



Lukas Glanzmann*

Neue Finanzierungsinstrumente am Beispiel von CoCos und hybriden Anleihen

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. CoCos
 - 1. Begriff und Zweck
 - 2. Bedingtes Kapital als Grundlage
 - 3. Ausschluss des Bezugsrechts
 - 4. Keine Wandelerklärung
 - 5. Verrechnungsliberierung
- III. Hybride Anleihen
 - 1. Begriff und Zweck
 - 2. Unkündbarkeit
 - 3. Rangrücktritt
 - 4. Zinszahlungen
 - 5. Verrechnungsliberierung
- IV. Schlussbemerkungen

I. Einleitung

«Finanzierungsinstrumente» sind Verträge, die gleichzeitig bei einem Unternehmen zu einem Vermögenswert und bei einem anderen entweder zu einer Verbindlichkeit oder einem Eigenkapitalinstrument führen.¹ Folglich können Finanzierungsinstrumente in Eigenkapital- und Fremdkapitalinstrumente unterteilt werden.

Eigenkapitalinstrumente sind gesellschaftsspezifisch. Selbstredend kann z.B. nur eine Aktiengesellschaft Aktien ausgeben. Hinzu kommt aber, dass nicht jeder Gesellschaftsform jede Form von Eigenkapital zur Verfügung steht. So kann z.B. nur eine Aktiengesellschaft – nicht aber eine GmbH – Anteile ohne Stimmrecht, also Partizipationsscheine ausgeben. Diese Regelung ist

nicht ohne weiteres nachvollziehbar. Das Gleiche gilt bezüglich der Tatsache, dass die GmbH kein genehmigtes oder bedingtes Kapital schaffen kann.

Fremdkapitalinstrumente sind generell verfügbar, d.h. sie können in der Regel nicht nur von einer Schuldnerin mit einer bestimmten Rechtsform aufgenommen werden. Fremdkapitalinstrumente sind z.B. Darlehen oder Obligationen.

Die Unterteilung in Eigen- und Fremdkapitalinstrumente ist bei *hybriden Finanzierungsinstrumenten* aufgeweicht.² Häufig sind diese rechtlich als Fremdkapital ausgestaltet, haben aber wirtschaftlich die Funktion von Eigenkapital. In diese Kategorie fallen z.B. hybride Anleihen oder Wandelobligationen.

In den vorliegenden Ausführungen werden zwei hybride Finanzierungsinstrumente vorgestellt, die in jüngerer Zeit wegen der Wirtschaftskrise zu Berühmtheit gelangt sind. Es sind dies aktienrechtliche CoCos und hybride Anleihen.

II. CoCos

1. Begriff und Zweck

CoCo steht als Abkürzung für *Contingent Convertible Bond*. Somit ist ein CoCo im Grunde nichts anderes als eine Wandelanleihe.³ Bemerkenswert ist, dass das an sich zentralste Element eines CoCo keine Aufnahme in die Bezeichnung dieses Finanzierungsinstruments gefunden hat: Der CoCo ist nämlich nicht eine gewöhnliche Wandelanleihe, sondern eine Pflicht-Wandelanleihe. Damit ist auch der Zweck eines CoCo schnell erschlossen: Die Emittentin gibt eine Anleihe aus, die beim Eintritt bestimmter Bedingungen in formelles Eigenkapital gewandelt wird. Dadurch wird das Eigenkapital der

* PD Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Baker & McKenzie Zürich, Privatdozent an der Universität St. Gallen, Mitglied der Eidg. Expertenkommission für das Handelsregister. Der vorliegende Text basiert auf der schriftlichen Fassung eines Referats über die Flexibilisierung von Finanzierungsinstrumenten, das der Autor anlässlich des zweiten Deutsch-österreichisch-schweizerischen Symposiums zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht vom 19. und 20. Mai 2011 am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht gehalten hat. Der Referatstext wird auch noch im Tagungsband publiziert werden. Der Autor dankt M.A. HSG Markus Wolf für die Mitarbeit. Etwaige Bemerkungen werden gerne entgegengenommen (lukas.glanzmann@bakermckenzie.com).

¹ MAX BOEMLE et al., Geld-, Bank- und Finanzmarktlexikon der Schweiz, Zürich 2002, 441 f.

² Geld-, Bank- und Finanzmarktlexikon der Schweiz (FN 1), 555.

³ THEODOR HÄRTSCH, Contingent Convertibles – Practical considerations and implementation, GesKR 2011, 193–204, 193; HANS CASPAR VON DER CRONE/LUKAS BEELER, Regelung systemrelevanter Banken aus wirtschaftsrechtlicher Sicht, ZSR 2011, 177–208, 202 f.

Gesellschaft gestärkt. Der CoCo ist daher ein typisches hybrides Finanzierungsinstrument.

Das schweizerische Parlament hat in der Herbstsession 2011 die too-big-to-fail Vorlage verabschiedet.⁴ Danach werden die CoCos neu ausdrücklich gesetzlich geregelt und zwar im Bankengesetz. Erstaunlich ist, dass im Bankengesetz nicht nur die regulatorischen Gesichtspunkte, sondern auch die handelsrechtlichen Aspekte von CoCos geregelt werden. Auch wenn dadurch eine rechtsformübergreifende Regelung der CoCos ermöglicht wird, ist dies gleichzeitig bedauerlich, weil die Einführung einer handelsrechtlichen Spezialregelung im Bankengesetz der Kohärenz der Rechtsordnung abträglich ist. Im Folgenden werden nicht primär das neue Gesetz oder die regulatorischen Aspekte von CoCos dargestellt,⁵ sondern es sollen die CoCos aus handelsrechtlicher Sicht unter geltendem Aktienrecht beurteilt werden. Eine solche Analyse rechtfertigt sich, weil immerhin ein namhaftes Institut, nämlich die Credit Suisse AG, bereits vor dem Erlass der neuen Bestimmungen ein CoCo ausgegeben hat. Hinzu kommt, dass ein CoCo als Finanzierungsinstrument auch bei Nicht-Banken eine sinnvolle Verwendung haben kann.

2. Bedingtes Kapital als Grundlage

Einer Wandelanleihe liegt üblicherweise ein bedingtes Kapital zu Grunde. Dieses muss von der Generalversammlung mit einem qualifizierten Quorum beschlossen werden.⁶ Das bedingte Kapital räumt den Gläubigern von Anleiheobligationen Wandelrechte auf den Bezug neuer Aktien ein. Das Aktienkapital erhöht sich sodann ohne weiteres im Zeitpunkt und im Umfang, als Wandelrechte ausgeübt und die Aktien durch Verrechnung liberiert werden.⁷

Wandelrechte können gemäss Art. 653 Abs. 1 OR nicht nur Anleiheobligationären, sondern auch Gläubigern von «ähnlichen Obligationen» gewährt werden. Mit der herrschenden Lehre ist davon auszugehen, dass eine «ähnliche Obligation» vorliegt, wenn Bestand und Verrechenbarkeit der Forderung sowie die Person des Gläubigers leicht feststellbar sind.⁸ Das kann anerkann-

termassen auch bei einer einzelnen Forderung der Fall sein.⁹ Somit ist es für die Schaffung eines CoCos nicht erforderlich, dass eine eigentliche Anleiheobligation ausgegeben wird; vielmehr kann ein CoCo auch von einem oder zwei Investoren gezeichnet werden.

