der Kontoinhaber nicht als Partei beigetreten ist (lit. a);
- Pfand-, Rückbehalts- und Verwertungsrechte der Drittverwahrungsstelle oder von Dritten, denen der Kontoinhaber nicht zugestimmt hat (lit. b).

Abweichende Abreden sind nichtig (Art. 12 Abs. 3 BEG). Ohne Omnibus-Kunden-Kontentrennung können die Kundenbestände *e contrario* in die Befriedigung von Verrechnungs- oder Aufrechnungsrechten und/oder Sicherungsrechten der Drittverwahrungsstelle gegenüber der Verwahrungsstelle einbezogen

werden. Für Kontoinhaber der Verwahrungsstelle ergibt sich daraus das Risiko eines Unterbestandes.<sup>86</sup>

Die Verwahrungsstelle verfügt über ein Rückbehaltungs- und Verwertungsrecht an Bucheffekten der Kontoinhaber, falls ihr eine fällige Forderung aus der Verwahrung der Bucheffekten oder aus Vorleistungen der Verwahrungsstelle für den Erwerb von Bucheffekten zusteht (Art. 21 Abs. 1 BEG). Die Drittverwahrungsstelle behält sich bei der Drittverwahrung meistens gleiche Rechte gegenüber der Verwahrungsstelle der Kontoinhaber vor. Solche Pfand-, Rückbehalts- und Verwertungsrechte sind internationaler Standard.<sup>87</sup> Art. 12 Abs. 1 lit. b BEG bestimmt, wie erwähnt, dass die Bucheffekten der Kontoinhaber durch Pfand-, Rückbehalts- und Verwertungsrechte der Drittverwahrungsstelle nicht berührt werden, sofern Effektenkonten bei der Drittverwahrungsstelle segregiert geführt und als solche deutlich gekennzeichnet sind. Eine Ausnahme von dieser Regel gilt bei Zustimmung des Kontoinhabers zu solchen Pfand-, Rückbehalts- und Verwertungsrechten der Drittverwahrungsstelle. Eine entsprechende Zustimmung kann zwar in Standardverträgen oder AGB erfolgen, setzt aber voraus, dass die Kontoinhaber zumindest über die entsprechenden Risiken informiert wurden.<sup>88</sup> Bewegen sich die vertraglich eingeräumten Rechte im Rahmen von Art. 21 BEG (Depotpreise; Vorleistungen zum Erwerb von Bucheffekten wie Kaufpreis, Kommissionen, Steuern usw.), ist eine Zustimmung der Kunden dafür auch bei getrennter Verwahrung entbehrlich.<sup>89</sup>

<sup>83</sup> FISA & HSC Commentary-Kuhn (Fn 81), Art. 19 BEG N 14 ff.

<sup>84</sup> Second Advice of the Legal Certainty Group, Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU, August 2008, S. 71, verfügbar auf [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf); FISA & HSC Commentary-Kuhn (Fn. 81), Art. 19 BEG N 15.

<sup>85</sup> Legal Certainty Group (Fn 84), S. 71.

<sup>86</sup> Botschaft BEG (Fn 9), S. 9356. Gemäss Witmer vergrössert sich das Risiko eines Unterbestandes durch Aufrechnungsvereinbarungen nicht zwingend, da eine korrekte Verrechnung auch die Lieferverpflichtungen der Verwahrungsstelle vermindert (FISA & HSC Commentary-Witmer [Fn 34], Art. 12 BEG N 15).

<sup>87</sup> FISA & HSC Commentary-Witmer (Fn 34), Art. 12 BEG N 21; BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn 27), Art. 12 BEG N 34 f.

<sup>88</sup> BEG Kommentar-Hess/Zbinden (Fn 27), Art. 12 BEG N 38.

<sup>89</sup> Art. 21 Abs. 1 geht Art. 12 Abs. 1 lit. b BEG vor (FISA & HSC Commentary-Witmer [Fn 34], Art. 12 BEG N 21; BEG Kommentar-Hess/Zbinden [Fn 27], Art. 12 BEG N 39).

