Aktuelle Entwicklungen im deutschen, österreichischen und schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2012

Herausgegeben von

Holger Fleischer, Susanne Kalss
und Hans-Ueli Vogt

Mohr Siebeck

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Holger Fleischer ist Direktor des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg.

Susanne Kalss ist Universitätsprofessorin am Institut für Zivil- und Unternehmensrecht an der Wirtschaftsuniversität Wien.

Hans-Ueli Vogt ist Professor für Handels-, Wirtschafts- und Immaterialgüterrecht an der Universität Zürich.

ISBN 978-3-16-152581-0

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über *http://dnb.dnb.de* abrufbar.

© 2013 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Inhaltsverzeichnis

Christoph B. Bühler
„Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance“:
Anpassungsbedarf im Spiegel der internationalen Entwicklung.
Vier Vorschläge „de praxi melioranda“ und ein „caveat“ 1

Peter O. Mülbert
Rechtsfragen rund um den Deutschen Corporate Governance Kodex 23

Diskussion (*Klaus Ulrich Schmolke*) 61

Holger Fleischer
Entwicklungslinien des aktienrechtlichen Beschlussmängelrechts.
Rechtsvergleichung – Dogmengeschichte – Reformvorschläge 67

Diskussion (*Frauke Wedemann*) 167

Martin Winner
Acting in concert im österreichischen Übernahmerecht.
Einige rechtsvergleichende Anmerkungen 171

Diskussion (*Klaus Ulrich Schmolke*) 197

Martin Schauer
Schuldrechtliche Nebenabreden im österreichischen
Gesellschaftsrecht 201

Jan Lieder
Schuldrechtliche Nebenabreden im deutschen Gesellschaftsrecht 231

Diskussion (*Frauke Wedemann*) 263

Lukas Glanzmann
Flexibilisierung der Finanzierungsinstrumente am Beispiel
von CoCos und hybriden Anleihen 267

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Georg Eckert
Flexibilisierung der Finanzierungsinstrumente
im österreichischen Gesellschaftsrecht 287

Diskussionsbericht (*Marlen Thaten*) 307

Autorenverzeichnis 311

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Flexibilisierung der Finanzierungsinstrumente am Beispiel von CoCos und hybriden Anleihen

LUKAS GLANZMANN*

I. Einleitung 267
II. CoCos 270
1. Begriff und Zweck 270
2. Bedingtes Kapital als Grundlage 271
3. Ausschluss des Bezugsrechts 272
4. Keine Wandelerklärung 274
5. Verrechnungsliberierung 275
III. Hybride Anleihen 278
1. Begriff und Zweck 278
2. Unkündbarkeit 278
3. Rangrücktritt 282
4. Zinszahlungen 283
5. Verrechnungsliberierung 285
IV. Schlussbemerkungen 286

I. Einleitung

„Finanzierungsinstrumente" sind Verträge, die gleichzeitig bei einem Unternehmen zu einem Vermögenswert und bei einem anderen entweder zu

* Beim vorliegenden Text handelt es sich um die schriftliche Fassung eines Referats, 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. Eine leicht gekürzte Version dieses Texts wurde unter dem Titel „Neue Finanzierungsinstrumente am Beispiel von CoCos und hybriden Anleihen" in der Schweizerischen Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen (GesKR) 2011, 489–497, publiziert. Der Autor dankt M.A. HSG Markus Wolf für die Mitarbeit. Etwaige Bemerkungen werden gerne entgegengenommen <lukas.glanzmann@bakermckenzie.com>.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

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.

Vorliegend geht es um die „Flexibilisierung" von Finanzierungsinstrumenten. In den letzten Jahren wurden im Schweizer Kapitalgesellschaftsrecht einige Flexibilisierungen vorgenommen. Dazu zählen die Folgenden:

- Der Mindestnennwert einer Aktie wurde kontinuierlich von Fr. 100 auf einen Rappen gesenkt.[3]
- Der Mindestnennwert eines Stammanteils wurde von Fr. 1'000 auf Fr. 100 gesenkt.[4]
- Seit der GmbH-Revision ist es möglich, dass ein Gesellschafter mehrere Stammanteile hält; diese müssen also nicht mehr zusammengelegt werden.[5]
- Die Handelsregisterämter anerkennen seit kurzem die gestaffelte Kapitalherabsetzung.[6]

---

[1] *Boemle/Gsell/Jetzer/Nyfeller/Thalmann*, Geld-, Bank- und Finanzmarktlexikon der Schweiz, 2002, S. 441 f.

[2] *Boemle/Gsell/Jetzer/Nyfeller/Thalmann* (Fn. 1), S. 555.