Der Nennbetrag des bedingten Kapitals ist auf 50 % des bisherigen Aktienkapitals beschränkt.¹⁰ Damit setzt das Aktienrecht den CoCos eine betragsmässige Grenze, die je nach Zweck des CoCos und Ausgestaltung der Kapitalstruktur einschneidend sein kann. Richtigerweise wird bei den bankengesetzlichen CoCos auf eine solche Beschränkung verzichtet.¹¹

Weil nur Aktiengesellschaften ein bedingtes Kapital schaffen können, ist anderen Gesellschaftsformen die Ausgabe dieser Art von Wandelanleihen verwehrt; dies im Gegensatz zu den bankengesetzlichen CoCos, die Banken aller Rechtsformen zur Verfügung stehen.

3. Ausschluss des Bezugsrechts

Ein zentraler Punkt bei der Ausgabe von Wandelanleihen ist der Schutz der bestehenden Aktionäre. Wie bei jeder Kapitalerhöhung erfahren nämlich diejenigen Aktionäre, die sich an der Kapitalerhöhung nicht beteiligen, eine Verwässerung ihrer Stimmrechte. Daneben besteht auch das Risiko einer Verwässerung der Vermögensrechte, sofern die Kapitalerhöhung nicht zu Marktbedingungen durchgeführt wird.¹²

Weil bei einer Kapitalerhöhung aus einem bedingten Kapital das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre zwangsläufig ausgeschlossen ist,¹³ muss der Aktionärschutz zeitlich früher einsetzen.¹⁴ Deshalb räumt Art. 653c OR den bisherigen Aktionären bei der Ausgabe von Wandelobligationen ein sog. Vorwegzeichnungsrecht ein. Danach sind die Obligationen den bisherigen Aktionären entsprechend ihrer Beteiligung zur Zeichnung anzubieten.

Das Vorwegzeichnungsrecht kann beschränkt oder aufgehoben werden, wenn ein wichtiger Grund vorliegt und dadurch niemand in unsachlicher Weise begünstigt

⁴ BOTSCHAFT vom 20. April 2011 zur Änderung des Bankengesetzes (Stärkung der Stabilität im Finanzsektor; too big to fail), BBl 2011, 4717 ff.; für den Gesetzestext vgl. die Referendumsvorlage (nachfolgend «revBankG», BBl 2011, 7487 ff.). Wann die neuen Bestimmungen in Kraft treten werden, ist noch nicht bestimmt.

⁵ Vgl. dazu HÄRTSCH, (FN 3), *passim*.

⁶ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 OR.

⁷ Art. 653 Abs. 2 OR.

⁸ BBl 1983 II 745 ff., 868; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 52 N 324; ferner PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. A. Zürich/Basel/Genf 2009, § 2 N 186; BSK OR II-ISLER/ZINDEL, Art. 653 N 13; CHRISTIAN C. WENGER, Das bedingte Kapital im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1996 (= SSHW 165), 52 f.

⁹ JEAN NICOLAS DRUEY/LUKAS GLANZMANN, in: Druey (Hrsg.), Gesellschafts- und Handelsrecht, Zürich/Basel/Genf 2010, § 9 N 78 m.w.Hw.

¹⁰ Art. 653a Abs. 1 OR.

¹¹ Art. 13 Abs. 8 revBankG.

¹² BÖCKLI (FN 8), § 2 N 273; DRUEY/GLANZMANN (FN 9), § 9 N 87; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 8), § 40 N 216.

¹³ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 8), § 40 N 302; THOMAS F. LADNER, Das Vorwegzeichnungsrecht des Aktionärs unter Berücksichtigung von Corporate Governance-Aspekten, Diss. St. Gallen 1996 (= SSHW 167), 73; ANDREAS VON PLANTA, Aktionärschutz bei der bedingten Kapitalerhöhung, SZW 1992, 205–209, 207; WENGER (FN 8), 78.

¹⁴ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 8), § 40 N 303; WENGER (FN 8), 79; MICHAEL WIDMER, Das Vorwegzeichnungsrecht bei Options- und Wandelanleihen, Diss. Zürich 1996 (= SSBR 35), 23.

oder benachteiligt wird.¹⁵ Der Beschluss über den Entzug oder die Aufhebung des Vorwegzeichnungsrechts fällt grundsätzlich in den Kompetenzbereich der Generalversammlung.¹⁶ Soweit die Generalversammlung die Entzugsbefugnis an den Verwaltungsrat delegiert, muss die Statutenbestimmung über das bedingte Kapital die wichtigen Gründe mindestens in abstrakter Form angeben.¹⁷ Schliesst die Generalversammlung das Vorwegzeichnungsrecht selber aus, dann müssen die wichtigen Gründe nicht in der Statutenbestimmung genannt werden; allerdings müssen sie in die Beratung der Generalversammlung eingeflossen sein und dem Beschluss zugrunde liegen.¹⁸

Nach Lehre und Rechtsprechung liegt ein wichtiger Grund vor, wenn der Entzug des Vorwegzeichnungsrechts im Interesse der Gesellschaft liegt und für die Verfolgung des angestrebten Zwecks notwendig ist. Der Entzug darf sodann nicht gegen das Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre verstossen und muss das Prinzip der schonenden Rechtsausübung beachten.¹⁹ Ob ein wichtiger Grund vorliegt, ist im Einzelfall zu beurteilen.²⁰ Ein solcher muss nach geltendem Recht übrigens selbst dann vorliegen, wenn die Obligationen zu Marktbedingungen ausgegeben werden. Das Bundesgericht vertritt in seinem berühmten Entscheid i.S. SBG gegen BK Vision AG²¹ die Meinung, dass bei einer Transaktion zu Marktbedingungen alleine die Vermögensrechte der Aktionäre gewahrt würden. Die Beschränkung der Mitgliedschaftsrechte bedürfe jedoch einer zusätzlichen Rechtfertigung. Zudem könne das Vorwegzeichnungsrecht auch nicht einfach deshalb ausgeschlossen werden, weil es angesichts des üblicherweise eher bescheidenen Umfangs des bedingten Kapitals ohnehin nur für grössere Aktionäre praktische Bedeutung erlange. Nach Meinung des Bundesgerichts käme diese Auffassung im Ergebnis einem allgemeinen Verzicht auf das Vorwegzeichnungsrecht gleich, was mit dem Gesetz auch bei weitester Auslegung nicht zu vereinbaren wäre.²²

Diese Rechtsprechung ist grundsätzlich auch heute noch einschlägig.²³ Allerdings gibt es in der Lehre und Praxis eine klare Tendenz zur gegenteiligen Meinung,²⁴ der sich auch der Bundesrat angeschlossen hat. So bestimmt der Entwurf zur Revision des Aktienrechts,²⁵ dass das Vorwegzeichnungsrecht nicht nur aus wichtigem Grund aufgehoben oder eingeschränkt werden darf, sondern auch dann, «wenn die Aktien an der Börse kotiert sind und die Obligationen zu angemessenen Bedingungen ausgegeben werden».²⁶ Auch nach dem neuen Bankengesetz²⁷ ist ein Entzug möglich, wenn «die Pflichtwandelanleihen zu Marktbedingungen oder mit einem Abschlag ausgegeben [werden], der erforderlich ist, um eine rasche und vollständige Platzierung zu gewährleisten».²⁸ Interessanterweise scheint nach dieser Bestimmung ein wichtiger Grund nicht mehr hinreichend zu sein, um das Vorwegzeichnungsrecht aufzuheben. Immerhin muss aber auch bei einem bankengesetzlichen CoCo der Grundsatz gelten, dass durch einen Entzug des Vorwegzeichnungsrechts niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden darf, auch wenn dies so nicht ins Gesetz geschrieben worden ist.