## VI. Überlegungen *de lege ferenda*

### 1. Voraussetzungen (neuer) staatlicher Regulierung

Als Ausgangspunkt für die Legitimierung von Regulierung<sup>90</sup> dient die schweizerische Bundesverfassung (BV)<sup>91</sup>. In der BV gibt es zwar kein ausdrückliches Bekenntnis zu einer bestimmten Wirtschaftsordnung. Sie enthält aber indirekt einen klaren Grundsatzentscheid für eine freie, wettbewerbsorientierte Marktwirtschaft.<sup>92</sup> Dies ergibt sich aus Art. 94 ff. i.V.m. Art. 27 BV.<sup>93</sup> Die Eigentumsgarantie (Art. 26 BV) und die Wirtschaftsfreiheit (Art. 27 BV) stehen im Zentrum grundrechtlicher Überlegungen. Voraussetzungen jeder marktwirtschaftlichen Ordnung sind Eigentum und Wirtschaftsfreiheit, bei Letzterer v.a. das Recht, Verträge abzuschliessen, und das Recht, den Weg und die Mittel der Wirtschaftstätigkeit frei zu bestimmen.<sup>94</sup> Es obliegt dabei dem Staat, Institute wie das Eigentum oder den Vertrag bereitzustellen und zu schützen. Zur Verwirklichung der verfassungsmässigen Wirtschaftsfreiheit hat der Staat eine Rahmenordnung bzw. eine rechtliche Infrastruktur

zu schaffen, in der die Kräfte des Marktes wirken können.<sup>95</sup> Regulierung über diese rechtliche Rahmenordnung hinaus ist geboten und zugleich legitimiert, wenn ein Marktversagen vorliegt.<sup>96</sup> Bei der Auswahl der Regulierungsmassnahme ist sodann der Grundsatz der Verhältnismässigkeit zu beachten. Art. 5 Abs. 2 BV statuiert das Verhältnismässigkeitsprinzip für staatliches Handeln und in Art. 36 Abs. 3 BV wird der Grundsatz der Verhältnismässigkeit für die Einschränkung von Grundrechten wiederholt. Dies gilt auch für die Wirtschaftsfreiheit nach Art. 27 BV. Dabei sind die drei Kriterien Eignung, Erforderlichkeit und Verhältnismässigkeit i.e.S. zu beachten.<sup>97</sup>

### 2. Leitlinien für die Umsetzung von Regulierungsmassnahmen

Die Umsetzung von Regulierungsmassnahmen erfordert die Beachtung der folgenden Leitlinien: Die Klarheit und Bestimmtheit der Norm, die Adressatengerechtigkeit, die Praktikabilität, die inhaltliche und zeitliche Kohärenz, die sachgerechte Regulierungsart und -form, die Wettbewerbsneutralität und die internationale Kompatibilität.<sup>98</sup>

### 3. Trennung von Eigen- und Kundenbeständen

#### 3.1 Verwahrungsketten im Inland

Wie bereits dargestellt,<sup>99</sup> gibt es in der Schweiz schon heute eine Pflicht zur Omnibus-Kunden-Kontentrennung für den folgenden Sachverhalt (Abb. 5):

<sup>90</sup> Vgl. zu Grundsatzfragen der Finanzmarktregulierung kürzlich *Weber Rolf H.*, *The Role of Law in Constituting Financial Markets*, *JIBLR* 2017, S. 253 ff.

<sup>91</sup> Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18.4.1999, SR 101.

<sup>92</sup> *Richli Paul*, *Grundriss des schweizerischen Verfassungsrechts*, Bern 2007, N 52 ff.; *Vallender Klaus/Hettich Peter/Lehne Jens*, *Wirtschaftsfreiheit und begrenzte Staatsverantwortung, Grundzüge des Wirtschaftsverfassungs- und Wirtschaftsverwaltungsrechts*, 4. Aufl., Bern 2006, § 5 N 172 ff.; *Müller Jörg Paul/Schefer Markus*, *Grundrechte in der Schweiz, Im Rahmen der Bundesverfassung, der EMRK und der UNO-Pakte*, 4. Aufl., Bern 2008, S. 1045; *Rhinow René A./Schmid Gerhard/Biaggini Giovanni/Uhlmann Felix*, *Öffentliches Wirtschaftsrecht*, 2. Aufl., Basel 2011, § 5 N 2; *von der Crone Hans Caspar/Beeler Lukas*, *Regelung systemrelevanter Banken aus wirtschaftsrechtlicher Sicht, Lösungsansätze zur Too-big-to-fail-Problematik in der Schweiz*, *ZSR* 2011 I, S. 177 ff., 182.