[3] Art. 622 Abs. 4 OR. In der Aktienrechtsrevision von 1991 wurde der Mindestnennwert von Fr. 100 auf Fr. 10 herabgesetzt (vgl. BBl. 1991, 1476 ff., 1476). Die zweite Herabsetzung auf den derzeit gültigen Mindestnennwert von einem Rappen fand im Jahre 2000 statt (vgl. BBl. 2000, 6113).

[4] Art. 774 Abs. 1 OR. Die Herabsetzung erfolgte im Rahmen der GmbH-Revision von 2005 (vgl. BBl. 2005, 7289 ff., 7296).

[5] Art. 790 Abs. 2 Ziff. 2 OR. Vgl. auch die Botschaft vom 19. Dezember 2001 zur Revision des Obligationenrechts, BBl. 2002, 3148 ff., 3160.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Daneben werden in der großen Aktienrechtsrevision[7] weitere Änderungen vorgeschlagen, wobei im heutigen Zeitpunkt nicht absehbar ist, ob und wann diese in Kraft treten werden. Auch können nicht alle Änderungen als Flexibilisierungen gewertet werden. Zu den vorgeschlagenen Änderungen gehören namentlich die Folgenden:

- Der Mindestnennwert einer Aktie soll von heute einem Rappen weiter reduziert werden; in Zukunft muss dieser nur noch größer als null Rappen sein.[8]
- Börsenkotierte Aktien sollen gestützt auf ein qualifiziertes Quorum zusammengelegt werden können.[9]
- Die Zulässigkeit der Verrechnungsliberierung in Sanierungssituationen soll ausdrücklich geregelt werden.[10]
- Der Ausschluss des Bezugsrechts wird teils erleichtert und teils erschwert.[11]
- Es soll ein Kapitalband eingeführt werden, womit die genehmigte Kapitalerhöhung mit einer genehmigten Kapitalherabsetzung ergänzt wird.[12]
- Sofern die Partizipationsscheine an einer Börse kotiert sind, soll das Partizipationskapital in der Höhe nicht mehr auf das Doppelte des Aktienkapitals begrenzt sein.[13]
- Die Schwelle für den Erwerb eigener Aktien infolge einer Auflösungsklage soll von 10% auf 20% gehoben werden.[14]
- Das Agio soll neu einer Kapitalreserve zugewiesen werden, die nicht an die Aktionäre ausgeschüttet werden darf.[15]
- Die Zulässigkeit von Zwischendividenden soll ausdrücklich geregelt werden.[16]

---

[6] *Siffert/Zihler*, Herabsetzung des Aktienkapitals unter besonderer Berücksichtigung der gestaffelten Kapitalherabsetzung, Jusletter vom 29. Juni 2009, Rn. 30–52.

[7] 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 *Glanzmann*, in: Kunz/Jörg/Arter (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IV, 2009, S. 211–258.

[8] Art. 622 Abs. 4 E-OR.

[9] Art. 623 Abs. 2 E-OR.

[10] Art. 634b Abs. 2 E-OR; vgl. unten II.5. und III.5.

[11] Art. 652b Abs. 4 und 5 E-OR führen zu einer Erschwerung (vgl. dazu *Glanzmann*, in: Kunz/Jörg/Arter (Fn. 7), S. 211, 222 f.), Art. 653c Abs. 3 Ziff. 2 E-OR zu einer Erleichterung (vgl. dazu unten II.3.).

[12] Art. 653s-653y E-OR.

[13] Art. 656b Abs. 1 E-OR.

[14] Art. 659 Abs. 3 E-OR.

[15] Art. 671 Abs. 2 E-OR; vgl. zur Relevanz dazu auch *Glanzmann*, SZW 83 (2011), 229, 245.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Die vorliegenden Ausführungen können keinen systematischen Überblick über sämtliche möglichen, erfolgten und wünschenswerten Flexibilisierungen von Finanzierungsinstrumenten geben. Vielmehr werden einige Normen anhand von zwei konkreten Finanzierungsinstrumenten diskutiert, die in jüngster Zeit wegen der Wirtschaftskrise zu Berühmtheit gelangt sind. Es sind dies aktienrechtliche CoCos und hybride Anleihen. Gestützt darauf soll gezeigt werden, ob die geltenden und künftigen Regelungen genügend flexibel sind und inwiefern weiterer Reformbedarf besteht. Dabei wird jeweils davon ausgegangen, dass eine Aktiengesellschaft Emittentin der entsprechenden Finanzierungsinstrumente ist.

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.[17] 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 Gesellschaft gestärkt. Der CoCo ist daher ein typisches hybrides Finanzierungsinstrument.

Das Schweizer Parlament hat in der Herbstsession 2011 die too-big-to-fail Vorlage verabschiedet.[18] 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

[16] Art. 675a E-OR.

[17] *Härtsch*, GesKR 2011, 193; *von der Crone/Beeler*, ZSR 130 (2011), 177, 202 f.; *Bösch/Leisinger*, SZW 2012, 5.