4. Keine Wandelerklärung

Bei einer gewöhnlichen Wandelanleihe werden die Wandelrechte durch eine schriftliche Erklärung der jeweiligen Gläubiger ausgeübt.²⁹ Bei einer Pflichtwandelanleihe muss auf diese Mitwirkung des Gläubigers im Zeitpunkt der Wandlung verzichtet werden können, weil sonst die Gefahr besteht, dass es zu einer Verzögerung der Wandlung kommt und damit der Zweck der Pflichtwandelanleihe vereitelt wird.

Eine Wandlung ohne Mitwirkung der Gläubiger ist möglich, wenn schon in den Ausgabebedingungen der Wandelanleihe festgehalten wird, dass die Forderungen in Aktien gewandelt werden.³⁰ Selbstverständlich ist es

¹⁵ Art. 653c Abs. 2 und 3 OR.

¹⁶ BGE 121 III 219 E. 5b; LADNER (FN 13), 187; WENGER (FN 8), 89; WIDMER (FN 14), 151 f.

¹⁷ BGE 121 III 219 E. 5b.

¹⁸ BÖCKLI (FN 8), § 2 N 219; BSK OR II-ISLER/ZINDEL, Art. 653b N 27.

¹⁹ Zum Ganzen BGE 117 II 290 E. 4e/aa; BÖCKLI (FN 8), § 2 N 314 f.; BSK OR II-ISLER/ZINDEL, Art. 653c N 12; LADNER (FN 13), 214; VON PLANTA (FN 13), 208; WENGER (FN 8), 96 f.; WIDMER (FN 14), 136 f.

²⁰ Vgl. z.B. die Erläuterung zu Traktandum 4.1 in der Einladung zur ordentlichen Generalversammlung der Credit Suisse AG vom 29. April 2011, wonach die Gesellschaft wegen der Sicherstellung regulatorischer Vorschriften ein ausgeprägtes Interesse an einer raschen Platzierung in grossen Tranchen hat, was in der Regel ein vorgängiges Angebot an alle Aktionäre zur allfälligen Ausübung eines Vorwegzeichnungsrechts nicht erlaubt.

²¹ BGE 121 III 219 E. 5b.

²² BGE 121 III 219 E. 5b.

²³ BSK OR II-ISLER/ZINDEL, Art. 653c N 15.

²⁴ Vgl. z.B. FRANK GERHARD, Private investments in public equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, GesKR 2006, 286–307, 294 f.

²⁵ BOTSCHAFT vom 21. Dezember 2007 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht), BBl 2008, 1589 ff. Vgl. dazu auch LUKAS GLANZMANN, Die grosse Aktienrechtsrevision, in: Kunz/Jörg/Arter (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IV, Bern 2009, 211–258.

²⁶ Art. 653c Abs. 3 Ziff. 2 E-OR.

²⁷ Vgl. oben FN 4.

²⁸ Art. 13 Abs. 4 revBankG.

²⁹ Art. 653e OR. VON DER CRONE/BEELE (FN 3), 202 f.; ARTHUR MEIER-HAYOZ/HANS CASPAR VON DER CRONE, Wertpapierrecht, 2. A. Bern 2000, § 22 N 7 ff.

³⁰ BENEDIKT MAURENBRECHER, Das Darlehen als Dauerschuldverhältnis, recht 2003, 180–192, 190; RENÉ BÖSCH, Hybride Finanzinstrumente, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttrans-

dann notwendig, dass die Wandelbedingungen bereits im Zeitpunkt der Emission der Anleihe bestimmt oder bestimmbar sind. Dazu gehören einerseits die Bedingungen, bei deren Eintritt die Forderungen gewandelt werden, also der sog. «Trigger Event». Andererseits müssen auch der Ausgabebetrag der Aktien und das Wandlungsverhältnis bestimmt oder bestimmbar sein.³¹

Wie bereits erwähnt, erhöht sich bei einer gewöhnlichen Wandelanleihe das Aktienkapital ohne weiteres im Zeitpunkt und im Umfang, als Wandelrechte ausgeübt werden. Bei einer Pflichtwandelanleihe werden im Zeitpunkt der Kapitalerhöhung keine Wandelerklärungen mehr abgegeben. Vielmehr werden diese bereits im Zeitpunkt der Zeichnung der Anleihe ausgeübt und zwar unter der Voraussetzung, dass gewisse Bedingungen eintreten. Aus diesem Grund wird das Aktienkapital ohne weiteres mit dem Bedingungsantritt erhöht.³²

Sofern sich der Bedingungsantritt nicht ohne weiteres feststellen lässt, liegt es im Interesse aller Beteiligten, dass dieser klar dokumentiert wird. Dies ist etwa der Fall, wenn die Anleihe beim Erreichen gewisser Finanzkennzahlen gewandelt werden soll. In diesem Fall ist es wegen der Rechtssicherheit angezeigt, dass der Verwaltungsrat feststellt, dass die Bedingung eingetreten ist.³³ Die Emissionsbedingungen müssen dann festhalten, ob der eigentliche Bedingungsantritt oder aber die Feststellung des Verwaltungsrats das auslösende Ereignis ist, mit dem sich das Aktienkapital erhöht. Letzteren Ansatz verfolgt z.B. das Bankengesetz.³⁴

Nach der Kapitalerhöhung ist das übliche Verfahren zur Feststellung des neuen Kapitals durchzuführen: Ein zugelassener Revisionsexperte prüft, ob – und bestätigt schriftlich, dass – die Ausgabe der neuen Aktien dem Gesetz, den Statuten und einem etwaigen Emissionsprospekt entsprochen hat.³⁵ Gestützt darauf stellt der Verwaltungsrat in öffentlicher Urkunde Anzahl, Nennwert und Art der neu ausgegebenen Aktien und den Stand des Aktienkapitals fest und nimmt die nötigen Statutenanpassungen vor.³⁶ Der darauf folgende Handelsregistereintrag hat aber nur noch deklaratorische Bedeutung.³⁷

aktionen III, Zürich 2008, 39–68, 65; ferner BSK OR II-ISLER/ZINDEL, Art. 653 N 10a.

³¹ Art. 13 Abs. 3 lit. c und d revBankG.

³² Vgl. BOTSCHAFT (FN 4), 4776.

³³ Vgl. BOTSCHAFT (FN 4), 4776.

³⁴ Art. 13 Abs. 5 und 7 revBankG.

³⁵ Art. 653f OR. Auf eine Prüfungsbestätigung wird im Bankengesetz verzichtet.

³⁶ Art. 653g OR.

³⁷ BÖCKLI (FN 8), § 2 N 248; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 8), § 52 N 412; BSK OR II-ISLER/ZINDEL, Art. 653h N 4; WENGER (FN 8), 213.

5. Verrechnungsliberierung

Im Zeitpunkt der Wandlung werden die neuen Aktien durch Verrechnung mit den Forderungen der Anleihegläubiger gegenüber der Emittentin liberiert.³⁸ Dies bedingt, dass die Anleihe entweder in Schweizer Franken denominiert ist oder die zur Verrechnung gebrachten Forderungen in einer ausländischen Währung zum Umrechnungskurs im Zeitpunkt der Wandlung mindestens dem Ausgabepreis der Aktien entsprechen.³⁹

Seit einigen Jahren wird die Zulässigkeit der Verrechnungsliberierung in einer Sanierungssituation der Emittentin hinterfragt. Nach einem Teil der Lehre soll die Verrechnungsliberierung unzulässig sein, wenn die zur Verrechnung gebrachte Forderung aus Sicht des Gläubigers nicht mehr werthaltig ist.⁴⁰ Andere Autoren erachten die Verrechnungsliberierung dann als unzulässig, wenn nach Durchführung der Kapitalerhöhung das Nennkapital der Emittentin nicht durch Aktiven gedeckt ist.⁴¹ Falls diese Rechtsauffassungen zutreffen, bestünde das Risiko, dass der verrechnende Gläubiger mittels der Verrechnung seine Liberierungspflicht nicht erfüllt.⁴² Es ist offensichtlich, dass diese Rechtsfolge der Ausgabe einer Pflichtwandelanleihe hinderlich wäre, denn sie bedeutete eine eigentliche Nachschusspflicht des Gläubigers. Hinzu käme auch eine zivil- oder sogar strafrechtliche Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats.⁴³ Doch nicht nur wegen dieser praktischen, sondern auch aus rechtlichen Gründen kann diesen beiden Meinungen nicht gefolgt werden:

Vorab ist festzuhalten, dass die Verrechnungsliberierung im Schweizer Recht eine eigenständige Liberierungsform ist. Es handelt sich also nicht etwa um eine Sacheinlage der Forderung mit ihrem anschliessenden

³⁸ BÖCKLI (FN 8), § 2 N 188; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 8), § 52 N 384; BSK OR II-ISLER/ZINDEL, Art. 653 N 10; WENGER (FN 8), 43; WIDMER (FN 14), 26.