<sup>93</sup> *Kilgus Sabine*, *Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht*, *Habil. Univ. Zürich* 2005, Zürich 2007, N 361; *von der Crone Hans Caspar/Hoffmann Jan Hendrik/Maurer Matthias*, *Revision Börsendelikte und Marktmissbrauch, Der Entwurf zur Änderung des Börsengesetzes*, *SZW* 2011, S. 533 ff., 534.

<sup>94</sup> *Häfelin Ulrich/Müller Georg/Uhlmann Felix*, *Allgemeines Veraltungsrecht*, 7. Aufl., Zürich 2016, N 2037; *Rhinow/Schmid/Biaggini/Uhlmann* (Fn 92), § 5 N 2; *von der Crone/Beeler*, *TBTF* (Fn 92), S. 182.

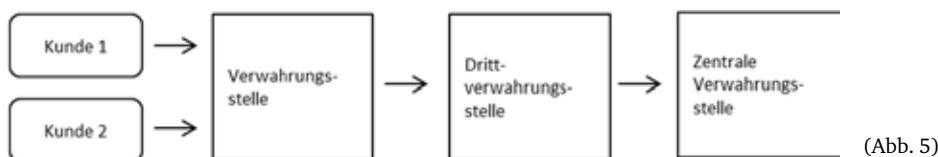
<sup>95</sup> Vgl. *Reiser Nina*, *Durchsetzung heterogener börsengesellschaftsrechtlicher Normen*, *Habil. Univ. Zürich* 2016, Zürich/St. Gallen 2017, N 91 m.w.H.

<sup>96</sup> *Reiser*, *Durchsetzung* (Fn 95), N 92 f. m.w.H.

<sup>97</sup> Vgl. z.B. *BGE* 136 I 17, 26 ff. E. 4.4; *Häfelin/Müller/Uhlmann* (Fn 94), N 514 ff.

<sup>98</sup> Vgl. dazu *von der Crone/Maurer/Hoffmann*, *Revision* (Fn 93), S. 536 ff.; *Reiser*, *Durchsetzung* (Fn 95), N 100 ff.

<sup>99</sup> Vgl. vorne IV.



(Abb. 5)



(Abb. 6)

Bei längeren Verwahrungsketten besteht dagegen insofern eine Lücke, als zwischengeschaltete Drittverwahrungsstellen nicht verpflichtet sind, Kunden- und Eigenbestände zu trennen (Abb. 6).

Wie erwähnt<sup>100</sup> obliegt es dem Staat, Institute wie das Eigentum oder den Vertrag bereitzustellen und zu schützen. Die Einführung einer durchgehenden Omnibus-Kunden-Kontentrennung hätte in der letzteren Grafik zur Folge, dass die Bestände der Anleger (Kunden 1 und 2) nicht in die Befriedigung von Verrechnungs- oder Aufrechnungsrechten und/oder Sicherungsrechten der Drittverwahrungsstelle 1 gegenüber der Verwahrungsstelle einbezogen würden.<sup>101</sup> Die Konsequenz davon wäre ein höherer Schutz der Bucheffekten der Kunden 1 und 2. Darüber hinaus würde eine solche Segregierung die Überschaubarkeit der Rechtsverhältnisse bzw. die Transparenz verbessern.<sup>102</sup>

Ist die Einführung einer durchgehenden Omnibus-Kunden-Kontentrennung verhältnismässig? Die Eignung der Massnahme zum Schutz der Rechte der Anleger an ihren Bucheffekten und zur Verbesserung der Transparenz wurde soeben dargelegt. Ferner muss das Ziel der Schaffung einer Rahmenordnung für einen funktionierenden Markt mit möglichst geringen Markteingriffen verfolgt werden.<sup>103</sup> Zumal bereits nach geltendem Recht für die Konstellation Anleger – Verwahrungsstelle – Drittverwahrungsstelle – Zentrale Verwahrungsstelle eine Pflicht zur Omnibus-Kunden-Kontentrennung besteht, ist von