[18] 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 (BBl. 2011, 7487 ff.). Die neuen Bestimmungen sind auf den 1. März 2012 in Kraft getreten.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

oder die regulatorischen Aspekte von CoCos dargestellt,[19] 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.[20] Das bedingte Kapital räumt den Gläubigern von Anleihensobligationen 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.[21]

Wandelrechte können gemäß Art. 653 Abs. 1 OR nicht nur Anleihensobligationären, 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.[22] Das kann anerkanntermaßen auch bei einer einzelnen Forderung der Fall sein.[23] Somit ist es für die Schaffung eines CoCos nicht erforderlich, dass eine eigentliche Anleihensobligation 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.[24] 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.[25]

---

[19] Vgl. dazu *Härtsch*, GesKR 2011, 193, passim.

[20] Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 OR.

[21] Art. 653 Abs. 2 OR.

[22] BBl. 1983 II, 745 ff., 868; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, 1996, § 52 Rn. 324; ferner *Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., 2009, § 2 Rn. 186; *Isler/Zindel*, in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 3. Aufl., 2008, Art. 653 Rn. 13; *Wenger*, Das bedingte Kapital im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1996 (= SSHW 165), S. 52 f.

[23] *Druey/Glanzmann*, in: Druey (Hrsg.), Gesellschafts- und Handelsrecht, 2010, § 9 Rn. 78 m.w.Hw.

[24] Art. 653a Abs. 1 OR.

[25] Art. 13 Abs. 8 BankG.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

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.[26]

Weil bei einer Kapitalerhöhung aus einem bedingten Kapital das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre zwangsläufig ausgeschlossen ist,[27] muss der Aktionärsschutz zeitlich früher einsetzen.[28] 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 oder benachteiligt wird.[29] Der Beschluss über den Entzug oder die Aufhebung des Vorwegzeichnungsrechts fällt grundsätzlich in den Kompetenzbereich der Generalversammlung.[30] Soweit die Generalversammlung die Entzugsbefugnis an den Verwaltungsrat delegiert, muss die Statutenbestimmung über das bedingte Kapital die wichtigen Gründe mindestens in abstrakter Form angeben.[31] Schließt die Generalversammlung das Vorwegzeichnungsrecht selber aus, dann müssen die wichtigen Gründe nicht in der Statutenbestimmung genannt werden; allerdings müssen sie in

---

[26] *Böckli* (Fn. 22), § 2 Rn. 273; *Druey/Glanzmann*, in: Druey (Fn. 23), § 9 Rn. 87; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 22), § 40 Rn. 216.

[27] *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 22), § 40 Rn. 302; *Ladner*, Das Vorwegzeichnungsrecht des Aktionärs unter Berücksichtigung von Corporate Governance-Aspekten, Diss. St. Gallen 1996 (= SSHW 167), S. 73; *v. Planta*, SZW 64 (1992), 205, 207; *Wenger* (Fn. 22), S. 78.

[28] *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 22), § 40 Rn. 303; *Wenger* (Fn. 22), S. 79; *Widmer*, Das Vorwegzeichnungsrecht bei Options- und Wandelanleihen, Diss. Zürich 1996 (= SSBR 35), S. 23.

[29] Art. 653c Abs. 2 und 3 OR.

[30] BGE 121 III 219 E. 5b; *Ladner* (Fn. 27), S. 187; *Wenger* (Fn. 22), S. 89; *Widmer* (Fn. 28), S. 151 f.

[31] BGE 121 III 219 E. 5b.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

die Beratung der Generalversammlung eingeflossen sein und dem Beschluss zugrunde liegen.[32]

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.[33] Ob ein wichtiger Grund vorliegt, ist im Einzelfall zu beurteilen.[34] 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 AG[35] 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.[36]

Diese Rechtsprechung ist grundsätzlich auch heute noch einschlägig.[37] Allerdings gibt es in der Lehre und Praxis eine klare Tendenz zur gegenteiligen Meinung,[38] der sich auch der Bundesrat angeschlossen hat. So bestimmt der Entwurf zur Revision des Aktienrechts, 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".[39] Auch nach dem neuen Bankengesetz[40] ist ein Entzug möglich,

---

[32] *Böckli* (Fn. 22), § 2 Rn. 219; *Isler/Zindel*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 22), Art. 653b Rn. 27.

[33] Zum Ganzen BGE 117 II 290 E. 4e/aa; *Böckli* (Fn. 22), § 2 Rn. 314 f.; *Isler/Zindel*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 22), Art. 653c Rn. 12; *Ladner* (Fn. 27), S. 214; *v. Planta*, SZW 64 (1992), 205, 208; *Wenger* (Fn. 22), S. 96 f.; *Widmer* (Fn. 28), S. 136 f.