³⁹ NORA BENNINGER/PAUL THALMANN, Bares ist Wahres – Zur Liberierung in Fremdwährungen nach schweizerischem Aktienrecht, REPRAX 2003, 19–41, 32.

⁴⁰ PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 2 N 47; PETER MOSIMANN, Die Liberierung von Aktien durch Verrechnung, Diss. Basel 1978 (= BStR A 112), 68 ff.

⁴¹ BÖCKLI (FN 8), § 2 N 127–142; DOROTHEA SENN, Die Haftung des Verwaltungsrates bei der Sanierung der AG, Diss. Basel 2001 (= SSHW 209), 155 f.; CHRISTOPH K. WIDMER, Die Liberierung im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1998 (= SSHW 184), 389. RAINER BAISCH/ROLF H. WEBER, Aktienrechtliche Restriktionen bei der Kapitalerhöhung als Sanierungsmassnahme – Verbot der Einlagerückgewähr vs. Werthaltigkeitstheorie bei der Verrechnungsliberierung, SZW 2011, 416–431, 429 f., fordern *de lege ferenda* sogar die Deckung von mindestens der Hälfte des Aktienkapitals.

⁴² LUKAS GLANZMANN, Absage an die Werthaltigkeitstheorie, GesKR 2008 (Sondernummer), 15–17, 16; URS SCHENKER, Möglichkeiten zur privatrechtlichen Sanierung von Aktiengesellschaften, SJZ 2009, 485–497, 494.

⁴³ BÖCKLI (FN 8), § 2 N 137.

Untergang infolge Konfusion.⁴⁴ Weiter ist zu beachten, dass sich die buchhalterischen Vorgänge im Zusammenhang mit einer Verrechnungsliberierung einzig nach Obligationenrecht beurteilen.⁴⁵ Damit ist klargestellt, dass die Verbindlichkeit der Emittentin immer zum Nominalwert in den Büchern stehen muss, dies im Gegensatz zu gewissen anerkannten Rechnungslegungsstandards, bei denen Wertberichtigungen auch bei Passiven zulässig sind.⁴⁶ Aus Sicht der Emittentin ist demnach die Forderung, die zur Verrechnung gebracht werden soll, immer voll belastend, auch wenn sie aus Sicht des Gläubigers nicht mehr werthaltig ist. Wenn die Forderung verrechnet wird und damit die Verbindlichkeit entfällt, dann erhöht sich der Substanzwert der Emittentin genau um den Nominalbetrag der Forderung. Einzig dieser Substanzwert ist bei der Bewertung der Einlage massgebend.⁴⁷ Aus diesen Gründen hat die Frage nach der Werthaltigkeit der zur Verrechnung gebrachten Forderung im Schweizer Recht keine Berechtigung. Die neuen Aktien sind auch dann gültig liberiert, wenn die zur Verrechnung gebrachte Forderung aus Sicht des Gläubigers bzw. Aktienzeichners nicht mehr voll werthaltig ist, solange sie nur besteht und verrechenbar ist.⁴⁸

Wie bereits erwähnt, wird von anderen Autoren die Auffassung vertreten, dass nach durchgeführter Kapitalerhöhung das Aktienkapital voll gedeckt sein müsse. Würde also z.B. eine Forderung von Fr. 100 gewandelt, wenn die Emittentin eine Überschuldung von Fr. 200 aufweist, dann wäre die Emittentin nach der Kapitalerhöhung immer noch im Betrag von Fr. 100 überschuldet. Nach Ansicht dieser Autoren wäre die Kapitalerhöhung unter diesen Voraussetzungen ungültig. Meines Erachtens ist auch diese Auffassung nicht zutreffend. Das Problem, dass das Aktienkapital nach durchgeführ-

ter Kapitalerhöhung nicht voll gedeckt ist, hat nämlich nichts mit der Liberierungsart zu tun. Die genau gleiche Konstellation tritt auch ein, wenn die Kapitalerhöhung im Betrag von Fr. 100 mit Geld liberiert wird. Auch in diesem Fall besteht nach durchgeführter Kapitalerhöhung eine Überschuldung von Fr. 100. Richtigerweise zweifelt jedoch niemand an der Gültigkeit dieser Liberierung. In diesem Fall liegt allenfalls eine Konkursverschleppung vor, was aber zur Haftung des Verwaltungsrats und nicht zu einer Nachliberierungspflicht des Aktienzeichners führt.

Auch aus Sicht des Gläubigerschutzes gibt es keinen Grund, die Zulässigkeit der Verrechnungsliberierung einzuschränken. Die bisherigen Gläubiger werden nämlich in jedem Fall besser gestellt, wenn ein Gesellschafts-gläubiger seine Forderung in Eigenkapital wandelt.⁴⁹ Dies hat der Gesetzgeber schon beim Erlass der Bestimmungen über die Anleiheobligationen erkannt, ist doch deren Umwandlung in Aktien in Art. 1170 Abs. 1 Ziff. 9 OR ausdrücklich als Sanierungsmassnahme vorgesehen.

Schliesslich erfordert auch der Aktionärsschutz keine Einschränkung der Verrechnungsmöglichkeiten. Der verrechnende Gläubiger hat nämlich in jedem Fall eine Forderung, die von der Gesellschaft zum Nominalwert geschuldet wird und gegenüber den Ansprüchen der Aktionäre vorrangig ist. Aus diesem Grund werden die bisherigen Aktionäre durch eine Verrechnungsliberierung nicht schlechtergestellt.⁵⁰

Richtigerweise soll die Zulässigkeit der Verrechnungsliberierung in Sanierungssituationen im revidierten Aktienrecht ausdrücklich verankert werden.⁵¹ Leider weist der Gesetzesentwurf noch gewisse Ungereimtheiten auf, die hoffentlich im Parlament noch beseitigt werden.⁵²

Aufgrund dieser Ausführungen wird ersichtlich, dass ein CoCo auch unter geltendem Aktienrecht geschaffen werden kann. Abgesehen von wenigen Modifikationen bräuchte es für die handelsrechtlichen Aspekte eines CoCos also keine bankengesetzliche Spezialregelung.

III. Hybride Anleihen

1. Begriff und Zweck

Das zweite Finanzierungsinstrument, das nachfolgend betrachtet wird, sind die hybriden Anleihen. Im vorliegenden Zusammenhang werden als hybride Anleihen

⁴⁴ BGE 87 II 169 E. 5; LUKAS GLANZMANN, Die Schranken der Liberierung durch Verrechnung im schweizerischen Recht, ZSR 1999 I 221–240, 222 f.; WIDMER (FN 40), 381; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652c N 4a.