einem leichten Eingriff mit überschaubaren Kosten auszugehen. Diese gälte es mittels einer konkreten Schätzung zu eruieren. Unbestritten dürfte sein, dass die Kosten bei der Omnibus-Kunden-Kontentrennung bedeutend tiefer ausfallen als bei der Einzelkunden-Kontentrennung.<sup>104</sup> Auch sind die Kosten bei einer Omnibus-Kunden-Kontentrennung vermutlich geringer als dies bei der Einführung einer Anlegerentschädigung als denkbare, alternative Massnahme der Fall wäre, wie sie etwa die EU kennt.<sup>105</sup> Zur Beurteilung der Verhältnismässigkeit der Massnahme i.e.S. können sodann die folgenden Überlegungen angestellt werden: Zwar schützt das BEG die Rechte der Anleger auf ihre Bucheffekten bereits durch das Absonderungsrecht und weitere, vorne dargelegte Regelungen.<sup>106</sup> Das Risiko eines Unterbestandes wegen der Verrechnungs- und Sicherungsrechte der Drittverwahrungsstelle gegenüber der Verwahrungsstelle entfällt dadurch aber nicht. Unter der Voraussetzung überschaubarer Zusatzkosten dürften diese durch das erhöhte Schutzniveau gerechtfertigt und die Einführung einer Omnibus-Kunden-Kontentrennung somit verhältnismässig sein.

Darüber hinaus steht die Einführung einer Omnibus-Kunden-Kontentrennung im Einklang mit den vorne erwähnten<sup>107</sup> Leitlinien der Wettbewerbsneutralität und der internationalen Kompatibilität: Die hier erläuterte Pflicht soll nicht von der Länge der Verwahrungskette abhängen (Schaffung eines *level playing field* unter den Beteiligten an einer Verwah-

<sup>100</sup> Vgl. vorne VI.1.

<sup>101</sup> Vgl. vorne V.3.

<sup>102</sup> Botschaft BEG (Fn 9), S. 9356. Vgl. zur Transparenz als Mittel der Finanzmarktregulierung Reiser, Durchsetzung (Fn 95), N 89.

<sup>103</sup> Expertenkommission zur Limitierung volkswirtschaftlicher Risiken durch Grossunternehmen, Schlussbericht, 30.9.2010, S. 185.

<sup>104</sup> Vgl. zur Einzelkunden-Kontentrennung vorne V.2.

<sup>105</sup> Vgl. Richtlinie 97/9/EG vom 3.3.1997 über Systeme für die Entschädigung der Anleger, ABl. Nr. L 84, 26.3.1997, S. 22 ff.

<sup>106</sup> Vgl. vorne V.1 und V.2.

<sup>107</sup> Vgl. vorne VI.2.

rungskette).<sup>108</sup> Was die internationale Kompatibilität anbelangt,<sup>109</sup> wies die Verfasserin bereits einleitend darauf hin, dass internationale Standards der IOSCO und des FSB Omnibus-Kunden-Kontentrennung verlangen.<sup>110</sup> Auch lohnt sich ein Blick auf die Regelungen in der EU<sup>111</sup>: Zum Schutz der Eigentumsrechte des Anlegers an Wertpapieren und anderen eigentumsähnlichen Rechten sowie der Rechte des Anlegers an den der Wertpapierfirma anvertrauten Geldern sind diese Rechte insbesondere von den Rechten der Wertpapierfirma abzugrenzen (Erwägung 51 MiFID II<sup>112</sup>). Sodann verpflichtet der mit «Organisatorische Anforderungen» betitelte Art. 16 in Abs. 8 MiFID II Wertpapierfirmen, die Kunden gehörende Finanzinstrumente halten, geeignete Vorkehrungen zu treffen, um deren Eigentumsrechte – insbesondere für den Fall der Insolvenz der Wertpapierfirma – an diesen Finanzinstrumenten zu schützen und zu verhindern, dass die Finanzinstrumente eines Kunden ohne dessen ausdrückliche Zustimmung für eigene Rechnung verwendet werden. Die delegierte Richtlinie zu MiFID II konkretisiert diese Anforderungen dahingehend, dass Risiken für Kunden im Zusammenhang mit Verrechnungs- oder Aufrechnungsrechten und/oder Sicherungsrechten der Verwah-

rungsstellen, die auch Kundenbestände erfassen können, zu begrenzen sind.<sup>113</sup> Ausserdem enthält Art. 25 Ziff. 2 der Unidroit Convention<sup>114</sup> den Grundsatz, dass bei der Verwahrungsstelle zugunsten von deren Kontoinhabern verbuchte Effekten nicht zur Deckung von Verbindlichkeiten der Verwahrungsstelle verwendet werden dürfen. Wie dies konkret erreicht werden soll, überlässt Ziff. 3 der genannten Norm dem nationalen Recht. Die Segregierung wird dabei als mögliche Lösung ausdrücklich aufgeführt (Art. 25 Ziff. 4 der Unidroit Convention).