[34] 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 Vorschiften 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.

[35] BGE 121 III 219 E. 5b.

[36] BGE 121 III 219 E. 5b.

[37] *Isler/Zindel*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 22), Art. 653c Rn. 15.

[38] Vgl. z.B. *Gerhard*, GesKR 2006, 286, 294 f.

[39] Art. 653c Abs. 3 Ziff. 2 E-OR.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

wenn „die Pflichtwandelanleihen zu Marktbedingungen oder mit einem Abschlag ausgegeben [werden], der erforderlich ist, um eine rasche und vollständige Platzierung zu gewährleisten".[41] 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.[42] 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.[43] Selbstverständlich ist es 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". Anderseits müssen auch der Ausgabebetrag der Aktien und das Wandlungsverhältnis bestimmt oder bestimmbar sein.[44]

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

[40] Vgl. oben Fn. 18.

[41] Art. 13 Abs. 4 BankG.

[42] Art. 653e OR. *von der Crone/Beeler*, ZSR 130 (2011), 177, 202 f.; *Meier-Hayoz/von der Crone*, Wertpapierrecht, 2. Aufl., 2000, § 22 Rn. 7 ff.

[43] *Maurenbrecher*, recht 2003, 180, 190; *Bösch*, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen III, 2008, S. 39, 65; *Bösch/Leisinger* SZW 2012, 13; ferner *Isler/Zindel*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 22), Art. 653 Rn. 10a.

[44] Art. 13 Abs. 3 lit. c und d BankG.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

eintreten. Aus diesem Grund wird das Aktienkapital ohne weiteres mit dem Bedingungseintritt erhöht.[45]

Sofern sich der Bedingungseintritt 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.[46] Die Emissionsbedingungen müssen dann festhalten, ob der eigentliche Bedingungseintritt oder aber die Feststellung des Verwaltungsrats das auslösende Ereignis ist, mit dem sich das Aktienkapital erhöht. Letzteren Ansatz verfolgt z.B. das Bankengesetz.[47]

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.[48] 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.[49] Der darauf folgende Handelsregistereintrag hat aber nur noch deklaratorische Bedeutung.[50]

5. Verrechnungsliberierung

Im Zeitpunkt der Wandlung werden die neuen Aktien durch Verrechnung mit den Forderungen der Anleihensgläubiger gegenüber der Emittentin liberiert.[51] 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.[52]

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

---

[45] Vgl. Botschaft, BBl. 2011, 4717 ff., 4776.

[46] Vgl. Botschaft, BBl. 2011, 4717 ff., 4776.

[47] Art. 13 Abs. 5 und 7 BankG.

[48] Art. 653f OR. Auf eine Prüfungsbestätigung wird im Bankengesetz verzichtet.

[49] Art. 653g OR.

[50] *Böckli* (Fn. 22), § 2 Rn. 248; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 22), § 52 Rn. 412; *Isler/Zindel*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 22), Art. 653h Rn. 4; *Wenger* (Fn. 22), S. 213.

[51] *Böckli* (Fn. 22), § 2 Rn. 188; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 22), § 52 Rn. 384; *Isler/Zindel*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 22), Art. 653 Rn. 10; *Wenger* (Fn. 22), S. 43; *Widmer* (Fn. 28), S. 26.

[52] *Benninger/Thalmann*, REPRAX 2003, 19, 32.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Verrechnung gebrachte Forderung aus Sicht des Gläubigers nicht mehr werthaltig ist.[53] Andere Autoren erachten die Verrechnungsliberierung dann als unzulässig, wenn nach Durchführung der Kapitalerhöhung das Nennkapital der Emittentin nicht durch Aktiven gedeckt ist.[54] Falls diese Rechtsauffassungen zutreffen, bestünde das Risiko, dass der verrechnende Gläubiger mittels der Verrechnung seine Liberierungspflicht nicht erfüllt.[55] 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.[56] 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 Untergang infolge Konfusion.[57] Weiter ist zu beachten, dass sich die buchhalterischen Vorgänge im Zusammenhang mit einer Verrechnungsliberierung einzig nach Obligationenrecht beurteilen.[58] 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.[59] 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 maß-

[53] *Kunz*, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, 2001, § 2 Rn. 47; *Mosimann*, Die Liberierung von Aktien durch Verrechnung, Diss. Basel 1978 (= BStR A 112), S. 68–70.

[54] *Böckli* (Fn. 22), § 2 Rn. 127–142; *Senn*, Die Haftung des Verwaltungsrates bei der Sanierung der AG, Diss. Basel 2001 (= SSHW 209), S. 155 f.; *Widmer*, Die Liberierung im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1998 (= SSHW 184), S. 389. *Baisch/Weber*, SZW 83 (2011), 416, 429 f., fordern *de lege ferenda* sogar die Deckung von mindestens der Hälfte des Aktienkapitals.