⁴⁵ Vgl. GLANZMANN (FN 44), 225 ff.

⁴⁶ So etwa unter IAS 39.

⁴⁷ Das ist z.B. auch im Fusionsrecht der Fall; vgl. dazu LUKAS GLANZMANN, Umstrukturierungen – Eine systematische Darstellung des schweizerischen Fusionsgesetzes, 2. A. Bern 2008, N 260f.

⁴⁸ Art. 635 Ziff. 2 OR. Gl. M. RICO A. CAMPONOVO, Aktienkapitalerhöhung durch Verrechnungsliberierung – Bestätigung der rechtlichen Zulässigkeit im Finanzierungsfalle, ST 1999, 885–890, 887 f.; DUEY/GLANZMANN (FN 9), § 8 N 18; JEAN NICOLAS DUEY, Liberierung durch Verrechnung – Muss die Gegenforderung werthaltig sein?, in: von der Crone et al. (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zöbl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 267–285, 285; GLANZMANN (FN 44), 227 ff.; PETER FORSTMOSER/HANS-UELI VOGT, Liberierung durch Verrechnung mit einer nicht werthaltigen Forderung: eine zulässige Form der Sanierung einer überschuldeten Gesellschaft?, ZSR 2003 I 531–567, 566 f.; ARMAND P. RUBLI, Sanierungsmassnahmen im Konzern aus gesellschaftsrechtlicher Sicht, Diss. Zürich 2002 (= SSHW 218), 213; SCHENKER (FN 42), 494; BSK OR II-SCHENKER, Art. 628 N 2; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652c N 4.

⁴⁹ GLANZMANN (FN 44), 229.

⁵⁰ GLANZMANN (FN 44), 234. A. M. KUNZ (FN 40), § 2 N 47–49.

⁵¹ Art. 634b Abs. 2 E-OR.

⁵² Vgl. unten III.5 sowie GLANZMANN (FN 25), 219 ff. und DERS. (FN 42), *passim*; sowie BAISCH/WEBER (FN 41), 427 ff.

Finanzierungsinstrumente verstanden, die handelsrechtlich Fremdkapital sind, unter gewissen anerkannten Rechnungslegungsstandards jedoch zum Eigenkapital zählen. Ein solches Finanzierungsinstrument kann für einen Emittenten vorteilhaft sein, weil z.B. Banken oder Ratingagenturen die meisten Finanzkennzahlen nicht aufgrund des handelsrechtlichen Abschlusses testen, sondern aufgrund eines Abschlusses nach einem anerkannten Rechnungslegungsstandard, wie z.B. IFRS. Damit können die betreffenden Gesellschaften ein höheres Eigenkapital ausweisen, ohne dass sie handelsrechtlich über dieses verfügen müssen.

2. Unkündbarkeit

Damit ein Finanzierungsinstrument unter IFRS als Eigenkapital gilt, ist erforderlich, dass es ewig läuft und durch den Gläubiger nicht gekündigt werden kann.⁵³ Eine etwaige Rückzahlung darf einzig aufgrund eines Organbeschlusses der Emittentin erfolgen.⁵⁴ Vorab stellt sich die Frage, ob eine derartige Kündigungsregelung nach Schweizer Recht zulässig ist.

Auf die Kündigung einer Anleihe sind die Regeln über das Darlehen anwendbar.⁵⁵ Nach Art. 318 OR können die Kündigungsmodalitäten eines Darlehens beliebig vereinbart werden.⁵⁶ Somit ist es grundsätzlich zulässig, die Kündigungsmöglichkeit durch den Gläubiger auszuschliessen.⁵⁷ Allerdings darf diese Kündigungsregelung nicht gegen zwingendes Recht verstossen. Mögliche Einschränkungen sind das Kündigungsrecht aus wichtigem Grund und das Verbot der übermässigen Bindung:

Dauerschuldverhältnisse können von Gesetzes wegen gekündigt werden, wenn ein wichtiger Grund vorliegt.⁵⁸ Weil es sich bei Darlehen – und somit auch bei

einer Anleihe⁵⁹ – um Dauerschuldverhältnisse handelt, können auch diese beim Vorliegen eines wichtigen Grundes gekündigt werden.⁶⁰ Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung ist ein wichtiger Grund anzunehmen, wenn das Gebundensein an den Vertrag für die Partei wegen veränderter Umstände ganz allgemein unzumutbar geworden ist.⁶¹ Eine solche Unzumutbarkeit kann nicht nur auf wirtschaftlichen Gründen basieren, sondern auch auf Umständen, welche die Persönlichkeit berühren.⁶² Während persönliche Gründe im Geschäftsverkehr kaum relevant sein dürften,⁶³ ist bei den wirtschaftlichen Gründen zu beachten, dass insbesondere die blossе Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage der Emittentin nicht als wichtiger Grund zählt.⁶⁴ Damit ist das praktische Risiko einer Kündigungsmöglichkeit aus wichtigem Grund bei ewigen Anleihen zwar nicht ausgeschlossen aber doch sehr beschränkt.

Eine andere Frage ist, ob einer Unkündbarkeit durch den Gläubiger nicht Art. 27 Abs. 2 ZGB entgegensteht. Danach kann sich niemand seiner Freiheit entäussern oder sich in ihrem Gebrauch in einem das Recht oder die Sittlichkeit verletzenden Grade beschränken. Diese Bestimmung wird unter anderem auf unkündbare oder sehr lange laufende Verträge angewendet,⁶⁵ wobei den Vertragsparteien ein sich direkt aus Art. 27 Abs. 2 ZGB ergebendes gesetzliches Kündigungsrecht zustehen soll.⁶⁶ Ein Teil der Lehre geht davon aus, dass diese Bestimmung auch auf unkündbare Darlehen anzuwenden ist.⁶⁷ Eine Anwendung von Art. 27 ZGB auf Anleihen-

⁵³ BÖSCH (FN 30), 49.

⁶⁰ BGE 128 III 428 E. 3; URS BERTSCHINGER, Die Kündigung des verzinslichen Darlehensvertrages aus wichtigem Grund, insbesondere bei Verschlechterung der Finanzlage des Borgers, SJZ 1996, 371–375, 372; GAUCH (FN 58), 195; JOACHIM GRUBER, Die Kündigung des Darlehensvertrages aus wichtigem Grund, SJZ 1996, 26–29, 28; ZK-HIGI, Art. 318 OR N 48; BK-KRAMER, Allgemeine Einleitung in das schweizerische OR, N 164; MAURENBRECHER (FN 58), 238; BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 318 N 24; HUBERT STÖCKLI, Der Kreditvertrag, in: Emmenegger (Hrsg.), Kreditrecht, Basel 2010, 1–17, 14; WOLFGANG WIEGAND/CLAUDIA GEIGER, Der Kreditvertrag vor und nach Basel II, in: Wiegand (Hrsg.), Berner Bankrechtstag 2005, Bern 2006, 99–147, 123. A. M. BK-BUCHER, Art. 27 ZGB N 342; EUGEN BUCHER, Obligationenrecht Besonderer Teil, 3. A. Zürich 1988, 197; CHRIST (FN 56), 257.

⁶¹ BGE 128 III 428 E. 3c.

⁶² BGE 128 III 428 E. 4.

⁶³ Vgl. aber z. B. BGE 128 III 428, wo der wichtige Grund bejaht wurde, weil die Darlehensgewährung in einem Zeitpunkt erfolgte, da Darleiherin und Borgerin (beide natürliche Personen) Mitglieder der gleichen spirituellen Gemeinschaft waren und einander persönlich nahe standen. Nach Austritt der Darleiherin aus der von der Borgerin angeführten Vereinigung wurde das Darlehen vorzeitig gekündigt. Der Kündigungsgrund war somit persönlicher Natur.