Für die Einführung einer durchgehenden, alle Ebenen der Verwahrungskette erfassenden Pflicht zur Omnibus-Kunden-Kontentrennung würden sich entweder das BEG oder das FinfraG anbieten. Zwar ist eine solche Pflicht aufsichtsrechtlicher Natur. Aus systematischen Überlegungen und weil damit die Geltung der Omnibus-Kunden-Kontentrennungspflicht für alle Verwahrungsstellen i.S.v. Art. 4 BEG

<sup>108</sup> Vgl. zur Wettbewerbsneutralität als eine der Leitlinien bei der Umsetzung von Regulierungsmassnahmen *Reiser*, Durchsetzung (Fn 95), N 114.

<sup>109</sup> Vgl. zur internationalen Kompatibilität als eine der Leitlinien bei der Umsetzung von Regulierungsmassnahmen *Reiser*, Durchsetzung (Fn 95), N 115 ff.

<sup>110</sup> Vgl. dazu vorne I, Fn 3.

<sup>111</sup> Die folgenden Ausführungen beschränken sich im Sinne eines Ausblicks auf die Bestimmungen von MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. Nr. L 173, 12.6.2014, S. 349 ff.), welche ab 3.1.2018 anwendbar sein werden. Auf Ausführungen zum bis dahin noch geltenden Regime unter MiFID I (Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. Nr. L 145, 30.4.2004, S. 1 ff.) wird an dieser Stelle verzichtet.

<sup>112</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. Nr. L 173, 12.6.2014, S. 349 ff.

<sup>113</sup> Art. 2 Abs. 4 und Art. 3 Abs. 4 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7.4.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Errichtung bzw. Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen, ABl. Nr. L 87, 31.3.2017, S. 500 ff. Dies gilt es aufzuzeichnen und aufzubewahren (vgl. Anhang I, «Schutz des Kundenvermögens», 1. Zeile der Delegierten Verordnung [EU] 2017/565 der Kommission vom 25.4.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. Nr. L 87, 31.3.2017, S. 1 ff., wiederum mit Verweis auf die oben genannte Delegierten Richtlinie [EU] 2017/593). Art. 3 Abs. 4 der Delegierten Richtlinie zu MiFID II ist dabei insofern erwähnenswert, als er sich explizit auf die gesamte Verwahrungskette bezieht. Der besagte Absatz war in der bis anhin geltenden MiFID I Durchführungsrichtlinie (Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie) in Art. 17 noch nicht vorhanden.

<sup>114</sup> Unidroit, Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, 9.10.2009.

klargestellt würde, ist das BEG dem FinfraG vorliegender Ansicht nach aber vorzuziehen.

### 3.2 Grenzüberschreitende Verwahrungsketten

Oft führen Verwahrungsketten ins Ausland. Für die im Ausland gelegenen Verwahrungsstellen richtet sich der Schutz der Kundenbestände nach ausländischem Recht.<sup>115</sup> Bestrebungen für einheitliche internationale Lösungen waren bisher kaum erfolgreich, da die Regulierung der Effektenverwahrung international sehr unterschiedlich ausgestaltet ist. Bei der Omnibus-Kunden-Kontentrennung handelt es sich nur um eine mögliche Massnahme zur Verbesserung des Anlegerschutzes. Im Einzelfall müsste das ausländische Recht gesamtheitlich untersucht werden. Wegen der international heterogenen Regulierung wäre dies aber mit beträchtlichem Aufwand verbunden. Anstatt als Folge solcher Analysen ausländischer Rechtsordnungen schweizerischen Verwahrungsstellen z.B. die Drittverwahrung in gewissen Ländern zu verbieten, könnten schweizerische Verwahrungsstellen verpflichtet werden, mit dem ersten ausländischen Glied in der Verwahrungskette eine Omnibus-Kunden-Kontentrennung zu vereinbaren. Jedenfalls in Bezug auf die erste ausländische Drittverwahrungsstelle dürfte dies den Schutz der Kundenbestände schon verbessern. Damit würde die Verwahrung in Staaten mit anerkannten Rechtsordnungen gefördert, die bereits heute eine entsprechende Trennung der Vermögenswerte vorschreiben.<sup>116</sup> In diesen Staaten entstünden den Verwahrungsstellen durch eine solche Pflicht auch keine zusätzlichen Kosten.