[55] *Glanzmann*, GesKR 2008 Sondernummer, 15, 16; *Schenker*, SJZ 105 (2009), 485, 494.

[56] *Böckli* (Fn. 22), § 2 Rn. 137.

[57] BGE 87 II 169 E. 5; *Glanzmann*, ZSR 118 (1999) I, 222 f.; *Widmer* (Fn. 54), S. 381; *Isler/Zindel*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 22), Art. 652c Rn. 4a.

[58] Vgl. *Glanzmann*, ZSR 118 (1999) I, 222, 225–227.

[59] So etwa unter IAS 39.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

gebend.[60] 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.[61]

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 durchgeführter 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 Gesellschaftsgläubiger seine Forderung in Eigenkapital wandelt.[62] Dies hat der Gesetzgeber schon beim Erlass der Bestimmungen über die Anleihensobligationen 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

---

[60] Das ist z.B. auch im Fusionsrecht der Fall; vgl. dazu *Glanzmann*, Umstrukturierungen – Eine systematische Darstellung des schweizerischen Fusionsgesetzes, 2. Aufl., 2008, Rn. 260 f.

[61] Art. 635 Ziff. 2 OR. *Camponovo*, ST 1999, 885, 887 f.; *Druey/Glanzmann*, in: Druey (Fn. 23), § 8 Rn. 18; *Druey*, FS Zobl, 2004, S. 267, 285; *Glanzmann*, ZSR 118 (1999) I, 222, 227–234 *Forstmoser/Vogt*, ZSR 122 (2003) I, 566 f.; *Rubli*, Sanierungsmassnahmen im Konzern aus gesellschaftsrechtlicher Sicht, Diss. Zürich 2002 (= SSHW 218), S. 213; *Schenker*, SJZ 105 (2009), 485, 494; *Isler/Zindel*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 22), Art. 652c Rn. 4.

[62] *Glanzmann*, ZSR 118 (1999) I, 222, 229.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

geschuldet wird und gegenüber den Ansprüchen der Aktionäre vorrangig ist. Aus diesem Grund werden die bisherigen Aktionäre durch eine Verrechnungsliberierung nicht schlechtergestellt.[63]

Richtigerweise soll die Zulässigkeit der Verrechnungsliberierung in Sanierungssituationen im revidierten Aktienrecht ausdrücklich verankert werden.[64] Leider weist der Gesetzesentwurf noch gewisse Ungereimtheiten auf, die hoffentlich im Parlament noch beseitigt werden.[65]

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 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.[66] Eine etwaige Rückzahlung darf einzig aufgrund eines

[63] *Glanzmann*, ZSR 118 (1999) I, 222, 234. *Kunz* (Fn. 53), § 2 Rn. 47–49.

[64] Art. 634b Abs. 2 E-OR.

[65] Vgl. unten III.5. sowie *Glanzmann*, in: Kunz/Jörg/Arter (Fn. 7), S. 211, 219–222 und *ders.*, GesKR 2008 Sondernummer, 15, passim; sowie *Baisch/Weber*, SZW 83 (2011), 416, 427–430.

[66] Vgl. IAS 32 Ziff. 16; *Grünberger*, IFRS 2009 – Ein systematischer Praxisleitfaden, 7. Aufl., 2009, S. 195 f.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Organbeschlusses der Emittentin erfolgen.[67] 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.[68] Nach Art. 318 OR können die Kündigungsmodalitäten eines Darlehens beliebig vereinbart werden.[69] Somit ist es grundsätzlich zulässig, die Kündigungsmöglichkeit durch den Gläubiger auszuschließen.[70] 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.[71] Weil es sich bei Darlehen – und somit auch bei einer Anleihe[72] – um Dauerschuldverhältnisse handelt, können auch diese beim Vorliegen eines wichtigen Grundes gekündigt werden.[73] Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung ist ein wichtiger

---

[67] *Grünberger* (Fn. 66), S. 195 f.; *Scheffler*, Eigenkapital im Jahres- und Konzernabschluss nach IFRS, Abgrenzung, Konsolidierung, Veränderung, 2006, S. 38 f.

[68] *Bösch*, in: Reutter/Werlen (Fn. 43), S. 39, 49. Vgl. auch *Arpagaus*, Die Besicherung von Anleihen, Diss. Zürich 1995 (= SSBR 28), S. 7; *Daeniker*, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Zürich 1992 (= SSHW 142), S. 21; *Meier-Hayoz/von der Crone* (Fn. 42), § 20 Rn. 1; *Schärer/Maurenbrecher*, in: Honsell/Vogt/Watter, Basler Kommentar zum Obligationenrecht I, 4. Aufl., 2007, Art. 312 Rn. 41.