⁶⁴ BGE 100 II 345 E. 2b.

⁶⁵ BK-BUCHER, Art. 27 ZGB N 348–367; BSK ZGB I-HUGUENIN, Art. 27 N 15.

⁶⁶ Vgl. insb. BK-BUCHER, Art. 27 ZGB N 566–571.

⁶⁷ CHRIST (FN 56), 259; ZK-HIGI, Art. 318 OR N 25; MAURENBRECHER (FN 58), 190; DERS. (FN 58), 242 f.; BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 318 N 10. Vgl. jedoch BK-BUCHER, Art. 27 ZGB N 346.

⁵³ Vgl. IAS 32 Ziff. 16; DAVID GRÜNBERGER, IFRS 2009 – Ein systematischer Praxisleitfaden, 7. A. Wien 2009, 195 f.

⁵⁴ GRÜNBERGER (FN 53), 195 f.; EBERHARD SCHEFFLER, Eigenkapital im Jahres- und Konzernabschluss nach IFRS, Abgrenzung, Konsolidierung, Veränderung, München 2006, 38 f.

⁵⁵ BÖSCH (FN 30), 49. Vgl. auch RETO ARPAGHAUS, Die Besicherung von Anleihen, Diss. Zürich 1995 (= SSBR 28), 7; DANIEL DAENIKER, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Zürich 1992 (= SSHW 142), 21; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE (FN 29), § 20 N 1; BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 312 N 41.

⁵⁶ BERNHARD CHRIST, Der Darlehensvertrag, in: Gutzwiller et al. (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Bd. VII/2, Basel/Stuttgart 1979, 221–276, 252; ZK-HIGI, Art. 318 OR N 5; BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 318 N 8.

⁵⁷ BÖSCH (FN 30), 49.

⁵⁸ BGE 128 III 428 E. 3; BK-BUCHER, Art. 27 ZGB N 200; IVAN CHERPILLOD, La fin des contrats de durée, Lausanne 1988, N 265–271; PETER GAUCH, System der Beendigung von Dauerverträgen, Diss. Freiburg 1968 (= AISUF 34), 194 f.; BK-KRAMER, Allgemeine Einleitung in das schweizerische OR, N 164; BENEDIKT MAURENBRECHER, Das verzinsliche Darlehen im schweizerischen Recht, Diss. Bern 1995 (= ASR 565), 236 f.; MEINRAD VETTER/ROMAN S. GUTZWILLER, Voraussetzungen und Rechtsfolgen der ausserordentlichen Beendigung von Dauerschuldverhältnissen, AJP 2010, 699–714, 703 f.

sobligationen ist sicher dann nicht sachgerecht, wenn sich der Gläubiger über eine Veräusserung der Titel von seiner Anleihe trennen kann.⁶⁸ Doch auch in allen anderen Fällen ist beim kommerziellen, verzinslichen ewigen Darlehen kein Schutzbedürfnis des Darleihers nach Art. 27 ZGB auszumachen. Abgesehen davon, dass der Darleiher weiss, worauf er sich einlässt, wenn er ein ewiges Darlehen gewährt, hat er ausser der Pflicht zur ursprünglichen Hingabe seines Geldes keinerlei weitere Pflichten mehr.⁶⁹ Somit führt eine hybride Anleihe für den Darleiher zu keiner stärkeren Bindung als ein formelles Eigenkapitalinstrument. Letzteres kann z.B. bei der GmbH ebenfalls unübertragbar ausgestaltet werden⁷⁰ und enthält unter Umständen sogar noch eine Nachschusspflicht⁷¹. Dennoch wird nicht geltend gemacht, dass es in den Anwendungsbereich von Art. 27 Abs. 2 ZGB fällt. Dass der Stammanteil aus wichtigem Grund kündbar ist, gibt dem Gesellschafter auch nicht mehr Flexibilität als einem Gläubiger von unkündbaren Anleihen. Ein wichtiger Grund liegt nämlich nur vor, wenn ein Gesellschafter systematisch in seinen Minderheitsrechten unterdrückt wird.⁷²

Leider gibt es zur Frage, ob eine Anleihe unkündbar ausgestaltet werden kann, keine wegweisende Gerichtspraxis. Deshalb ist das Risiko in Kauf zu nehmen, dass ein Gericht die Unkündbarkeit der Anleihe als unzulässig erachtet. Dieses Risiko kann auch nicht dadurch vermieden werden, dass die Anleihe einem ausländischen Recht unterstellt wird. Art. 27 ZGB wird nämlich von einem grossen Teil der Lehre dem *Ordre public*⁷³ zugerechnet⁷⁴ und würde somit wieder relevant, sobald ein Schweizer Richter den Fall entscheiden müsste.

Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung und einem Teil der Lehre verjährt der Rückerstattungsanspruch des Darleihers beim unbefristeten Darlehen in Anwendung von Art. 127 i.V.m. Art. 130 Abs. 2 und Art. 318 OR innert zehn Jahren und sechs Wochen nach Aushängung der Darlehenssumme.⁷⁵ Ein anderer Teil der Lehre vertritt die Ansicht, der Rückforderungsanspruch beim unbefristeten Darlehen verjähre wie bei der Hinterlegung und beim Auftrag erst zehn Jahre nach Beendigung, also z.B. zehn Jahre nach Kündi-

gung.⁷⁶ Für das verzinsliche Darlehen ist diese Debatte von geringer praktischer Relevanz, da Zinszahlungen die Verjährung unterbrechen.⁷⁷ Einer Zinszahlung gleichzustellen ist die Ausgabe einer PIK-Note.⁷⁸ Hat jedoch die Emittentin die Möglichkeit, Zinszahlungen ohne weiteres auszusetzen, dann ist sie in den Ausgabebedingungen anderweitig zu verpflichten, periodisch ihre Schuldpflicht zu anerkennen. Andernfalls besteht das Risiko, dass die Forderung des Gläubigers verjährt, auch wenn diese nur noch auf den Residualanspruch⁷⁹ geht und sonst nicht klagbar ist.

3. Rangrücktritt

Damit das hybride Kapital seine Funktion als wirtschaftliches Eigenkapital entfalten kann, genügt es nicht, wenn es durch den Anleihensgläubiger nicht zurückgefordert werden kann. Vielmehr darf eine Befriedigung nur aus dem Residualanspruch erfolgen, d.h. in einem etwaigen Konkurs der Emittentin muss sichergestellt sein, dass das hybride Kapital gegenüber den übrigen Verbindlichkeiten der Emittentin subordinated ist.⁸⁰ Aus diesem Grund ist eine hybride Anleihe mit einem Rangrücktritt zu versehen.

Der Rangrücktritt ist in der Schweiz ein anerkanntes Instrument, um im Konkurs des Schuldners die Rangfolge innerhalb der letzten Kollokationsklasse zu modifizieren. Mit der wohl h. L. ist davon auszugehen, dass es sich dabei um einen Vertrag zu Gunsten Dritter – also der übrigen, nicht nachrangigen Gläubiger – handelt.⁸¹ Dies hat einerseits zur Folge, dass der Rangrücktritt erst unabänderlich wird, wenn diese übrigen Gläubiger erklärt haben, dass sie von ihrem Recht Gebrauch machen wollen.⁸² Andererseits können diese Dritt-Gläubiger nur jene Rechte erwerben, die ihnen in der Rangrücktrittsvereinbarung zugestanden werden. Da die ausserhalb einer Überschuldung eingegangene Rangrücktrittsvereinbarung gesetzlich nicht geregelt ist, können die Parteien einer hybriden Anleihe diese relativ frei ausgestalten. So kann z.B. ohne weiteres

⁶⁸ BÖSCH (FN 30), 52; DAENIKER (FN 55), 148; MAURENBRECHER (FN 58), 243; BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 318 N 10.