### 4. Exkurs: Informationspflicht

Wie erläutert<sup>117</sup> besteht eine allgemeine Informationspflicht der Verwahrungsstelle gegenüber den Kontoinhabern betreffend die Drittverwahrung über die Anwendungsfälle von Art. 9 Abs. 2 BEG hinaus nur beim Vorliegen spezialgesetzlicher Aufklärungspflichten. Für die Einführung einer weitergehenden Informationspflicht sprechen die Risiken, die längeren Verwahrungsketten und insbesondere der Drittverwahrung im Ausland inhärent sind. Zudem können die Kontoinhaber weder die Drittverwahrung noch den Vertrag zwischen der Verwahrungsstelle und der Drittverwahrungsstelle beeinflussen. Aufgrund der bereits heute existierenden auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht würde eine solche allgemeine Informationspflicht insbesondere die bloße Konto-/ Depot-Beziehung betreffen.

Mit Blick auf die internationale Kompatibilität sehen die auf systemrelevante Institute anwendbaren *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* des FSB eine Informationspflicht gegenüber den Kunden betreffend die Art und Weise der Verwahrung von Kundenvermögen vor.<sup>118</sup> Ausserdem gelten die in Art. 24 MiFID II statuierten Informationspflichten nicht nur bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, sondern auch für sog. Nebendienstleistungen,<sup>119</sup> wozu namentlich die Depotverwahrung zählt.<sup>120</sup> Den Kunden sind u.a. angemessene Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen, Ausführungsorte sowie sämtliche Kosten und damit verbundene Gebühren rechtzeitig in der Weise zur Verfügung zu stellen, dass die Kunden nach vernünftigem Ermessen in der Lage sind, die genaue Art und die Risiken der Dienstleistung zu verstehen.<sup>121</sup>

<sup>115</sup> Vgl. für einen Überblick über verschiedene Segregierungsmodelle in Europa European Central Securities Depositories Association, Account segregation practices at European CSD's, 13.10.2015, S. 4.

<sup>116</sup> Vgl. etwa für Grossbritannien Art. 6.3.4A-1 des Client Asset Sourcebook der Financial Service Authority (CASS, verfügbar auf <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/CASS/>).

<sup>117</sup> Vgl. vorne III.

<sup>118</sup> FSB, KA 2014 (Fn 3), Annex 3, Ziff. 5.2, S. 89. Vgl. zum Anwendungsbereich KA 2014 (Fn 3), Ziff. 1, S. 5.

<sup>119</sup> Art. 24 Abs. 1 MiFID II.

<sup>120</sup> Vgl. Anhang I, Abschnitt B, Abs. 1 MiFID II.

<sup>121</sup> Art. 24 Abs. 3 i.V.m. Abs. 5 MiFID II.

Im Sinne einer Konkretisierung der auftragsrechtlichen Informationspflicht für den speziellen Fall der Verwahrung von Bucheffekten wäre das BEG als Regulierungsgefäß dem FIDLEG, einem aufsichtsrechtlichen Gesetz, vorzuziehen. Bei einer Ausweitung der Parallelität von Zivil- und Aufsichtsrecht

ist Vorsicht geboten.<sup>122</sup> Eine öffentlich-rechtliche Regulierung sollte unterbleiben, wenn dasselbe Ziel durch eine Änderung oder Ergänzung von bereits bestehenden, denselben Lebenssachverhalt regelnden, zivilrechtlichen oder zivilprozessrechtlichen Bestimmungen erreicht werden kann.<sup>123</sup>

<sup>122</sup> Vgl. zu den Voraussetzungen für (neue) Überlagerungen von Zivil- und Aufsichtsrecht *Reiser*, Durchsetzung (Fn 95), N 225 ff.; vgl. zur Parallelität von Zivil- und Aufsichtsrecht im Zusammenhang mit dem Gesetzgebungsprojekt FIDLEG *Bühler Simon/von der Crone Hans Caspar*, Trennung zwischen dem Zivilverfahren und dem Verfahren der Finanzmarktaufsicht, SZW 2013, S. 563 ff., 574.

<sup>123</sup> *Reiser*, Durchsetzung (Fn 95), N 227. Vgl. zur in Art. 9 Abs. 2 lit. e E-FIDLEG noch vorgesehenen, inzwischen durch den Ständerat gestrichenen Informationspflicht betreffend die Art und Weise der Verwahrung von Finanzinstrumenten und die damit verbundenen Risiken und Kosten vorne III.