[69] *Christ*, in: Gutzwiller et al. (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Bd. VII/2, 1979, S. 221, 252; *Higi*, in: Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht, Die Leihe, Bd. V/2b, 3. Aufl., 2003, Art. 318 OR Rn. 5; *Schärer/Maurenbrecher*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 68), Art. 318 Rn. 8.

[70] *Bösch*, in: Reutter/Werlen (Fn. 43), S. 39, 49.

[71] BGE 128 III 428 E. 3; *Bucher*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Kommentar zu Art. 27 ZGB, Die natürliche Person, Bd. I/2, 1993, Art. 27 Rn. 200; *Cherpillod*, La fin des contrats de durée, 1988, Rn. 265–271; *Gauch*, System der Beendigung von Dauerverträgen, Diss. Freiburg 1968 (= AISUF 34), S. 194 f.; *Kramer*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Das Obligationenrecht, Allgemeine Bestimmungen, Bd. VI/1, 1986, Allgemeine Einleitung in das schweizerische OR, Rn. 164; *Maurenbrecher*, Das verzinsliche Darlehen im schweizerischen Recht, Diss. Bern 1995 (= ASR 565), S. 236 f.; *Vetter/Gutzwiller*, Voraussetzungen und Rechtsfolgen der ausserordentlichen Beendigung von Dauerschuldverhältnissen, AJP 19 (2010), 699, 703 f.

[72] *Bösch*, in: Reutter/Werlen (Fn. 43), S. 39, 49.

[73] BGE 128 III 428 E. 3; *Bertschinger*, SJZ 92 (1996), 371, 372; *Gauch* (Fn. 71), S. 195; *Gruber*, Die Kündigung des Darlehensvertrages aus wichtigem Grund, SJZ 92 (1996), 26, 28; *Higi*, in: Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht (Fn. 69), Art. 318 OR Rn. 48; *Kramer*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht (Fn. 71), Rn. 164; *Maurenbrecher* (Fn. 71), S. 238; *Schärer/Maurenbrecher*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 68), Art. 318 Rn. 24; *Stöckli*, in: Emmenegger (Hrsg.), Kreditrecht, 2010, S. 1, 14; *Wiegand/Geiger*, in: Wiegand (Hrsg.), Berner Bankrechtstag 2005, 2006, S. 99, 123. A.M. *Bucher*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht (Fn. 71), Art. 27 Rn. 342; *Bucher*, Obligationenrecht Besonderer Teil, 3. Aufl., 1988, S. 197; *Christ*, in: Gutzwiller et al. (Fn. 69), S. 221, 257.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Grund anzunehmen, wenn das Gebundensein an den Vertrag für die Partei wegen veränderter Umstände ganz allgemein unzumutbar geworden ist.[74] Eine solche Unzumutbarkeit kann nicht nur auf wirtschaftlichen Gründen basieren, sondern auch auf Umständen, welche die Persönlichkeit berühren.[75] Während persönliche Gründe im Geschäftsverkehr kaum relevant sein dürften,[76] ist bei den wirtschaftlichen Gründen zu beachten, dass insbesondere die bloße Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage der Emittentin nicht als wichtiger Grund zählt.[77] 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,[78] wobei den Vertragsparteien ein sich direkt aus Art. 27 Abs. 2 ZGB ergebendes gesetzliches Kündigungsrecht zustehen soll.[79] Ein Teil der Lehre geht davon aus, dass diese Bestimmung auch auf unkündbare Darlehen anzuwenden ist.[80] Eine Anwendung von Art. 27 ZGB auf Anleihensobligationen ist sicher dann nicht sachgerecht, wenn sich der Gläubiger über eine Veräußerung der Titel von seiner Anleihe trennen kann.[81] Doch auch in allen anderen Fällen ist beim kommerziellen, verzinslichen ewigen Darlehen kein Schutzbedürfnis des Darleihers nach Art. 27 ZGB

[74] BGE 128 III 428 E. 3c.

[75] BGE 128 III 428 E. 4.

[76] 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.

[77] BGE 100 II 345 E. 2b.

[78] *Bucher*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht (Fn. 71), Art. 27 Rn. 348–367; *Huguenin*, in: Honsell/Vogt/Geiser, Basler Kommentar zum Zivilgesetzbuch I, 3. Aufl., 2006, Art. 27 Rn. 15.

[79] Vgl. insb. *Bucher*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht (Fn. 71), Art. 27 Rn. 566–571.

[80] *Christ*, in: Gutzwiller et al. (Fn. 69), S. 221, 259; *Higi*, in: Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht (Fn. 69), Art. 318 OR Rn. 25; *Maurenbrecher*, recht 2003, 180, 190; *Maurenbrecher* (Fn. 71), S. 242 f.; *Schärer/Maurenbrecher*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 68), Art. 318 Rn. 10. Vgl. jedoch *Bucher*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht (Fn. 71), Art. 27 Rn. 346.