⁶⁹ BÖSCH (FN 30), 51.

⁷⁰ Art. 786 Abs. 3 OR.

⁷¹ Art. 795 OR.

⁷² Vgl. LUKAS HANDSCHIN/CHRISTOF TRUNIGER, Die neue GmbH, 2. A. Zürich 2006, § 19 N 8; BSK OR II-STÄUBLI, Art. 822 N 3.

⁷³ Art. 17 IPRG.

⁷⁴ BK-BUCHER, Art. 27 ZGB N 26; BSK ZGB I-HUGUENIN, Art. 27 N 28.

⁷⁵ BGE 91 II 442 E. 5b; 50 II 401; BUCHER (FN 60), 197; THEO GUHL/ALFRED KOLLER, in: Guhl/Schnyder/Druey (Hrsg.), Das Schweizerische Obligationenrecht, 9. A. Zürich 2000, § 45 N 25; KARL SPIRO, Die Begrenzung privater Rechte durch Verjährungs-, Verwirkungs- und Fatalefristen, Bern 1975, 61.

⁷⁶ MAURENBRECHER (FN 58), 261 ff.; BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 318 N 28; wohl auch ZK-HIGI, Art. 315 N 22.

⁷⁷ Art. 135 Ziff. 1 OR.

⁷⁸ Vgl. dazu unten III.4.

⁷⁹ Vgl. sogleich III.3.

⁸⁰ BARRY J. EPSTEIN/EVA K. JERMAKOWICZ, Wiley IFRS 2007 – Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards, Hoboken 2007, Abschnitt 17 N 41.

⁸¹ Vgl. BÖCKLI (FN 8), § 13 N 798; LUKAS GLANZMANN, Rangrücktritt oder Nachrangvereinbarung?, GesKR 2007, 6–23, 11; ANTON PESTALOZZI, Skizzen zum Rangrücktritt des Gläubigers bei Forderungen, SAG 1969, 2; JÖRG WITMER, Der Rangrücktritt im schweizerischen Aktienrecht, Diss. St. Gallen 1999, 242 f.; MARKUS DUSS, Der Rangrücktritt des Gesellschaftsgläubigers bei Aktiengesellschaften, Diss. Zürich 1971 (=ZBR 375), 40. A. M. STEFAN KNOBLOCH, Die zivilrechtlichen Risiken der Banken in der sanierungsbedürftigen Unternehmung, Diss. Zürich 2006 (=SSHW 252), 27 f.; ZK-HOMBURGER, Art. 725 OR N 1283.

⁸² Art. 112 Abs. 3 OR.

vorgesehen werden, dass die hybride Anleihe aufgrund eines Beschlusses der Emittentin zurückgezahlt werden darf, solange keine Überschuldung vorliegt.⁸³ Die übrigen Gläubiger müssen sich dann mit einer solchen Rückzahlung abfinden.

4. Zinszahlungen

Auch der Zins darf bei einer hybriden Anleihe nur im Ermessen der Emittentin geleistet werden, damit der Eigenkapitalcharakter der Anleihe nicht gefährdet wird.⁸⁴ Daneben werfen Zinszahlungen bei hybriden Anleihen aber auch gewisse rechtliche Fragen auf:

Einerseits haben hybride Anleihen regelmässig einen relativ hohen Zinssatz, weil das höhere Risiko der Investition abgegolten werden muss.⁸⁵ Bei der Festsetzung des Zinssatzes ist die etwas anachronistisch anmutende Bestimmung von Art. 73 Abs. 2 OR zu beachten, wonach die Kantone Höchstzinssatzvorschriften erlassen dürfen. Ursprünglich wurde von dieser Kompetenz rege Gebrauch gemacht und es gab sogar ein interkantonales Konkordat, das einen Höchstzinssatz von 18 % p.a. vorsah. Mit Einführung des Konsumkreditgesetzes haben die meisten Kantone diese Bestimmungen aufgehoben.⁸⁶ Nur der nicht ganz unbedeutende Kanton Zürich bekräftigte bei dieser Gelegenheit, dass der Zinssatz für nicht grundpfandgesicherte und nicht dem KKG unterliegende Darlehen 18 % p.a. nicht übersteigen darf.⁸⁷ Unklar ist, wann diese Bestimmung zur Anwendung kommt, d.h. ob nur eine oder beide Parteien des Darlehensverhältnisses im Kanton Zürich domiziliert sein müssen.

Zinssätze über 18 % p.a. sind aber auch aus anderem Grund problematisch. Das Bundesgericht hat solche Zinssätze schon als gegen die guten Sitten verstossend betrachtet.⁸⁸ Ob eine Zinsvereinbarung gegen die guten Sitten verstösst, ist jedoch im Einzelfall zu beurteilen. Dies bedeutet, dass in einem bestimmten Marktumfeld auch Zinssätze von über 18 % p.a. zulässig sein müssen.⁸⁹ Dennoch vertreten gewisse Autoren die Meinung, dass in der Schweiz eine implizite Zinsobergrenze von ca. 18–20 % p.a. gelte.⁹⁰ Daher besteht ein Risiko, dass Zinssätze von über 18 % p.a. als sittenwidrig betrachtet werden und deshalb ungültig sind⁹¹ und zwar auch ausserhalb des Anwendungsbereichs des Konsumkre-

ditgesetzes. Sowohl im Falle einer Ungültigkeit infolge Sittenwidrigkeit als auch wegen Verstosses gegen eine kantonale Höchstzinssatzvorschrift muss der Zinssatz auf das zulässige Mass reduziert werden (geltungserhaltende Reduktion).⁹²

Nicht nur die Höhe der Zinsen kann zu Problemen führen, sondern auch die Modalitäten ihrer Bezahlung. In der Praxis werden Zinszahlungen bei hybriden Anleihen häufig ausgesetzt, wenn die wirtschaftlichen Verhältnisse der Emittentin dies gebieten. Aus rechtlicher Sicht ist dies grundsätzlich unproblematisch.⁹³ Problematischer ist hingegen, wenn die Zinsen in der Form von *Payments-in-Kind* geleistet werden. Dabei wird dem Gläubiger eine sog. PIK-Note gutgeschrieben, d.h. die Zinszahlung wird in der Form einer zinstragenden Note geleistet. Im Grunde stellt dies nichts anderes als eine Zinseszinsvereinbarung dar.⁹⁴ Solche Vereinbarungen sind aber nach Art. 314 Abs. 3 OR nur sehr eingeschränkt zulässig. Obwohl das Zinseszinsverbot ursprünglich den Schutz des geschäftlich unerfahrenen Borgers bezweckte, wurde es mit Einführung des Konsumkreditgesetzes nicht etwa abgeschafft. Damit gilt es grundsätzlich auch heute noch und zwar selbst für den geschäftserfahrenen Borger, ausser bei kaufmännischen Zinsberechnungen im Kontokorrent und ähnlichen Geschäftsformen, bei denen die Berechnung von Zinseszinsen üblich ist, wie namentlich bei Sparkassen.⁹⁵ Leider gibt es keine Präjudizien, welche die in der Lehre vertretene Auffassung bestätigen, dass das Zinseszinsverbot nicht gelten soll, wenn der Borger ähnlich professionell ist wie eine Sparkasse.⁹⁶ Deshalb müssen strukturelle Massnahmen sicherstellen, dass eine PIK-Note nicht in den Anwendungsbereich des Zinseszinsverbots fällt. Weil dieses nur auf die *vorherige* Übereinkunft einer Zinseszinsvereinbarung Anwendung findet, ist die Kapitalisierung von bereits verfallenen Zinsen zulässig.⁹⁷ Das Zinseszinsverbot wird somit dann nicht verletzt, wenn der Gläubiger nach der Fälligkeit der

⁸³ GLANZMANN (FN 81), 11; BÖSCH (FN 30), 57.

⁸⁴ BÖSCH (FN 30), 61; GRÜNBERGER (FN 53), 196.

⁸⁵ BÖSCH (FN 30), 55.

⁸⁶ ALEXANDER BLAESER, Die Zinsen im schweizerischen Obligationenrecht, Geltendes Recht und Vorschlag für eine Revision, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2011 (= SGRW 20), 72.

⁸⁷ § 215 Abs. 1 EG zum ZGB, OS 230.

⁸⁸ Vgl. z.B. BGE 93 II 189.

⁸⁹ BLAESER (FN 86), 53.

⁹⁰ CHRIST (FN 56), 248.

⁹¹ Art. 20 Abs. 1 OR.

⁹² BGE 93 II 189; 80 II 327 E. 4a; BLAESER (FN 86), 54, 71; MAURENBRECHER (FN 58), 66 f.; INGEBORG SCHWENZER, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 5. A. Bern 2009, N 10.13. Anders im Anwendungsbereich des KKG, wo der Borger zwar die bereits empfangene oder beanspruchte Kreditsumme bis zum Ablauf der Kreditdauer zurückzahlen hat, aber weder Zinsen noch Kosten schuldet (Art. 15 Abs. 2 KKG).

⁹³ Vgl. allerdings oben III.2.

⁹⁴ Vgl. dazu LUKAS GLANZMANN, Das Zinseszinsverbot beim Darlehen, in: Rechtswissenschaftliche Abteilung der Universität St. Gallen (HSG) (Hrsg.), Rechtliche Rahmenbedingungen des Wirtschaftsstandortes Schweiz, Festschrift 25 Jahre juristische Abschlüsse an der Universität St. Gallen (HSG), Zürich 2007, 433–444, 433.

⁹⁵ Art. 314 Abs. 3 OR (zweiter Teilsatz).

⁹⁶ GLANZMANN (FN 94), 443. Vgl. auch PETER GAUCH/WALTER R. SCHLUEP/SUSAN EMMENEGGER, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 9. A. Zürich 2008, Bd. II, N 2365, die das Zinseszinsverbot von Art. 314 Abs. 3 OR als «praktisch unwirksam» bezeichnen.

⁹⁷ Sog. *anatosis separatus*; GLANZMANN (FN 94), 444; ZK-HIGI, Art. 314 OR N 39; BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER,

Zinsen wählen kann, ob er die Zinsen stunden oder zum Kapital schlagen will.⁹⁸

5. Verrechnungsliberierung

Auch bei hybriden Anleihen kann das Bedürfnis bestehen, diese in formelles Eigenkapital zu wandeln. Bezüglich der Zulässigkeit der Verrechnungsliberierung stellen sich dabei grundsätzlich die gleichen Fragen wie bei der Pflichtwandelanleihe.⁹⁹ Hinzu kommen aber noch zwei weitere Punkte:

Zum einen wird geltend gemacht, dass subordinierte Forderungen nicht zur Verrechnung gebracht werden können, da diese Forderungen nicht erfüllbar und deshalb auch nicht verrechenbar seien.¹⁰⁰ Dazu ist anzumerken, dass die subordinierte Forderung bei einer hybriden Anleihe in der Regel immer erfüllbar ist, sofern die Erfüllung auf einem Organbeschluss der Emittentin beruht. Doch selbst wenn die Forderung aufgrund der Rangrücktrittsvereinbarung während einer gewissen Zeit nicht erfüllbar wäre, könnte sie in einer Kapitalerhöhung verrechnet werden. Die Verrechnungsliberierung ist nämlich keine einseitige Verrechnungserklärung, sondern ein Verrechnungsvertrag.¹⁰¹ Durch die Vereinbarung, dass die Aktien mittels Verrechnung liberiert werden, wird eine etwaig vereinbarte Stundung bzw. Nichterfüllbarkeit der Forderung implizit aufgehoben. Auch Aspekte des Gläubiger- oder Aktionärschutzes sprechen nicht gegen eine solche Verrechnung, denn diese Gruppen werden durch eine Verrechnung nicht schlechter gestellt.¹⁰² Insbesondere ist zu beachten, dass auch eine nachrangige Verbindlichkeit immer noch eine Verbindlichkeit ist, die den Ansprüchen der Aktionäre vorgeht.¹⁰³

Ein zweiter Punkt ist die Verrechnung mit gestundeten Zinsen. Unter geltendem Recht können Forderungen ungeachtet ihres Entstehungsgrundes verrechnet werden, solange sie bestehen und verrechenbar sind.¹⁰⁴ Im Entwurf zur Aktienrechtsrevision wird nun vorgeschlagen, dass Forderungen nur noch verrechnet werden dürfen, wenn die ihnen zugrunde liegenden Leistungen Gegenstand einer Bareinlage oder einer Sacheinlage sein könnten.¹⁰⁵ Aufgelaufene Zinsen würden diese Voraussetzung nicht erfüllen.¹⁰⁶ Es gibt keinen Grund, aufge-

laufene Zinsen nicht zur Verrechnung zuzulassen, denn diese sind von der Gesellschaft ja tatsächlich geschuldet. Es bleibt daher zu hoffen, dass dieser Vorschlag nicht zum Gesetz erhoben wird.¹⁰⁷

IV. Schlussbemerkungen

Das Thema dieses Beitrags sind neue Finanzierungsinstrumente. Die Ausführungen am Beispiel der CoCos und der hybriden Anleihen zeigen, dass das Schweizer Recht auch für innovative Finanzierungsinstrumente viel Spielraum lässt. Allerdings bestehen in gewichtigen Punkten rechtliche Unsicherheiten, deren Beseitigung wünschenswert wäre. Doch ist beim Ruf nach dem Gesetzgeber immer auch Vorsicht geboten, denn nicht jede Gesetzesnovelle führt tatsächlich zu den gewünschten Ergebnissen. Hin und wieder wird dabei auch ein Schritt zurück gemacht und anstatt einer Flexibilisierung erfolgt eine Zementierung. Dies ist insbesondere dann bedauerlich, wenn die bisherige Regelung flexibel war und zu keinen Diskussionen Anlass gegeben hat.

Art. 314 OR N 7; BK-WEBER, Art. 105 OR N 27. A. M. MAURENBRECHER (FN 58), 206.

⁹⁸ GLANZMANN (FN 94), 439 f.

⁹⁹ Vgl. oben II.5.

¹⁰⁰ BÖCKLI (FN 8), § 2 N 126.

¹⁰¹ GLANZMANN (FN 44), 224.

¹⁰² Vgl. oben II.5. Gl. M. BAISCH/WEBER (FN 41), 427.

¹⁰³ Vgl. BGer 4C.58/2007 vom 25. Mai 2007, E. 4.3; BGer 4A.277/2010 vom 2. September 2010, E. 2.3.

¹⁰⁴ Art. 635 Ziff. 2 OR.

¹⁰⁵ Art. 634b Abs. 1 Satz 2 E-OR.

¹⁰⁶ GLANZMANN (FN 25), 219; DERS. (FN 52), 15. Gl. M. BAISCH/WEBER (FN 41), 429.

¹⁰⁷ GLANZMANN (FN 25), 219. Gl. M. BAISCH/WEBER (FN 41), 429 f.