[81] *Bösch*, in: Reutter/Werlen (Fn. 43), S. 39, 52; *Daeniker* (Fn. 68), S. 148; *Maurenbrecher* (Fn. 71), S. 243; *Schärer/Maurenbrecher*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 68), Art. 318 Rn. 10.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

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.[82] 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 werden[83] und enthält unter Umständen sogar noch eine Nachschusspflicht.[84] 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.[85]

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[86] zugerechnet[87] 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 Aushändigung der Darlehenssumme.[88] 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 Kündigung.[89] Für das verzinsliche Darlehen ist diese

[82] *Bösch*, in: Reutter/Werlen (Fn. 43), S. 39, 51.

[83] Art. 786 Abs. 3 OR.

[84] Art. 795 OR.

[85] Vgl. *Handschin/Truniger*, Die neue GmbH, 2. Aufl., 2006, § 19 Rn. 8; *Stäubli*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 22), Art. 822 Rn. 3.

[86] Art. 17 IPRG.

[87] *Bucher*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht (Fn. 71), Art. 27 Rn. 26; *Huguenin*, in: Honsell/Vogt/Geiser (Fn. 78), Art. 27 Rn. 28.

[88] BGer 4A.699/2011 vom 22. Dezember 2011, E. 3; BGE 91 II 442 E. 5b; 50 II 401; *Bucher* (Fn. 73), S. 197; *Guhl/Koller*, in: Guhl/Schnyder/Druey (Hrsg.), Das Schweizerische Obligationenrecht, 9. Aufl., 2000, § 45 Rn. 25; *Spiro*, Die Begrenzung privater Rechte durch Verjährungs-, Verwirkungs- und Fatalfristen, 1975, S. 61.

[89] *Maurenbrecher* (Fn. 71), S. 261–263; *Schärer/Maurenbrecher*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 68), Art. 318 Rn. 28; wohl auch *Higi*, in: Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht (Fn. 69), Art. 315 Rn. 22.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Debatte von geringer praktischer Relevanz, da Zinszahlungen die Verjährung unterbrechen.[90] Einer Zinszahlung gleichzustellen ist die Ausgabe einer PIK-Note.[91] 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 Residualanspruch[92] 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 subordiniert ist.[93] 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.[94] 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.[95] 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 vorgesehen werden, dass die

---

[90] Art. 135 Ziff. 1 OR.

[91] Vgl. dazu unten III.4.

[92] Vgl. sogleich III.3.

[93] *Epstein/Jermakowicz*, Wiley IFRS 2007 – Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards, 2007, Abschnitt 17 Rn. 41.

[94] Vgl. *Böckli* (Fn. 22), § 13 Rn. 798; *Glanzmann*, GesKR 2007, 6, 11; *Pestalozzi*, SAG 1969, 2; *Witmer*, Der Rangrücktritt im schweizerischen Aktienrecht, Diss. St. Gallen 1999, S. 242 f.; *Duss*, Der Rangrücktritt des Gesellschaftsgläubigers bei Aktiengesellschaften, Diss. Zürich 1971 (= ZBR 375), S. 40. *Knobloch*, Die zivilrechtlichen Risiken der Banken in der sanierungsbedürftigen Unternehmung, Diss. Zürich 2006 (= SSHW 252), S. 27 f.; *Homburger*, in: Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht, Aktiengesellschaft – Der Verwaltungsrat, Bd. V/5b, 2. Aufl., 1997, Art. 725 OR Rn. 1283.

[95] Art. 112 Abs. 3 OR.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

hybride Anleihe aufgrund eines Beschlusses der Emittentin zurückgezahlt werden darf, solange keine Überschuldung vorliegt.[96] 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.[97] 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.[98] Bei der Festsetzung des Zinssatzes ist die etwas anachronistisch anmutende Bestimmung von Art. 73 Abs. 2 OR zu beachten, wonach die Kantone Höchstzinsvorschriften 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.[99] 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.[100] 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.[101] 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.[102] Dennoch vertreten gewisse Autoren die Meinung, dass in der Schweiz eine implizite Zinsobergrenze von ca. 18–20 % p.a. gelte.[103] Daher besteht ein Risiko, dass Zinssätze von über 18 % p.a. als sittenwidrig betrachtet werden und deshalb ungültig sind[104] und zwar auch

[96] *Glanzmann*, GesKR 2007, 6, 11; *Bösch*, in: Reutter/Werlen (Fn. 43), S. 39, 57.
[97] *Bösch*, in: Reutter/Werlen (Fn. 43), S. 39, 61; *Grünberger* (Fn. 66), S. 196.
[98] *Bösch*, in: Reutter/Werlen (Fn. 43), S. 39, 55.
[99] *Blaeser*, Die Zinsen im schweizerischen Obligationenrecht, Geltendes Recht und Vorschlag für eine Revision, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2011 (= SGRW 20), S. 72.
[100] § 215 Abs. 1 EG zum ZGB, OS 230.
[101] Vgl. z.B. BGE 93 II 189.
[102] *Blaeser* (Fn. 99), S. 53.
[103] *Christ*, in: Gutzwiller et al. (Fn. 69), S. 221, 248.
[104] Art. 20 Abs. 1 OR.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

außerhalb des Anwendungsbereichs des Konsumkreditgesetzes. Sowohl im Falle einer Ungültigkeit infolge Sittenwidrigkeit als auch wegen Verstoßes gegen eine kantonale Höchstzinsvorschrift muss der Zinssatz auf das zulässige Maß reduziert werden (geltungserhaltende Reduktion).[105]

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.[106] 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.[107] 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.[108] 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.[109] 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

[105] BGE 93 II 189; 80 II 327 E. 4a; *Blaeser* (Fn. 99), S. 54, 71; *Maurenbrecher* (Fn. 71),

S. 66 f.; *Schwenzer*, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 5. Aufl., 2009, Rn. 10.13. Anders im Anwendungsbereich des KKG, wo der Borger zwar die bereits empfangene oder beanspruchte Kreditsumme bis zum Ablauf der Kreditdauer zurückzuzahlen hat, aber weder Zinsen noch Kosten schuldet (Art. 15 Abs. 2 KKG).

[106] Vgl. allerdings oben III.2.

[107] Vgl. dazu *Glanzmann*, 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), 2007, S. 433, 433.

[108] Art. 314 Abs. 3 OR (zweiter Teilsatz).

[109] *Glanzmann*, in: HSG (Fn. 107), S. 433, 443. Vgl. auch *Gauch/Schluep/Emmenegger*, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, Bd. II, 9. Aufl., 2008, Rn. 2365, die das Zinseszinsverbot von Art. 314 Abs. 3 OR als „praktisch unwirksam" bezeichnen.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

Zinsen zulässig.[110] Das Zinseszinsverbot wird somit dann nicht verletzt, wenn der Gläubiger nach der Fälligkeit der Zinsen wählen kann, ob er die Zinsen stunden oder zum Kapital schlagen will.[111]

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.[112] 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.[113] 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.[114] 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 Aktionärsschutzes sprechen nicht gegen eine solche Verrechnung, denn diese Gruppen werden durch eine Verrechnung nicht schlechter gestellt.[115] Insbesondere ist zu beachten, dass auch eine nachrangige Verbindlichkeit immer noch eine Verbindlichkeit ist, die den Ansprüchen der Aktionäre vorgeht.[116]

Ein zweiter Punkt ist die Verrechnung mit gestundeten Zinsen. Unter geltendem Recht können Forderungen ungeachtet ihres Entstehungs-

---

[110] Sog. *anatozismus separatus*; *Glanzmann*, in: HSG (Fn. 107), S. 433, 444; *Higi*, in: Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht (Fn. 69), Art. 314 OR Rn. 39; *Schärer/Maurenbrecher*, in: Honsell/Vogt/Watter (Fn. 68), Art. 314 OR Rn. 7; *Weber*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Das Obligationenrecht, Die Folgen der Nichterfüllung, Bd. VI/5, 2000, Art. 105 OR Rn. 27. A.M. *Maurenbrecher* (Fn. 71), S. 206.

[111] *Glanzmann*, in: HSG (Fn. 107), S. 433, 439 f.

[112] Vgl. oben II.5.

[113] *Böckli* (Fn. 22), § 2 Rn. 126.

[114] *Glanzmann*, ZSR 118 (1999) I, 222, 224.

[115] Vgl. oben II.5. Gl. M. *Baisch/Weber*, SZW 83 (2011), 416, 427.

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

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

grundes verrechnet werden, solange sie bestehen und verrechenbar sind.[117] 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.[118] Aufgelaufene Zinsen würden diese Voraussetzung nicht erfüllen.[119] Es gibt keinen Grund, aufgelaufene 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.[120]

IV. Schlussbemerkungen

Das Thema dieses Beitrags ist die Flexibilisierung der 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.

[117] Art. 635 Ziff. 2 OR.

[118] Art. 634b Abs. 1 Satz 2 E-OR.

[119] *Glanzmann*, in: Kunz/Jörg/Arter (Fn. 7), S. 211, 219; *Glanzmann*, GesKR 2008 Sondernummer, 15. Gl. M. *Baisch/Weber*, SZW 83 (2011), 416, 429.

[120] *Glanzmann*, in: Kunz/Jörg/Arter (Fn. 7), S. 211, 219. Gl. M. *Baisch/Weber*, SZW 83 (2011), 416, 429 f.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages