

**Peter V. Kunz**  
**Florian S. Jörg**  
**Oliver Arter**  
(Herausgeber)

# **Entwicklungen im Gesellschaftsrecht V**

**Lukas Glanzmann**  
**Harold Grüninger**  
**Florian S. Jörg**  
**Peter Jung**  
**Peter V. Kunz**  
**Roland Müller**  
**Urs Schenker**  
**Rudolf Tschäni**



Stämpfli Verlag AG Bern · 2010



---

# Unternehmensfinanzierung sowie Konzernfinanzierung

PETER V. KUNZ\*

## Inhaltsverzeichnis

<b>1.</b>	<b>Einführung</b> .....	<b>46</b>
1.1	Vorbemerkungen.....	46
1.2	Aktualitäten.....	49
<b>2.</b>	<b>Grundzüge</b> .....	<b>50</b>
2.1	Bilanz: Verwendung und Finanzierung.....	50
2.2	Rechtliche Fragestellungen zur Passiven-Seite.....	53
2.2.1	Fremdkapital – ausgewählte Aspekte.....	53
2.2.1.1	Vorgaben und Fremdkapitalgeber.....	53
2.2.1.2	Schutzmechanismen und Vorzüge.....	54
2.2.2	Eigenkapital – ausgewählte Aspekte.....	55
2.2.2.1	Vorgaben und Eigenkapitalgeber.....	55
2.2.2.2	Schutzmechanismen und Vorzüge.....	58
2.2.3	Verhältnis von Fremdkapital und Eigenkapital.....	60
<b>3.</b>	<b>Details</b> .....	<b>62</b>
3.1	Fremdkapital.....	62
3.1.1	Darlehen.....	62
3.1.2	Anleiensobligationen.....	63
3.1.2.1	Grundzüge.....	63
3.1.2.2	Varianten – Auswahl.....	65
3.2	Eigenkapital.....	67
3.2.1	Partizipationsscheine bzw. PS-Kapital.....	67
3.2.2	Aktien bzw. Aktienkapital.....	69
3.2.2.1	Grundzüge.....	69
3.2.2.2	Ordentliche und genehmigte Aktienkapitalerhöhungen.....	70
3.2.2.3	Bedingte Aktienkapitalerhöhungen.....	71
3.2.3	Genussscheine.....	73
3.3	Hybrid-Kapital bzw. Mezzanine-Kapital.....	74
3.4	Rechtspolitische Entwicklungen.....	76
3.4.1	Fremdkapital.....	76
3.4.2	Eigenkapital.....	77
3.4.2.1	Kapitalband als zentrale Neuerung.....	77
3.4.2.2	Erleichterung beim PS-Kapital.....	78

---

\* Sehr grosse Unterstützung für diesen Beitrag hat mein wissenschaftlicher Assistent am Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern ([www.iwr.unibe.ch](http://www.iwr.unibe.ch)), Herr Rechtsanwalt MARK MONTANARI, geleistet – ihm sei bestens gedankt. Der Aufsatz wurde *Ende November 2009* abgeschlossen.

3.4.2.3	Weitere Aspekte – Auswahl .....	79
<b>4.</b>	<b>Konzernfinanzierung .....</b>	<b>80</b>
4.1	Grundlagen .....	80
4.1.1	Konzerne – heute und morgen .....	80
4.1.2	Finanzierungsaspekte .....	82
4.1.2.1	Bedeutung .....	82
4.1.2.2	Drittmannstest bzw. Dealing at Arm's Length .....	83
4.2	Reguläre Konzernfinanzierung .....	85
4.2.1	Fremdkapitalfinanzierung .....	85
4.2.1.1	Konzernexterne Finanzierungen .....	85
4.2.1.1.1	Down-Stream-Securities .....	85
4.2.1.1.2	Up-Stream-Securities sowie Side-Stream-Securities .....	87
4.2.1.2	Konzerninterne Finanzierungen .....	88
4.2.2	Eigenkapitalfinanzierung .....	90
4.2.2.1	Konzernexterne Finanzierungen .....	90
4.2.2.2	Konzerninterne Finanzierungen .....	91
4.3	Sonderfragen .....	91
4.3.1	Sanierungssituationen .....	91
4.3.1.1	Ausgangslage .....	91
4.3.1.2	Ausgewählte Rechtsfragen .....	92
4.3.2	Liquiditätsmanagement bzw. Cash Pooling .....	94
4.3.2.1	Ausgangslage .....	94
4.3.2.2	Ausgewählte Rechtsfragen .....	95
<b>5.</b>	<b>Schlussbetrachtungen .....</b>	<b>96</b>
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>98</b>

## 1. Einführung

### 1.1 Vorbemerkungen

Jede Unternehmung in der Schweiz oder im Ausland benötigt *Finanzierung(en)*, um ihre Geschäftstätigkeiten auszuüben. Unter Finanzierung werden im Wesentlichen die Beschaffung sowie der Einsatz von Kapital verstanden. Ohne Finanzierung können – als Beispiele – keine Arbeitnehmer beschäftigt, keine Produkte eingekauft, keine Forschung aufgebaut oder vorangetrieben sowie keine Expansionen betrieben werden<sup>1</sup>. Die Unternehmensfinanzierung stellt m.E. das eigentliche *Zentralthema* bei allen

<sup>1</sup> Es kann z.B. zwischen (i) Wachstumsfinanzierungen, (ii) Innovationsfinanzierungen oder (iii) Krisenfinanzierungen unterschieden werden.

Gesellschaftsformen bzw. Gesellschaften<sup>2</sup> – sozusagen als institutionelle Kapitalpumpen<sup>3</sup> für den Geldfluss – dar.

Die Finanzierung der Unternehmung (generell: Corporate Finance)<sup>4</sup> ist als Gegenstand der Betrachtung einerseits ein (*betriebs-*)*wirtschaftliches* Thema und andererseits ein *juristisches* Thema. Die folgenden Ausführungen, die einen *ersten Überblick* verschaffen und gewisse Zusammenhänge von Finanzierungsaspekten aufzeigen sollen<sup>5</sup>, beschränken sich auf ausgewählte *schweizerische Rechtsfragen*, und zwar im Wesentlichen *gesellschaftsrechtlicher* Natur. Ein weiteres Ziel ist es, einige Aktualitäten sowie neuere Entwicklungen aufzuzeigen. Ein besonderes Augenmerk wird schliesslich den *Konzernsituationen* geschenkt.

Bei der Finanzierung eines Unternehmens – im Folgenden prinzipiell als Aussenfinanzierung verstanden<sup>6</sup> – sind prinzipiell *zwei Seiten* beteiligt, nämlich der *Kapitalanbieter* (= Financier bzw. Geldgeber)<sup>7</sup> sowie der *Kapitalnachfrager* (= Unternehmung). Für die finanzierende Seite muss sich die Finanzierung nicht alleine wirtschaftlich lohnen<sup>8</sup>, sondern sie erwartet ebenfalls *rechtlichen Schutz*, und zwar nach dem ökonomischen Anreiz-Motto: „no protection – no money“<sup>9</sup>. Diesen Schutz sichert die Rechtsordnung ab, und zwar unterscheidend<sup>10</sup> danach, *in welcher Funktion* der Geldgeber finanziert:

---

<sup>2</sup> Die Unternehmensfinanzierung betrifft nicht allein die Gesellschaften, sondern ebenfalls die sog. *Einzelunternehmer*; allg.: MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 26 N 1 ff.; die vorliegenden Ausführungen fokussieren sich auf die *Gesellschaften*, und dabei auf die wichtigsten *Körperschaften*, nämlich auf die *Aktiengesellschaft* (AG) – klarerweise im Vordergrund – und am Rande auf die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH).

<sup>3</sup> Begriffliches: BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 24 m.w.H. in Fn 83.

<sup>4</sup> Detailliert: VOLKART, 41 ff.

<sup>5</sup> Eine *vertiefte wissenschaftliche* Auseinandersetzung wird wegen der Platzbeschränkung *nicht* angestrebt.

<sup>6</sup> Bei der (i) *Aussenfinanzierung* werden der Unternehmung neue Mittel zugeführt (z.B. durch Kapitaleinlagen der Gesellschafter oder durch Kreditgewährungen); bei der (ii) *Innenfinanzierung* erhöht sich das disponible Kapital durch die Geschäftstätigkeit statt durch neue Mittel (z.B. der Cash Flow).

<sup>7</sup> Der Financier als Anbieter der Finanzierung bzw. des Kapitals ist – im Prinzip – entweder *Fremdkapitalgeber* oder *Eigenkapitalgeber*: vgl. dazu hinten Ziff. 2.2.1/2.2.2.

<sup>8</sup> Aspekte: Zinsen, Real- oder Personalsicherheiten, Rendite- und sonstige Investorwartungen etc.

<sup>9</sup> KUNZ, Minderheitenschutz, § 5 N 7.

<sup>10</sup> Detaillierter zur Ausgangslage: KUNZ, Minderheitenschutz, § 5 N 5 ff. m.w.H.

Beim (i) Fremdkapitalgeber<sup>11</sup> geht es um den sog. *Gläubigerschutz* und beim (ii) Eigenkapitalgeber<sup>12</sup> um den sog. *Minderheitenschutz*. Diese beiden juristischen Schutzperspektiven zugunsten der Financiers stellen zentrale Strukturelemente des Gesellschaftsrechts dar<sup>13</sup>. Die meisten Normen dieses Rechtsgebietes decken entweder eine oder beide Interessensphären ab, sie sind m.a.W. sozusagen allumfassend.

Die Aufbringung, die Vermehrung sowie die Erhaltung des Unternehmenskapitals stehen jeweils im Vordergrund der gesellschaftsrechtlichen Finanzierungsdebatten und -interessen. Der *Gläubigerschutz*<sup>14</sup> bei der Unternehmensfinanzierung wird zentral auf vertraglicher Ebene geregelt bzw. verhandelt (= Mikro-Level)<sup>15</sup>, findet sich aber ausserdem im Gesellschaftsrecht<sup>16</sup> wieder (= Makro-Level)<sup>17</sup>. Der *Minderheitenschutz*<sup>18</sup> folgt m.E. keinem eigentlichen Schutzkonzept<sup>19</sup>, sondern basiert arbiträr auf einem bunten Strauss unterschiedlichster Gesellschafterrechte; die Rechtspolitik entscheidet, was „en vogue“ ist oder eben nicht.

Der *Gläubigerschutz* einerseits sowie der *Gesellschafterschutz* andererseits sind die zentralen Rechtsgebiete der *rechtspolitischen* Auseinandersetzung in der schweizerischen und in der internationalen Debatte zum Gesellschaftsrecht. Die Themen werden im Prinzip wiederholt bei den einzelnen Unternehmungen sowie bei den Konzernverhältnissen (also bei

<sup>11</sup> Jeder Gesellschaftsgläubiger (z.B. inklusive die Arbeitnehmer) ist *Fremdkapitalgeber*; im Vordergrund stehen aber oftmals die sog. *Finanzinvestoren*, die im schweizerischen Recht nicht definiert sind – im Ausland wird diese Thematik teils im Detail vertieft; allg.: RUDOLPH, 161 ff.

<sup>12</sup> Der *Eigenkapitalgeber* wird synonym als *Risikokapitalgeber* bezeichnet.

<sup>13</sup> KUNZ, Gläubiger, 53.

<sup>14</sup> BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 117: „Obwohl seit dem Jahrtausendwechsel manche Kritiker an der Methodik eines Gläubigerschutzes durch Kapitalschutznormen zweifeln, ist das geltende Aktienrecht nicht nur, aber auch *Gläubigerschutzrecht*“; Hervorhebung im Original – generell: KUNZ, Gläubiger, 54 ff. m.w.H.

<sup>15</sup> Beispiele für den legalen Mindeststandard: *Darleiher* (Art. 312 ff. OR); *Arbeitnehmer* (Art. 319 ff. OR); *Anleihegläubiger* (Art. 1156 ff. OR); vgl. dazu hinten Ziff. 3.1.2.

<sup>16</sup> Beispiele zum Aktienrecht: KUNZ, Gläubiger, 57 ff.

<sup>17</sup> Der *gesellschaftsrechtliche* Gläubigerschutz kann unterteilt werden in einen Schutz durch *Informationsvermittlung* einerseits und in ein *Kapitalschutzsystem* andererseits – beim zweiten Aspekt wird weiter differenziert zwischen (i) *Mindestkapital*, (ii) *Kapitalaufbringung* sowie (iii) *Kapitalerhaltung*; mit dieser Einteilung etwa: PELLENS/KEMPER/SCHMIDT, 384 ff.

<sup>18</sup> Der *Minderheitenschutz* wird bei AG meist als *Aktionärsschutz* – oder allgemeiner für alle Gesellschaftsformen: als *Gesellschafterschutz* – bezeichnet.

<sup>19</sup> Als Fazit: KUNZ, *Minderheitenschutz*, § 18 N 77 bzw. S. 1145.

den sog. verbundenen Unternehmungen bzw. bei den Gruppen von Gesellschaften).

## 1.2 Aktualitäten

Unternehmensfinanzierungen erweisen sich faktisch bzw. ökonomisch als schwierig, wenn sich die potentiellen Geldgeber – aus welchen Gründen auch immer – nicht ohne weiteres zu Finanzierungen bereitfinden. Im Wesentlichen braucht es Anreizstrukturen für die Anlagen. Es kann somit zu *Finanzierungsengpässen* auf lokaler, auf regionaler, auf nationaler oder auf globaler Ebene kommen. Die weltweite Banken- und Finanzkrise der Jahre 2008/2009 steigerte insbesondere die *Nachfrage der Finanzbranche* (z.B. der Banken, der Versicherungen sowie der Hedge Funds)<sup>20</sup> nach Finanzierungsquellen<sup>21</sup>.

In der Schweiz dient in jüngster Vergangenheit die Grossbank *UBS AG* als eigentliches Anschauungsbeispiel<sup>22</sup> für die verschiedenen Finanzierungsformen, die in den meisten Fällen durch die Generalversammlung (GV)<sup>23</sup> zu beschliessen<sup>24</sup> sind – als Auswahl:

Betreffend (i) *Eigenkapital* beschlossen die Aktionäre der *UBS AG* an der ausserordentlichen Generalversammlung (a.o. GV) vom 27. Februar 2008 einerseits ein *genehmigtes* Aktienkapital für eine Aktiendividende und andererseits ein *bedingtes* Aktienkapital hinsichtlich einer Pflichtwandelanleihe (sog. mandatory convertible notes) für zwei langfristige Finanzinvestoren, an der ordentlichen GV vom 23. April 2008 ein erhöhtes *ordentliches* Aktienkapital, an der a.o. GV vom 27. November 2008 ein *bedingtes* Aktienkapital hinsichtlich einer Pflichtwandelanleihe für die Schweizerische Eidgenossenschaft und schliesslich an der ordentlichen GV vom 15. April 2009 einerseits ein *bedingtes* Aktienkapital zugunsten der Schweizerischen Nationalbank (SNB) bzw. für die der SNB ausgege-

---

<sup>20</sup> Der Finanzierungsbedarf der sog. *Realwirtschaft* wurde ausserdem (und wird weiterhin) durch die anschliessend ersichtlichen *rezessiven Tendenzen* behindert.

<sup>21</sup> In dieser Branche gibt es national und international zahlreiche *spezialgesetzliche Kapitalisierungsvorschriften* (z.B. Basel II), die Unternehmensfinanzierungen geradezu überlebensnotwendig machen.

<sup>22</sup> Internet: <http://www.ubs.com/1/g/investors/agm.html>.

<sup>23</sup> An *drei von vier GV im Jahre 2008* standen bei der *UBS AG* verschiedene Formen der Unternehmensfinanzierung auf der Traktandenliste.

<sup>24</sup> Die *Aufnahme von Fremdkapital* bedingt – vorbehältlich einer Zweckänderung – *keine Statutenänderung* und liegt somit m.E. regelmässig in der *VR-Kompetenz*: Art. 716 Abs. 1 OR.

benen Optionen und andererseits ein *genehmigtes* Aktienkapital. Die Eigenkapitalfinanzierung hatte erste Priorität.

Ausserdem war die UBS AG – wie jede Bank – in dieser Zeit ebenfalls rege Nachfragerin (ii) für *Fremdkapital* insbesondere mittels Unternehmensanleihen<sup>25</sup>. Die Fremdkapitalfinanzierung und deren Bedeutung für die Wirtschaftsrealität werden häufig unterschätzt.

In der Finanzbranche dient die sog. *risikogewichtete Kapitalquote* bzw. die „Tier 1 ratio“ gemäss Basel II (also das Verhältnis der risikogewichteten Aktiven zum Eigenkapital der Bank) als wichtige Kennziffer, wobei unterschiedliche Modellannahmen bei den Aktiven einerseits sowie beim Eigenkapital andererseits zu *verschiedenen Ergebnissen* führen können – insbesondere kann beim sog. Hybrid-Kapital bzw. bei Mezzanine<sup>26</sup> umstritten sein, ob bzw. wie stark es dem Eigenkapital angerechnet werden darf oder als Fremdkapital behandelt werden muss. Als internationaler regulatorischer Standard hat sich die *BIZ-Kernkapitalquote* etabliert<sup>27</sup>; von privater Seite werden teils eigene, meist strengere Kennzahlen ermittelt<sup>28</sup>.

*Spezialgesetzliche* Vorgaben bzw. Anforderungen (insbesondere im Rahmen des nationalen und des internationalen Finanzmarktrechts) interessieren im vorliegenden Zusammenhang *nicht*. In erster Linie geht es im Folgenden um die *gesellschaftsrechtlichen* Aspekte.

## 2. Grundzüge

### 2.1 Bilanz: Verwendung und Finanzierung

Die sog. *Bilanz*, die zusammen mit der Erfolgsrechnung und mit dem Anhang die Jahresrechnung der Gesellschaft bildet (Art. 662 Abs. 2 OR)<sup>29</sup>,

---

<sup>25</sup> Die UBS AG hat z.B. im Jahre 2008 an der SIX Swiss Exchange zwei Bonds in Höhe von CHF 250 Mio. sowie von CHF 600 Mio. begeben; weitere Emissionen erfolgten von anderen UBS-Konzerngesellschaften.

<sup>26</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.3.

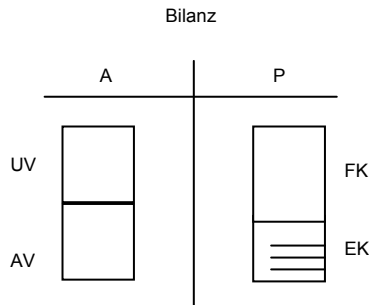
<sup>27</sup> Internet: <http://www.bis.org/publ/bcbs107ger.pdf>.

<sup>28</sup> Für Aufregung hat jüngst eine Studie der Ratingagentur *Standard & Poor's* (S&P) zur Eigenkapitalisierung von 45 international tätigen Banken geführt: NZZ, 24. November 2009, 25 („Verwirrliches um die Eigenkapitaldecke der UBS“); Financial Times, 25. November 2009, 16 („S&P to clarify rankings on capital strenght“).

<sup>29</sup> Es gibt ausserdem „*Sonder-Bilanzen*“ nebst den regulären Bilanzen, nämlich etwa (i) die *Liquidationsbilanz* gemäss Art. 742 Abs. 1 OR oder (ii) die *Zwischenbilanz* gemäss Art. 725 Abs. 2 OR.



besteht – etwas trivialisiert – aus zwei Seiten<sup>30</sup>, nämlich den sog. *Aktiven* (= links) und den sog. *Passiven* (= rechts). Die (i) Aktiven-Seite der Bilanz gibt Auskunft über die *Verwendung* des Gesellschaftsvermögens und die (ii) Passiven-Seite über die *Finanzierung* – wer sich also mit Fragen der Unternehmensfinanzierung beschäftigt, betrachtet somit vornehmlich die *Passiven* der Gesellschaft<sup>31</sup>.



Das *Verhältnis* zwischen Aktiven-Seite und Passiven-Seite betrifft verschiedene Fragestellungen (teils rechtlicher und teils wirtschaftlicher Natur) – erwähnt werden können beispielsweise die Liquidität<sup>32</sup> sowie Sanierungssituationen<sup>33</sup>.

Die *Aktiven* werden gemäss Art. 663a Abs. 1/Abs. 2 OR unterteilt in *Umlaufvermögen* einerseits (z.B. flüssige Mittel, Debitoren, Vorräte) und in *Anlagevermögen* andererseits (z.B. Sachanlagen und immaterielle Anlagen)<sup>34</sup>. Eine zentrale Aufgabe des VR besteht darin, die Aktiven-Seite zu bewerten; Art. 665 ff. OR sehen in diesem Zusammenhang verschiedene gesetzliche *Bewertungsvorschriften* vor<sup>35</sup>.

Die *Passiven* weisen zwei Kategorien auf (Art. 663a Abs. 1/Abs. 3 OR), nämlich das *Fremdkapital* (z.B. kurz- oder langfristige Kreditoren sowie Rückstellungen) und das *Eigenkapital* (z.B. Aktienkapital, gesetzliche und andere Reserven sowie Bilanzgewinn).

<sup>30</sup> Detailliert zur Bilanz: BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 252 ff.

<sup>31</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 2.2.

<sup>32</sup> Relation zwischen *leicht veräusserlichem* Gesellschaftsvermögen (= Aktiven/Umlaufvermögen) und *kurzfristigen* Verbindlichkeiten (= Passiven/Fremdkapital).

<sup>33</sup> Art. 725 f. OR: vgl. dazu hinten Ziff. 2.2.2.2.

<sup>34</sup> Separat bei den Aktiven auszuweisen ist der sog. *Bilanzverlust*: Art. 663a Abs. 4 OR.

<sup>35</sup> Diese rudimentäre *Regulierung* wird in der Praxis ergänzt durch verschiedene *Selbstregulierungen* bzw. Standards – z.B. in der Schweiz durch Swiss GAAP FER und im Ausland durch IFRS oder US GAAP.

Entgegen einem häufigen Missverständnis handelt es sich beim Eigenkapital nicht um Bargeld bzw. Cash, sondern um eine Art rechnerische *Sperrziffer* im Gleichgewicht von Aktiven und Passiven, d.h. das Eigenkapital (bei den Passiven) im Vergleich zum Bilanzverlust (bei den Aktiven) nimmt sozusagen eine „*Ampel-Funktion*“ bei Finanzierungsschwierigkeiten wahr, die das weitere Vorgehen vorsehen soll<sup>36</sup>.

Eine Unternehmensfinanzierung kann etwa dadurch gefördert werden, dass die Investments – unbesehen davon, ob es um Fremdkapital oder um Eigenkapital geht – kotiert bzw. zum *Handel an einer Börse* zugelassen werden<sup>37</sup>. Mit Börsengängen bzw. mit Going Publics bzw. mit Initial Public Offerings (IPO) wird die *Exit-Variante* für den Investor gestärkt und damit möglicherweise seine Investitionsbereitschaft erhöht<sup>38</sup>. Die Kotierung ist mit einer Vielzahl von *Rechtsfolgen* für die Gesellschaften, für die Gesellschafter und für die Gläubiger<sup>39</sup> verbunden, so dass sie m.E. nicht leichtfertig gewählt werden sollte<sup>40</sup>.

Fremdkapitalgeber und Eigenkapitalgeber sind auf den ersten Blick zwar *konzeptionell scharf getrennt*. In der Praxis bestehen aber zahlreiche Überschneidungen bzw. Überlappungen. Insbesondere ist es durchaus möglich, dass eine Person gleichzeitig *sowohl* als Gläubiger *als auch* als Aktionär agiert<sup>41</sup>, wobei unterschiedliche Grundlagen für den jeweiligen Status bestehen. Ausserdem ist möglich, dass eine Art von *Statuswechsel* stattfindet<sup>42</sup>.

---

<sup>36</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 2.2.2.2.

<sup>37</sup> In der Schweiz gemeint sind *zwei Börsen*, nämlich die (i) *SIX Swiss Exchange* sowie die (ii) *BX Berne eXchange*; der nicht regulierte (iii) sog. *OTC-Handel* der Berner Kantonalbank gehört hingegen nicht dazu.

<sup>38</sup> Allg. zu diesem Schutzmechanismus: KUNZ, Minderheitenschutz, § 4 N 67 ff. m.w.H.; generell: VOLKART, 660 ff.

<sup>39</sup> Gläubiger meint hier und im Folgenden jeweils: Gesellschaftsgläubiger.

<sup>40</sup> Insbesondere *verändern* sich mit der Kotierung die *anwendbaren Rechtsgrundlagen* (z.B. im OR mit zahlreichen Sondernormen für Publikumsgesellschaften, mit dem Börsenrecht/BEHG etc. oder mit dem Kollektivkapitalanlagenrecht/KAG etc.); zu diesem *Statuswechsel* von privater Gesellschaft zur Publikumsgesellschaft etwa: KUNZ, Kotierung, 117 f.

<sup>41</sup> Der *Arbeitnehmer* erwirbt z.B. Aktien seines Arbeitgebers, wodurch er zum *Aktionär* wird.

<sup>42</sup> Zum Statuswechsel von Gläubiger zu Gesellschafter – (i) Beispiel 1: ein Wechsel findet statt, wenn die GV eine *Dividende beschliesst*; der Dividendenanspruch des Aktionärs (= *Aktionärsrecht*) wird durch diese Beschlussfassung klagbar gegen die AG (= *Gläubigerrecht*); (ii) Beispiel 2: bei einer Kapitalerhöhung werden die Aktien bezahlt mittels Forderungen gegen die AG, d.h. es handelt sich um eine sog. *Verrechnungslis-*

Zwischen den Fremdkapitalgebern einerseits und den Eigenkapitalgebern andererseits besteht in verschiedenen Bereichen (z.B. bei den gesellschaftsrechtlichen Klagerechten<sup>43</sup> oder bei der Verteilung des Liquidationserlöses<sup>44</sup>) ein *rechtliches Konkurrenzverhältnis*. M.E. wird dieses Verhältnis falsch sowie zu simpel umschrieben mit der Behauptung, dass der *Gläubiger primär* sei und jeweils dem Gesellschafter vorgehe, d.h. es kommt durchaus vor, dass der Risikokapitalgeber dem Fremdkapitalgeber vorgeht<sup>45</sup>. Vor *rechtlichen Simplifizierungen* muss bei der Unternehmensfinanzierung *gewarnt* werden.

## 2.2 Rechtliche Fragestellungen zur Passiven-Seite

### 2.2.1 Fremdkapital – ausgewählte Aspekte

#### 2.2.1.1 Vorgaben und Fremdkapitalgeber

Beim Fremdkapital (sog. „debt“)<sup>46</sup> – anders als beim Eigenkapital<sup>47</sup> – bestehen *keine quantitativen* Vorgaben, d.h. weder Minimalziffern noch Maximalziffern. Die Gesellschaften sind also im Allgemeinen absolut frei, ob bzw. wie intensiv sie sich verschulden wollen. Des Weiteren – erneut anders als beim Eigenkapital<sup>48</sup> – gibt es ebenfalls *keine qualitativen* Unterscheidungen bzw. keine irgendwelchen Kategorisierungen beim Fremdkapital; etwas anders ausgedrückt: eine Schuld der Gesellschaft ist und

---

*berierung* (kurz: der Gläubiger wird dadurch zum Gesellschafter) – generell statt aller: WIDMER; MOSIMANN.

<sup>43</sup> Zwar gibt es z.B. *Aktionärsklagen*, aber *keine Gläubigerklagerechte* gegen GV-Beschlüsse (Art. 706 f. OR) oder zur Einleitung einer Sonderprüfung (Art. 697a ff. OR) oder hinsichtlich einer Gesellschaftsauflösung aus wichtigen Gründen (Art. 736 Ziff. 4 OR); bei der Verantwortlichkeitsklage werden die *klagenden Aktionäre* bevorzugt gegenüber den *nicht-klagenden Gläubigern* (Art. 757 Abs. 2 OR), was gegenüber dem früheren Aktienrecht, d.h. vor dem Jahre 1993, eine Verbesserung des Minderheitenschutzes bzw. eine Schwächung des Gläubigerschutzes darstellt: KUNZ, Minderheitenschutz, § 2 N 41.

<sup>44</sup> Der *generelle Vorrang der Gläubiger* ist sowohl bei einer *regulären Liquidation* (z.B. Schuldenruf: Art. 742 Abs. 2 OR; gerichtliche Hinterlegung zugunsten bekannter Gläubiger: Art. 744 OR; Aktionäre nur bei Überschussverteilung berücksichtigt: Art. 745 Abs. 1 OR) als auch bei einer *SchKG-Liquidation* unbestritten; allg.: MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 16 N 628 ff.

<sup>45</sup> KUNZ, Minderheitenschutz, § 2 N 40 ff.

<sup>46</sup> Zu Finanzierungsfragen im Detail: VOLKART, 779 ff.

<sup>47</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 2.2.2.

<sup>48</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 2.2.2.

bleibt einfach eine Schuld der Gesellschaft. Gesellschaftsrechtlich gibt es weder Privilegierungen noch Benachteiligungen.

Als mindestens im Grundsatz *rechtsirrelevant* erscheint in diesem Zusammenhang, *wer als Fremdkapitalgeber* auftritt. Insbesondere besitzt die häufig zitierte Figur des „Finanzinvestors“ bzw. des „Finanzgläubigers“ einer Unternehmung keine juristische Relevanz<sup>49</sup>.

Dieses Prinzip der Irrelevanz des Fremdkapitalgebers mag juristisch beispielsweise durchbrochen werden, wenn *Allein- oder Mehrheitsgesellschaften* zusätzlich und parallel dazu als Fremdkapitalgeber (Beispiel betreffend Aktionärsdarlehen)<sup>50</sup> „ihrer“ Gesellschaft auftreten. Dies ist zwar vertragsrechtlich sowie gesellschaftsrechtlich grundsätzlich zulässig, kann aber *verschiedene Rechtsfolgen* auslösen – ein Zentralthema bei Konzernfinanzierungen<sup>51</sup>. Gesellschafterdarlehen können z.B. zwar Sanierungsfunktionen<sup>52</sup> wahrnehmen, bringen aber allenfalls Sonderprobleme z.B. im Steuerrecht oder im Sanierungsrecht mit sich<sup>53</sup>.

### 2.2.1.2 *Schutzmechanismen und Vorzüge*

Für die Fremdkapitalgeber sind die *juristischen Schutzmechanismen* in unterschiedlichen Rechtsgrundlagen normiert. Im Vordergrund stehen einerseits die *allgemeine obligationenrechtliche* Basis (z.B. das Darlehensrecht oder das Arbeitsrecht oder das Deliktsrecht) sowie andererseits die *gesellschaftsrechtliche* Basis des Gläubigerschutzes. Ausserdem finden sich *spezialgesetzliche* Schutzelemente (etwa der Einlegerschutz bei Banken<sup>54</sup>

---

<sup>49</sup> Hierzu: KUNZ, Minderheitenschutz, § 4 N 5 Fn 10.

<sup>50</sup> Dazu insbesondere auch das Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 1. Juli 1981, Ziff. 2 (auf dem Internet: <http://www.estv.admin.ch/bundessteuer/dokumentation/00242/00380/index.html?lang=de>), wonach *Aktionärsdarlehen* zivilrechtlich, betriebswirtschaftlich und konkursrechtlich *Fremdkapital* darstellen: „Obschon namentlich bei personenbezogenen Gesellschaften und Konzerngesellschaften Aktionärsdarlehen wirtschaftlich den Charakter von Eigenkapital aufweisen können, folgt das Steuerrecht der durch unternehmerischen Entscheid gewählten zivilrechtlichen Gestaltung. Von dieser Regelung ausgenommen sind Tatbestände der Steuerumgehung (verdecktes Eigenkapital im Sinne der bundesgerichtlichen Rechtsprechung)“.

<sup>51</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.1.2.

<sup>52</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 2.2.3.

<sup>53</sup> Sog. *verdecktes Eigenkapital* bzw. sog. *eigenkapitalersetzendes Darlehen*: vgl. dazu hinten Ziff. 2.2.3.

<sup>54</sup> Art. 37b Abs. 1<sup>bis</sup> BankG (SR 952.0); der Einlegerschutz wurde durch eine dringliche Änderung des Bankgesetzes vom 19. Dezember 2008 von ursprünglich CHF 30'000.-- auf CHF 100'000.-- erhöht; diese Änderung trat am 20. Dezember 2008 in Kraft (AS 2009 55; BBl 2008 8841 ff.).

oder die generellen konkursrechtlichen Privilegierungen<sup>55</sup> von Gesellschaftsgläubigern).

Ein Investor als Geldgeber hat von den Konzepten her die Wahl, ob er der Gesellschaft entweder Fremdkapital oder aber Eigenkapital zur Verfügung stellen will. Die Privatautonomie dominiert in diesem Bereich. M.E. sprechen beispielsweise die folgenden Überlegungen zugunsten einer *Fremdkapitalfinanzierung*:

(i) Gesellschaftsgläubiger werden in verschiedenen Bereichen gegenüber den Gesellschaftern *konzeptionell privilegiert* (z.B. bei der Liquidation der AG<sup>56</sup> oder im Konkurs der Gesellschaft<sup>57</sup>); (ii) sie haben insbesondere einen *Rückforderungsanspruch*; (iii) Gläubiger können ausserdem ein *fixes Entgelt* vereinbaren (z.B. eine Verzinsung des Darlehens oder ein Lohn beim Einzelarbeitsvertrag)<sup>58</sup>; (iv) schliesslich bedeutet Fremdkapital verschiedene *steuerliche Vorzüge* für die Gesellschaft gegenüber einer Eigenkapitalfinanzierung (z.B. stellt das Entgelt für Fremdkapital einen gewinnmindernden Aufwand für die Gesellschaft dar<sup>59</sup>, und eine Emissionsabgabe wird im Prinzip niemals geschuldet<sup>60</sup>).

## 2.2.2 Eigenkapital – ausgewählte Aspekte

### 2.2.2.1 Vorgaben und Eigenkapitalgeber

Eigenkapital der Gesellschaft stellt Risikokapital der Gesellschafter dar<sup>61</sup>, d.h. es besteht insbesondere – anders als beim Fremdkapital – *kein (Rück-) Zahlungsanspruch* des Financiers. Eigenkapital vermittelt an der Unter-

---

<sup>55</sup> Art. 219 und Art. 220 SchKG: Rangordnung der Gläubiger und Verhältnis der Rangklassen.

<sup>56</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 2.1.

<sup>57</sup> Insbesondere kann ein *Gläubiger* – anders als ein Gesellschafter – seinen *Anspruch kollozieren* im Gesellschaftskonkurs; Art. 246 SchKG: Kollokation von Amtes wegen für sich aus dem Grundbuch ergebende Forderungen; Art. 247 SchKG: Erstellen des Kollokationsplanes aufgrund der Rangordnung der Gläubiger.

<sup>58</sup> Die sog. *partiarischen Darlehen* kommen in der Praxis *relativ selten* vor und bringen *Abgrenzungsprobleme* zwischen Gläubigerstellung einerseits und Gesellschafterstellung andererseits mit sich; detaillierter dazu: MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 1 N 91 ff., insb. N 95; zudem generell: GUERY.

<sup>59</sup> Art. 58 Abs. 1 sowie Art. 59 DBG (SR 642.11); gemäss Art. 65 DBG werden *Zinsen* auf verdecktem Eigenkapital dem *Reingewinn zugerechnet*.

<sup>60</sup> Art. 5 StG (SR 641.10); zudem die Ausnahme von Art. 6 Abs. 1 lit. h StG, wonach selbst bei Gründung oder Kapitalerhöhungen *keine Emissionsabgabe* geschuldet ist, sofern die Leistungen der Gesellschafter total CHF 1 Mio. nicht übersteigen.

<sup>61</sup> Allg.: HANDSCHIN, Risikoreserve, 71 ff.; BÖCKLI, Eigenkapitalschutz, 1 ff.

nehmung als Investorenanspruch eine sog. *Beteiligung* und nicht einen Gläubigeranspruch. Diese Beteiligung verschafft deren Inhaber(n) ein Bündel von Rechten, nämlich die *Gesellschafterrechte*. Diese Rechte der Gesellschafter können in verschiedener Hinsicht<sup>62</sup> kategorisiert werden.

Das *Eigenkapital* der Gesellschaft nimmt im kontinentaleuropäischen Gesellschaftsrecht – anders als im angelsächsischen Rechtskreis – eine *zentrale Bedeutung* ein<sup>63</sup>. Der Kapitalschutz im Rahmen von Art. 678 OR bzw. Art. 680 OR dominiert das Gesellschaftsrecht, und zwar nicht zuletzt bei Unternehmens- und Konzernfinanzierungen.

Beim Eigenkapital (sog. „equity“)<sup>64</sup> – anders als beim Fremdkapital<sup>65</sup> – bestehen *quantitative* Vorgaben, d.h. sowohl *Minimalziffern*<sup>66</sup> als auch *Maximalziffern*<sup>67</sup>, die zusätzlich durch Liberierungsvorschriften<sup>68</sup> zulasten der Gesellschafter ergänzt werden. Heftig diskutiert wird in der gesellschaftsrechtlichen Doktrin die praxisrelevante Frage, ob allenfalls eine sog. *Pflicht zur Eigenkapitalausstattung* besteht<sup>69</sup>. Die Gesellschaften sind m.a.W. nicht gänzlich frei, ob bzw. wie sie sich im Bereich des Eigenkapitals finanzieren wollen. Während das rechtliche Interesse m.E. idealtypisch auf ein *möglichst hohes Eigenkapital* gerichtet erscheint, kann das betriebswirtschaftliche Interesse in die andere Richtung gehen<sup>70</sup>.

Des Weiteren – erneut anders als beim Fremdkapital<sup>71</sup> – gibt es ebenfalls *qualitative* Unterscheidungen bzw. Kategorisierungen beim Eigenkapital<sup>72</sup>:

<sup>62</sup> Übersicht zu den *Aktionärsrechten* statt aller: KUNZ, Minderheitenschutz, § 1 N 197 ff. m.w.H.

<sup>63</sup> Detailliert: BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 153 ff. (a.a.O., N 155 ff. zu den USA).

<sup>64</sup> Zu Finanzierungsfragen im Detail: VOLKART, 651 ff.

<sup>65</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 2.2.1.

<sup>66</sup> Beispiele: *minimales* Aktienkapital von CHF 100'000.-- bei AG (Art. 621 OR) sowie *minimales* Stammkapital von CHF 20'000.-- bei GmbH (Art. 773 OR); der *Nutzen* von Minimalkapitalien wird seit einiger Zeit in Frage gestellt: HERREN, 39 ff.

<sup>67</sup> Beispiele: *maximales* Verhältnis zwischen dem Partizipationskapital einerseits und dem Aktienkapital andererseits bei AG (Art. 656b Abs. 1 OR); ehemals galt zudem ein *maximales* Stammkapital in Höhe von CHF 2 Mio. bei GmbH (Art. 773 aOR).

<sup>68</sup> (i) *AG*: Art. 632 OR, Art. 683 Abs. 1 OR; (ii) *GmbH*: Art. 777c Abs. 1 OR.

<sup>69</sup> Statt aller: GLANZMANN, Kapitalausstattung, 51 ff.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 273 ff.

<sup>70</sup> Die *Eigenkapitalrendite steigt* bei *gleichem Gewinn* in Verbindung mit *sinkendem Risikokapital*; aus diesem Grund versuchen oftmals AG, ihr „überschüssiges“ Eigenkapital an die Aktionäre „zurückzugeben“ (z.B. mittels Rückkaufprogrammen und mittels Kapitalherabsetzungen).

<sup>71</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 2.2.1.

Beim Fremdkapital ist eine Schuld einfach eine Schuld, und es interessiert nicht, wer als Gläubiger einen Anspruch hat. Beim Eigenkapital hingegen werden konzeptionell insbesondere die *Aktionäre* einerseits von den *Partizipanten* (als sog. „stimmrechtslose Aktionäre“) andererseits unterschieden. Die Entstehung der beiden Eigenkapitalien, die verschiedene Bezüge zueinander haben (z.B. Art. 656a Abs. 2 OR, Art. 656b Abs. 3/Abs. 4 OR, Art. 656g OR), erfolgt auf unterschiedliche Weise. Die *Rechtsstellungen* der Aktionäre und der Partizipanten (Art. 656c ff. OR) ähneln sich zwar, sind aber nicht identisch.

Nebst (i) dem *Nominalkapital* (also: dem Aktienkapital und eventuell dem Partizipationskapital der Gesellschaften) gehören (ii) die *Reserven*, die weiter unterteilt werden, (iii) der *Bilanzgewinn* sowie (iv) das sog. *Agio* ebenfalls zum Eigenkapital.

Zu den in der Bilanz ausgewiesenen sog. offenen Reserven, die von den nicht ersichtlichen sog. stillen Reserven<sup>73</sup> abzugrenzen sind, werden die gesetzlichen Reserven (d.h. die allgemein gesetzlichen Reserven gemäss Art. 671 OR sowie die freien Reserven), die Spezialreserven (d.h. die Reserven für eigene Aktien gemäss Art. 671a OR sowie die Aufwertungsreserven im Sinne von Art. 671b OR) sowie eventuell schliesslich die statutarischen Reserven gemäss Art. 672 ff. OR gezählt<sup>74</sup>.

In der vorliegenden Darstellung zur Unternehmensfinanzierung interessiert primär das *Nominalkapital* der Gesellschaften, und zwar in erster Linie das Aktienkapital der AG und dessen Veränderungsmöglichkeiten<sup>75</sup>. Immerhin erweist sich bei der Fremdkapitalfinanzierung im *Konzern* zumeist als bedeutsam, *zulasten welcher Passiven* (inklusive Reserven) die Darlehensfinanzierung bzw. die Besicherung fremder Darlehensvergaben erfolgt ist<sup>76</sup>.

---

<sup>72</sup> Eine qualitative Differenzierung besteht insbesondere hinsichtlich der *Vielzahl verschiedener Aktienkategorien* (z.B. Inhaberaktien, Namenaktien, Stimmrechtsaktien, Vorzugsaktien, Stammaktien).

<sup>73</sup> Statt aller: BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 887 ff.

<sup>74</sup> Die aktuelle „grosse Aktienrechtsrevision“ wird das *Recht der Reserven* voraussichtlich *fundamental ändern*: BBl 2008 1658 ff.; auf die Einzelheiten soll in diesem Beitrag nicht eingegangen werden.

<sup>75</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.2.2.

<sup>76</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.1.

### 2.2.2.2 *Schutzmechanismen und Vorzüge*

Für die Eigenkapitalgeber bestehen umfassende *juristische Schutzmechanismen*. Der Gesellschafterschutz bzw. der *Minderheitenschutz* kommt sozusagen in jeder gesellschaftsrechtlichen Norm unmittelbar oder mindestens mittelbar zum Ausdruck. Nebst gesetzten Regelungen finden sich zahlreiche ungeschriebene Prinzipien (z.B. der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung)<sup>77</sup>, die dem Schutz der Gesellschafter nicht zuletzt im Zusammenhang mit Eigenkapitalfinanzierungen dienen sollen<sup>78</sup>.

Die Thematik wird heutzutage etwas von der verwandten und auf internationaler Ebene geführten sog. *Corporate Governance-Debatte* überlagert, und zwar nicht allein bei Einzelunternehmungen, sondern ebenfalls bei Konzernsachverhalten<sup>79</sup>.

Ein Investor als Geldgeber bzw. als Financier hat konzeptionell die Wahl, ob er der Gesellschaft entweder Eigenkapital oder aber Fremdkapital zur Verfügung stellen will; in der Praxis treten *Banken eher als Fremdkapitalgeber* und nicht als Eigenkapitalgeber auf, weil Bankenbeteiligungen traditionellerweise eine (politische) Brisanz zukommt<sup>80</sup>. M.E. sprechen beispielsweise die folgenden Überlegungen zugunsten einer *Eigenkapitalfinanzierung*:

(i) Die *Finanzierungskosten* sind für die Gesellschaften meist geringer als bei einer Finanzierung durch Fremdkapital<sup>81</sup>; (ii) die *Eigenkapitalbasis* der Gesellschaften wird verstärkt, wodurch allfällige Sanierungsszenarien (Art. 725 f. OR) obsolet werden könnten<sup>82</sup>; für den Investor interessant sein sowie Anreiz für eine Anlage bilden können ausserdem – im Vergleich zur Gläubigerstellung – (iii) die erhöhten *Mitsprachemöglichkeiten* (Voice)<sup>83</sup> sowie (iv) die Chance zur *Realisierung bzw. Veräusserung* des

---

<sup>77</sup> Hinweise: KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 83 ff.

<sup>78</sup> In der Praxis kommt es oft vor, dass *Aktienkapitalerhöhungen* unter Gewährung des Bezugsrechts durchgeführt werden mit der unausgesprochenen Absicht, unliebsame Aktionäre *faktisch auszuschliessen*.

<sup>79</sup> Statt aller: FORSTMOSER, 151 ff.; zudem: HOFSTETTER, 301 ff.

<sup>80</sup> Allg.: LIENHARD, 60 ff.

<sup>81</sup> Beispielsweise darf – vorbehaltlich Art. 676 OR betreffend Bauzinsen – das *Aktienkapital nicht verzinst* werden (Art. 675 Abs. 1 OR).

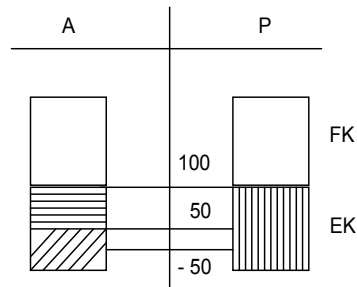
<sup>82</sup> Zahlreiche Gesellschaften – insbesondere im Bereich der Finanzbranche (v.a. Banken und Versicherungen) – sind ausserdem mit *spezialgesetzlichen Anforderungen* an die Eigenkapitalbasis konfrontiert.

<sup>83</sup> Detailliert zu den Schutzmechanismen von *Exit und Voice* für Investoren (insbesondere für Aktionäre): KUNZ, Minderheitenschutz, § 4 N 1 ff. m.w.H.



Investments (Exit)<sup>84</sup>; und mangels Kündigungs- oder Rückforderungsrecht des Eigenkapitalgebers<sup>85</sup> (v) verbessert sich schliesslich die *Berechenbarkeit und Planbarkeit* des Gesellschaftsvermögens<sup>86</sup>.

Die zentrale Funktion des Eigenkapitals ist dessen sog. *Ampel-Funktion* bei Finanzierungsschwierigkeiten im Sinne von Art. 725 f. OR, d.h. in erster Linie in Sanierungssituationen von Gesellschaften<sup>87</sup> oder von Konzernen<sup>88</sup> – etwas trivialisiert (und folgend dem Motto: „on the left is nothing right, and on the right is nothing left“)<sup>89</sup>:



Bilanzgewinne und selbst quantitativ beschränkte Bilanzverluste bedeuten „grün“ für die AG, denn gefährdet sind konzeptionell weder die Gläubiger noch die Aktionäre; steigen die Bilanzverluste hingegen an, und zwar auf mindestens 50% des Aktienkapitals und der gesetzlichen Reserven (sog. *Kapitalverlust*: Art. 725 Abs. 1 OR)<sup>90</sup>, wird dadurch auf „gelb“ gestellt – denn zumindest die Aktionäre scheinen nunmehr gefährdet –

<sup>84</sup> Zwar steht dem Aktionär *kein Austrittsrecht* zu (anders als allenfalls dem GmbH-Gesellschafter), d.h. die Beteiligung kann nicht der AG „zurückgegeben“ werden, nichtsdestotrotz besteht ein *prinzipielles Veräusserungsrecht* an Beteiligungspapieren; eine allfällige *Kotierung* an einer Börse stärkt die Exit-Variante.

<sup>85</sup> Bei einem *Darlehen* muss z.B. jeweils mit einer *Kündigung* gerechnet werden (Art. 318 OR).

<sup>86</sup> Dies stellt m.E. eine wichtige Überlegung dar bei kollektiven Kapitalanlagen und der Wahl zwischen einer sog. *Anlagegesellschaft* (Investmentgesellschaft/SICAF) und einem sog. *Anlagefonds*.

<sup>87</sup> Das gesellschaftsrechtliche Sanierungsrecht gemäss Art. 725 f. OR wird im Rahmen der aktuellen „grossen Aktienrechtsrevision“ *überarbeitet und ergänzt*: BBl 2008 1689 ff. sowie 1784 ff.; zur Situation de lege lata jüngst generell: SCHENKER, 485 ff. m.w.H.

<sup>88</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.1.

<sup>89</sup> Detaillierter statt aller: MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 16 N 83 ff.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 707 ff. m.w.H.

<sup>90</sup> Der Kapitalverlust ist eine *qualifizierte Unterart des Bilanzverlustes* (sog. Unterbilanz).

und ein Handlungsbedarf entsteht<sup>91</sup>; sollten die Bilanzverluste weiter zunehmen und schliesslich sogar das gesamte Eigenkapital aufzehren<sup>92</sup> (sog. *Überschuldung*: Art. 725 Abs. 2 OR), wodurch die Aktionäre einen Totalverlust erleiden können und nunmehr ebenfalls die Gläubiger nicht mehr voll gedeckt sind, bedeutet dies „rot“, d.h. im Prinzip muss jetzt beim zuständigen Gericht die „Bilanz deponiert“ und der Gesellschaftskonkurs ausgelöst werden<sup>93</sup>.

### 2.2.3 Verhältnis von Fremdkapital und Eigenkapital

Dass zwischen dem Fremdkapital bzw. den Gläubigern einerseits und dem Eigenkapital bzw. den Gesellschaftern andererseits in verschiedenen Bereichen ein *rechtliches Konkurrenzverhältnis* besteht, wurde bereits erläutert<sup>94</sup>. Ebenfalls schon aufgezeigt wurde, dass die in Art. 725 OR angesprochenen *Finanzierungsprobleme* (als Teil des Sanierungsrechts zwischen Restrukturierung und Liquidation) eben gerade nicht am Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital, sondern an eigentlichen *Bilanz-Querbezügen* anknüpfen<sup>95</sup>.

Es bestehen indes noch zahlreiche weitere quantitative und qualitative Aspekte zum Verhältnis der beiden Finanzierungsquellen für Unternehmungen. Auf einige *ausgewählte Elemente* soll im Folgenden mindestens im Überblick hingewiesen werden.

---

<sup>91</sup> Weil nur die *Aktionäre gefährdet* sind, aber nicht die Gläubiger, bleibt die *Handlungshoheit beim VR*, ohne dass ein Gang zum Richter notwendig wird; vielmehr muss gemäss Art. 725 Abs. 1 OR eine *a.o. GV einberufen* werden, der dann *Sanierungsmassnahmen* vorzuschlagen sind – die *Aktionäre entscheiden*, weil es (noch) um ihre eigene Gefährdung geht.

<sup>92</sup> Die Situation kann von zwei Seiten her umschrieben werden, die zum gleichen Ergebnis einer *Überschuldung* führen, nämlich: (i) der *Bilanzverlust* (= ausgewiesen bei den Aktiven) ist grösser als das *Eigenkapital* bzw. (ii) die *Aktiven* (abzüglich Bilanzverlust) decken das *Fremdkapital* nicht mehr.

<sup>93</sup> Der VR und die Aktionäre verlieren ihre Handlungshoheit an den *Richter*, weil es nicht mehr um den Schutz der Eigenkapitalgeber geht, sondern nunmehr (auch) die Fremdkapitalgeber zu Verlust kommen (können).

<sup>94</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 2.1.

<sup>95</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 2.2.2.2; sowohl beim Kapitalverlust (Art. 725 Abs. 1 OR) als auch bei der Überschuldung (Art. 725 Abs. 2 OR) werden die *Aktiven inklusive Bilanzverlust* jeweils in Bezug gesetzt zu *bestimmten Passiven*, nämlich entweder zum Eigenkapital (sc. Vergleich von Bilanzverlust mit Eigenkapital) oder aber zum Fremdkapital (sc. Vergleich der Aktiven ohne Bilanzverlust mit Fremdkapital).

Es gibt unterschiedliche Überlegungen, die entweder für eine Fremdkapitalfinanzierung<sup>96</sup> oder für eine Eigenkapitalfinanzierung<sup>97</sup> oder aber für einen Mix sprechen. Das Gesellschaftsrecht kennt *keine starre Relation* zwischen Fremdkapital und Eigenkapital. Wenn ein bedeutender Eigenkapitalgeber (z.B. der Mehrheitsaktionär) gleichzeitig als Fremdkapitalgeber (z.B. mittels Aktionärsdarlehen) auftritt, können *rechtliche Sonderprobleme* – Stichworte: verdecktes Eigenkapital bzw. eigenkapitalersetzendes Darlehen<sup>98</sup> – akut werden.

Die *Abgrenzung* von Fremdkapital und von Eigenkapital kann m.E. *schwierig* sein. Im Vordergrund stehen die zivilrechtliche Gestaltung sowie der Wille der Parteien und nicht die wirtschaftliche Sichtweise<sup>99</sup>. Beim Fremdkapital liegt die Causa z.B. in Darlehens- oder in anderen vertraglichen Beziehungen (also: Forderung), beim Eigenkapital hingegen in der Gesellschafterstellung (also: Beteiligung). In jedem Fall braucht es einen Entscheid dazu, welche Finanzierungsart im konkreten Fall vorliegt, weil die *Rechtsfolgen verschieden* sind (z.B. bei Insolvenz oder bei sonstiger Liquidation) – und dies ist nicht immer einfach.

Sozusagen in der „twilight zone“ zwischen (i) dem Fremdkapital einerseits und (ii) dem Eigenkapital andererseits liegt (iii) die sog. *Mezzanine-Finanzierung*, d.h. eine Hybrid-Finanzierung<sup>100</sup>, der in der Praxis eine grosse Bedeutung zukommt. Es steht indes nicht absolut fest, welche Finanzierungsquellen im Einzelnen dazu gezählt werden. Die Thematik der Mezzanine-Finanzierung erscheint m.E. in der Schweiz juristisch (noch) kaum wissenschaftlich vertieft behandelt worden zu sein.

---

<sup>96</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 2.2.1.2.

<sup>97</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 2.2.2.2.

<sup>98</sup> Statt aller: BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 779 ff. m.w.H.; die Thematik wird besonders akut bei *Konzernsanierungen*: vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.1.2.

<sup>99</sup> BGE 121 III 319 Erw. 5 b. bb.: „La réalité juridique est dès lors seule déterminante (...) et il serait choquant de se fonder sur l'unité économique (...)“.

<sup>100</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.3.

### 3. Details

#### 3.1 Fremdkapital

##### 3.1.1 Darlehen

Traditionellerweise stehen für Fremdkapitalfinanzierungen in Europa bei Unternehmungen die *Darlehen* im Vordergrund<sup>101</sup>, also beispielsweise die Kreditvergaben durch die „Hausbanken“ oder durch Kreditkonsortien<sup>102</sup>. In aller Regel erweisen sich die Darlehen (selbst sog. Konsortialkredite als Grosskredite) in der Tendenz als *quantitativ limitierter* als etwa die Unternehmensfinanzierung mittels Anleiensobligationen<sup>103</sup> – wobei im Einzelfall durchaus grosse Darlehensvergaben vorkommen können<sup>104</sup>.

Bei den Darlehen steht das *Gesellschaftsrecht* nicht im Vordergrund des juristischen Interesses, sondern vielmehr das Vertragsrecht (Art. 312 ff. OR); darauf kann und soll im Folgenden indes nicht näher eingegangen werden. Die Gesellschafter der zu finanzierenden Unternehmung haben normalerweise *keine Mitsprachemöglichkeiten*, d.h. bei AG ist ausschliesslich der *VR kompetent* für Darlehensaufnahmen<sup>105</sup>.

Kreditgeber können versucht sein, sich *Informations- sowie Mitspracherechte* privatautonom bzw. rechtsgeschäftlich auszubedingen, was durchaus Risiken beinhaltet. Es kann etwa im Darlehensvertrag vereinbart werden, dass der Kreditgeber (z.B. eine Bank) einen *Vertreter delegiert* in den VR des Darlehensnehmers. Dadurch wird die *Verantwortlichkeit* für die Darlehensvergabe thematisiert, und zwar für den *Vertreter* als sog. formelles Organ (Art. 754 ff. OR) und ausserdem für den *vertretenen* Darlehensgeber (v.a. Art. 722 OR).

---

<sup>101</sup> In den USA liegt die Präferenz traditionellerweise bei der Fremdkapitalfinanzierung über die *Finanzmärkte* und somit bei den *Anleiensobligationen*.

<sup>102</sup> Die Mitglieder eines Kreditkonsortiums bilden regelmässig eine sog. *einfache Gesellschaft* gemäss Art. 530 ff. OR; BK-FELLMANN/MÜLLER, N 296 ff. zu Art. 530 OR.

<sup>103</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.1.2.

<sup>104</sup> Beispielsweise stellte – zumindest nach Medienberichten: SHZ, 4. November 2009, 3 („Credit Suisse spricht Kredit von spektakulärer Grösse“) – im Herbst 2009 anscheinend die Grossbank Credit Suisse Group der schweizerischen Autohandelskette Amag einen *Konsortialkredit von ca. CHF 2 Mia.* zur Verfügung, was im damaligen Zeitpunkt ein quantitativer Ausnahmefall für die Schweiz gewesen sein dürfte.

<sup>105</sup> Subsidiärkompetenz gemäss Art. 716 Abs. 1 OR; die *Vertretungsmacht des VR* erweist sich als *umfassend* (Art. 718a Abs. 1 OR); allg.: MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 9 N 57 ff.

Nicht nur, aber gerade in Sanierungssituationen werden sich die Banken oder andere Kreditgeber – selbst ohne eigentliche VR-Vertretung – detaillierte *Informations-* sowie *Mitspracherechte* einräumen lassen. Im konkreten Fall *könnte* dies dazu führen, dass der Kreditgeber als faktisches bzw. als sog. *materielles Organ* betrachtet<sup>106</sup> und somit zur Verantwortung gemäss Art. 754 ff. OR gezogen werden kann; die Thematik ist in der Lehre<sup>107</sup> und in der Praxis<sup>108</sup> äusserst umstritten. M.E. besteht *keine Privilegierung* selbst für sanierende Banken, d.h. *jeder Kreditgeber* wird somit zum materiellen Organ, wenn er basierend auf der konkreten Vereinbarung die Voraussetzungen erfüllt und u.a. „die eigentliche Geschäftsführung massgebend mitbestimm[t]“<sup>109</sup>.

### 3.1.2 Anlehensobligationen

#### 3.1.2.1 Grundzüge

Die sog. *Anlehensobligationen* gemäss Art. 1156 ff. OR („bonds“) stellen materiell im Wesentlichen ein in Teilbeträge aufgeteiltes *Grossdarlehen* auf einer einheitlichen Rechtsgrundlage betreffend z.B. den Zinssatz, den Ausgabepreis oder die Laufzeit für die Obligationäre (= Gläubiger) an die Unternehmung (= Schuldnerin) dar<sup>110</sup>. Der Anlehensnehmer bzw. Emittent schliesst mit einer Vielzahl von Darleihern *selbständige Einzelverträge* ab<sup>111</sup>, wobei die Rückforderung regelmässig auf dem begebenen Wertpapier basiert<sup>112</sup>. Die Parteien dieser Form der Unternehmensfinanzierung kennen sich meist überhaupt nicht.

---

<sup>106</sup> Statt aller: BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 N 109 ff.

<sup>107</sup> Generell: LÄNZLINGER, 190 ff.; BERTHEAU, 119 ff.; MAURENBRECHER, 1327 ff.; BÄRTSCH, 101 ff.; BERTSCHINGER, 455 ff.; LIPS-RAUBER, 144 ff.; ROBERTO, 104 ff.; allg. ausserdem: AFFENTRANGER, 103 ff.; ISLER, 287 ff.; KUNZ, Verantwortlichkeitsklage, 182 ff. m.w.H.

<sup>108</sup> Hierzu: BGE 107 II 349 Erw. 5 a.; BGE 117 II 432 Erw. 2 a.; BGE 128 III 92 Erw. 3 a.; BGE 132 III 523 Erw. 4.5.

<sup>109</sup> BGE 128 III 29 Erw. 3 a.; oder m.a.W. ist die generelle Praxis zum *materiellen Organbegriff* – BGE 126 V 237 Erw. 4 a.E.: „Personen, die faktisch die Funktion eines Geschäftsführers ausüben, indem sie etwa diesem vorbehaltene Entscheide treffen oder die eigentliche Geschäftsführung besorgen und so die Willensbildung der Gesellschaft massgebend beeinflussen (materielle oder faktische Organe [...])“ – m.E. *tel quel* ebenfalls auf *Kreditgeber* anwendbar.

<sup>110</sup> BGE 113 II 288 Erw. 5 a.; BGE 113 II 530 Erw. 4 a.

<sup>111</sup> Regelmässig liegt eine *VR-Kompetenz* für die Begebung vor (Art. 716 Abs. 1 OR); allg. dazu: GRONER/GOTSCHEV, 385 ff.

<sup>112</sup> NOBEL, § 11 N 225; ZOBEL/KRAMER, § 5 N 553; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, § 20 N 1 ff.; DAENIKER, 23 ff.; zudem: BGE 113 II 283 Erw. 5 a.

Von (i) den *Anleiheobligationen* müssen die Emissionen von (ii) *Beteiligungspapieren* gemäss Art. 652a OR (Aktien) und gemäss Art. 656a OR (Partizipationsscheine bzw. PS) sowie von (iii) sog. *Wertrechten* abgegrenzt werden<sup>113</sup>. Die *Prospekthaftung* im Sinne von Art. 752 OR gelangt bei sämtlichen Emissionen zur Anwendung<sup>114</sup>.

Die Unternehmung, die zu ihrer Finanzierung eine Anleiheobligation begibt, kann revisionsrechtlich u.U.<sup>115</sup> als Publikumsgesellschaft gemäss Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 lit. b OR qualifiziert werden; in diesem Fall wird eine sog. *ordentliche Revision* ausgelöst. Des Weiteren führt in *Konzernverhältnissen* das Bestehen von Anleiheobligationen mit der herrschenden Gesellschaft als Schuldnerin dazu, dass de lege lata in *jedem Fall* eine *Konzernrechnung* bzw. eine konsolidierte Jahresrechnung erstellt werden muss (Art. 663e Abs. 3 Ziff. 2 OR). Schliesslich führen Anleiheobligationen zu einer *umfassenden Offenlegungspflicht* für Jahres- und Konzernrechnung gemäss Art. 697h Abs. 1 Ziff. 1 OR.

Die Obligationäre einer Unternehmensanleihe bilden unter den Fremdkapitalschuldner ex lege eine sog. *Gläubigergemeinschaft* gemäss Art. 1157 ff. OR<sup>116</sup>. Die Vertreter dieser Gemeinschaft, die regelmässig aber

<sup>113</sup> Wertrechte sind unverurkundete Rechte, die als obligatorische Rechte buchmässig gehandelt und verwaltet werden: ZOBL/KRAMER, § 5 N 540; NOBEL, § 10 N 271; die Forderung des Obligationärs kann aber auch als unverbrieftes Wertrecht ausgestaltet sein, so dass Zessionsrecht anwendbar wird: ZOBL, 129 ff., v.a. 152.

<sup>114</sup> Auswahl: MAROLDA/VON DER CRONE, 158 ff.; ROBERTO/WEGMANN, 161 ff.; WATTER, 48 ff.

<sup>115</sup> Die neue *Revisionsaufsichtsbehörde* (RAB) muss entscheiden, ob eine Anleihe vorliegt oder nicht; Internet: [http://www.revisionsaufsichtsbehoerde.ch/docs/content\\_blau.asp?id=31340&domid=1063&sp=D&addlastid=&m1=30479&m2=30487&m3=31332&m4=31340&addhilite=obligation#top](http://www.revisionsaufsichtsbehoerde.ch/docs/content_blau.asp?id=31340&domid=1063&sp=D&addlastid=&m1=30479&m2=30487&m3=31332&m4=31340&addhilite=obligation#top); beispielsweise muss die Anleiheobligation *mindestens CHF 2 Mio.* betreffen; dieser Grenzwert basiert nach mündlicher Auskunft der RAB auf einer internen Auslegung der RAB zum Begriff der Anleiheobligation im Zusammenhang mit der Definition der Publikumsgesellschaft gemäss Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 lit. b OR, und zwar ohne explizite Grundlage; der Entwurf zur Revisionsaufsichtsverordnung vom 15. Mai 2007 (auf dem Internet: <http://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/1522/Vorlage.pdf>) sah in Art. 28 E-RAV ursprünglich noch einen Betrag von CHF 10 Mio. vor.

<sup>116</sup> Dabei handelt es sich um *keine juristische Person* (BGE 113 II 283 Erw. 2): „Wie anderen nicht mit juristischer Persönlichkeit ausgestatteten Rechtsgemeinschaften (z.B. Kollektiv- und Kommanditgesellschaft, Stockwerkeigentümergeinschaft) sind ihr durch das Gesetz bestimmte Befugnisse verliehen, welche ihr erlauben, am Rechtsverkehr selbständig, unabhängig von den in ihr zusammengefassten Obligationären, teilzunehmen (...). Damit wird ihr auch als nicht rechtsfähigem Gebilde von Bundesrechts wegen in bestimmtem Umfang Parteifähigkeit zuerkannt“; ebenso: DAENIKER, 58 f.; NOBEL, § 11 N 238.

auch gleichzeitig den Schuldner vertreten (Art. 1158 Abs. 1 OR), können insbesondere die Einberufung einer Gläubigerversammlung verlangen (Art. 1159 Abs. 2 OR) und an den Verhandlungen der Organe des Schuldners „mit beratender Stimme teilnehmen, soweit Gegenstände behandelt werden, welche die Interessen der Anleiensgläubiger berühren“ (Art. 1160 Abs. 2 OR).

Die allfälligen *Genussschein-Berechtigten* einer Gesellschaft, auf die an anderer Stelle noch kurz einzugehen ist<sup>117</sup>, werden für ihren eigenen Schutz auf die Regelungen gemäss Art. 1157 ff. OR verwiesen (Art. 657 Abs. 4 OR)<sup>118</sup>.

Generell sind die Ansprüche von Gläubigern zwar im Rahmen einer *Zession* übertragbar bzw. liquid (Art. 164 ff. OR), was realiter indes selten genutzt wird. Die beim Fremdkapital somit regelmässig relativierte Exit-Variante<sup>119</sup> kann indes gerade bei Anleiensobligationen durch deren *Kotierung* an einer Börse verstärkt werden<sup>120</sup>. Im Grossen und Ganzen, und zugegebenermassen etwas trivialisiert, erweisen sich m.E. allerdings die Beteiligungen (= Eigenkapital) eher der Exit-Variante zugänglich als die Forderungen (= Fremdkapital).

### 3.1.2.2 Varianten – Auswahl

Je nach Vereinbarungen zwischen der Unternehmung und den Obligationären bzw. je nach konkreten Anleiensbedingungen der Emission werden verschiedene Formen der Unternehmensfinanzierung mittels Anleihen unterschieden. Die idealtypische (i) sog. *gewöhnliche Anleiensobligation* stellt ausschliesslich eine Fremdkapitalfinanzierung dar. Zentraler Inhalt ist die Kapitalrückzahlung an die Obligationäre, mit der regelmässig eine Zinszahlung<sup>121</sup> verbunden ist – für einen Investor mag diese Obligation allenfalls beschränkt reizvoll sein.

---

<sup>117</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.2.3.

<sup>118</sup> Dazu: BGE 113 II 530 ff. Erw. 4 m.w.H.; zudem: KUNZ, Minderheitenschutz, § 2 N 53/N 63 je m.w.H.

<sup>119</sup> KUNZ, Minderheitenschutz, § 4 N 5 ff.

<sup>120</sup> Zur SIX: [http://www.six-exchange-regulation.com/admission\\_manual/03\\_02-ARB\\_de.pdf](http://www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/03_02-ARB_de.pdf) (zu den Anleiensobligationen im Allgemeinen); [http://www.six-exchange-regulation.com/admission\\_manual/05\\_02-RIB\\_de.pdf](http://www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/05_02-RIB_de.pdf) (Kotierung von internationalen Anleihen).

<sup>121</sup> Demgegenüber charakterisieren sich sog. *Zerobonds* dadurch, dass ein Investor für die darlehensweise Überlassung von Kapital nicht in Form von periodischen Zinszahlungen wie bei Couponbonds, sondern mittels einer *einmaligen Leistung* im Zeitpunkt der

Andere Anleihen sehen *zusätzliche Funktionen* zur Fremdkapitalfinanzierung vor, so dass sie zur Mezzanine-Finanzierung<sup>122</sup> gezählt werden; für Investoren mögen diese Obligationen allenfalls interessant sein, weil sie – unter bestimmten Voraussetzungen – einen „Zugriff auf Eigenkapital“ einräumen. In der Wirtschaftsrealität stehen zwei Obligationenvarianten im Vordergrund, bei denen es jeweils Unterkategorien gibt:

Bei der (ii) sog. *Optionsanleihe* hat und *behält* der Obligationär *in jedem Fall* sämtliche Gläubigerrechte der Anleihe (z.B. den Anspruch auf Kapitalrückzahlung); ihm steht aber *zusätzlich* das Recht zu, während einer bestimmten Frist etwa ein Beteiligungspapier des Emittenten zu einem im Voraus festgelegten Preis zu *erwerben* („call option“)<sup>123</sup>, d.h. der Investor erhält sozusagen das „Beste aus beiden Welten“. Anders die (iii) sog. *Wandelobligation* („convertible bond“), deren Inhaber regelmässig die Wahl<sup>124</sup> hat, entweder die Gläubigerrechte zu behalten oder aber *an deren Stelle* seine Obligation während einer bestimmten Frist in eine festgelegte Zahl von Beteiligungspapieren des Emittenten zu wandeln<sup>125</sup>.

Bezieht sich die Optionsanleihe bzw. die Wandelobligation auf *Aktien des Emittenten* (oder einer anderen Konzerngesellschaft) als Bezugsquelle, müssen diese Beteiligungspapiere durch die Unternehmung für die Rechtsausübung durch die Berechtigten zur Verfügung gestellt (z.B. als eigene Aktien gemäss Art. 659 ff. OR) oder meist geschaffen werden. Dies geschieht regelmässig durch *bedingtes Aktienkapital* der Gesellschaft<sup>126</sup>. Die *Liberierung* dieser (neuen) Emittenten-Aktien erfolgt einer-

---

Rückzahlung entschädigt wird; im Allgemeinen wird dabei zwischen globalverzinslichen Bonds und Diskont-Bonds unterschieden: MISTELI/WOHLWEND, 70 ff.

<sup>122</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.3.

<sup>123</sup> Wenn die *Option* („warrant“) *ausgeübt*, d.h. also beispielsweise eine Aktie erworben wird, hat dies *keine Auswirkung* auf die bisherige Gläubigerstellung – der Optionsinhaber *ist und bleibt Gläubiger* der Anleihe.

<sup>124</sup> Die Wandelobligation kann auch so ausgestaltet werden, dass (i) keine Wahl, sondern vielmehr (ii) eine *Pflicht* des Obligationärs *zur Wandlung* besteht – sog. *mandatory convertible bond*.

<sup>125</sup> Wenn das *Wandelrecht* (in Ausnahmefällen: die Wandelpflicht) *ausgeübt* wird, hat dies *unmittelbare Auswirkung* auf die bisherige Gläubigerstellung; der Optionsinhaber *verliert* nämlich seine Position als Gläubiger und wird nunmehr *Eigenkapitalgeber* (z.B. Aktionär) mit der entsprechenden Rechtsstellung.

<sup>126</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.2.2.3.



seits bei der Optionsanleihe im regulären Rahmen<sup>127</sup> und andererseits bei der Wandelobligation mittels Verrechnungslibrierung<sup>128</sup>.

## 3.2 Eigenkapital

### 3.2.1 Partizipationsscheine bzw. PS-Kapital

Die Regelungen zu den sog. *Partizipationsscheinen* (PS)<sup>129</sup> stellen eine der grossen Neuerungen anlässlich der umfassenden Aktienrechtsrevision zu Beginn der 1990er-Jahre dar. Die PS sowie das darauf basierende PS-Kapital gemäss Art. 656a ff. OR bilden – wie das Aktienkapital<sup>130</sup> – nicht Fremdkapital, sondern *Eigenkapital* der Unternehmung<sup>131</sup>. Relativ wenige Gesellschaften in der Schweiz finanzieren sich mittels PS.

Es besteht (i) *keine Minimalziffer* für das PS-Kapital von Unternehmungen (Art. 656b Abs. 2 OR)<sup>132</sup>, sondern einzig (ii) eine *Maximal-Ratio*, d.h. das auf PS basierende Nominalkapital der Gesellschaft darf de lege lata maximal das *Doppelte* des Aktienkapitals betragen (Art. 656b Abs. 1 OR) – zumindest ist dies heute (noch) der Fall<sup>133</sup>.

Den PS, die *gegen Einlage* emittiert werden und einen *Nennwert* haben (Art. 656a Abs. 1 Satz 2 OR), kommen verschiedene Vorzüge gegenüber einer Fremdkapitalfinanzierung einerseits und gegenüber einer Aktienkapitalfinanzierung andererseits zu. Insbesondere gibt es (gegenüber FK) *keine Rückzahlungspflichten* und *keine Zinszahlungspflichten*; eine *Stimmrechtsverwässerung* kann ausserdem (gegenüber AK) mangels Stimmrechts der Partizipanten ebenfalls ausgeschlossen werden.

---

<sup>127</sup> Der *Optionsberechtigte*, der sein Recht ausübt, *behält* den Gläubigeranspruch und muss die gezeichneten Aktien nunmehr *regulär liberieren* im Rahmen von Art. 652c OR i.V.m. Art. 633 ff. OR.

<sup>128</sup> Der *Wandelberechtigte*, der sein Recht ausübt, *verliert* den Gläubigeranspruch, indem er diesen *verrechnet* mit seiner Liberierungspflicht im Rahmen von Art. 653 ff. OR: BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 188; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, § 22 N 1; das Wandelrecht ist insofern untrennbar mit der Obligation verbunden: KOLB/VOLKART, 961 ff., v.a. 962.

<sup>129</sup> Statt aller: KUNZ, Minderheitenschutz, § 2 N 64 ff.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 16 N 330 ff.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 1 ff.; zudem grundlegend: DEMARMELS.

<sup>130</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.2.2.

<sup>131</sup> DEMARMELS, 67 f.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 294; vereinzelt, m.E. aber zu Unrecht werden die PS als *Mezzanine-Finanzierung* – vgl. dazu hinten Ziff. 3.3 – qualifiziert.

<sup>132</sup> BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 31.

<sup>133</sup> Die Thematik wird im Rahmen der aktuellen Revision debattiert: vgl. dazu hinten Ziff. 3.4.2.2.

Die PS werden mit gutem Grund als „*stimmrechtslose Aktien*“ bezeichnet. Zwar stehen den Partizipanten – ganz im Gegenteil zu den Aktionären – *keine Stimmrechte* zu (Art. 656a Abs. 1 a.E. OR/Art. 656c Abs. 1 OR), immerhin aber unter gewissen Voraussetzungen die „damit zusammenhängenden Rechte“ (z.B. das GV-Einberufungsrecht, das Teilnahmerecht an einer GV sowie die Informationsrechte gemäss Art. 656c OR)<sup>134</sup>.

Die Partizipanten können hingegen diverse *Vermögensrechte* gemäss Art. 656f f. OR in Anspruch nehmen (konkret: Dividendenansprüche, Ansprüche auf Liquidationsanteil sowie Bezugsrechte), ohne eine Schlechterstellung gegenüber den Aktionären in diesen spezifischen Bereichen der Vermögensrechte zu erfahren (Art. 656f Abs. 1 OR). Des Weiteren können sie z.B. Verantwortlichkeitsklagen gegen die Organe erheben<sup>135</sup>.

Die Exit-Variante wird für die Partizipanten als besondere Eigenkapitalgeber erheblich verbessert, und zwar – wie für die Aktionäre – durch die (mögliche) *Kotierung* der PS; kotierte PS sind äusserst selten in der Wirtschaftsrealität<sup>136</sup>.

Die PS bzw. das PS-Kapital haben einen *unmittelbaren Bezug* zu den Aktien bzw. zum Aktienkapital der Gesellschaften. Die Normen zum Aktienkapital, zu den Aktien und zu den Aktionären gelten gemäss Art. 656a Abs. 2 OR *grundsätzlich* ebenfalls beim PS-Kapital, bei den PS und bei den Partizipanten, wobei die Ausnahmen (z.B. Art. 656b Abs. 2 OR [Mindestkapital und Mindestliberierung] sowie Art. 656c Abs. 1 OR [Stimmrecht]) zahlreich sind. Ausserdem erfolgt in einigen Bereichen – z.B. beim Kapitalverlust gemäss Art. 725 OR – eine *Zurechnung des PS-Kapitals* an das Aktienkapital (Art. 656b Abs. 3 OR).

Das PS-Kapital kann ebenso wie das Aktienkapital<sup>137</sup> ordentlich oder genehmigt oder bedingt *erhöht* werden (Art. 656a Abs. 2 OR sowie Art. 656b Abs. 4/Abs. 5 OR). Die Gesellschafter werden schliesslich mit einem *Bezugsrecht* abgesichert (Art. 656g OR), womit sie ihre relative Eigenkapitalbeteiligung wahren können.

<sup>134</sup> Details: BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 62 ff. m.w.H.

<sup>135</sup> Allg. dazu: KUNZ, Verantwortlichkeitsrecht, 727 ff. m.w.H.

<sup>136</sup> Derzeit haben die Basellandschaftliche Kantonalbank, die Basler Kantonalbank, die Sprüngli AG, die Graubündner Kantonalbank, die Loeb Holding AG, die Perrot Duval Holding AG, die Rätia Energie AG sowie die Schindler Holding AG ihre Partizipationsscheine an der SIX kotiert.

<sup>137</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.2.2.2/Ziff. 3.2.2.3.

## 3.2.2 Aktien bzw. Aktienkapital

### 3.2.2.1 Grundzüge

Das sog. *Aktienkapital*, das Teil der Legaldefinition der AG bildet<sup>138</sup>, ist der obligatorische Teil des Nominalkapitals und damit des Eigenkapitals der Gesellschaft – die GmbH bleiben im Folgenden ausserhalb der Betrachtungen. Es gibt zwar (i) ein *Mindestkapital* für AG<sup>139</sup>, aber (ii) *kein Maximalkapital*. Das Aktienkapital ist *fixiert* und somit bei den regulären AG gemäss Art. 620 ff. OR<sup>140</sup> (noch<sup>141</sup>) nicht flexibel<sup>142</sup>.

Die *Aktien* als Beteiligungspapiere an AG<sup>143</sup> bilden das Aktienkapital<sup>144</sup>. Deren konkrete Ausgestaltung – also entweder als Inhaberaktien gemäss Art. 622 Abs. 1 OR oder als (eventuell: vinkulierte) Namenaktien gemäss Art. 685a ff. OR oder als Vorzugsaktien gemäss Art. 654 f. OR

---

<sup>138</sup> Art. 620 Abs. 1 OR: „Die Aktiengesellschaft ist eine Gesellschaft mit eigener Firma, deren zum voraus bestimmtes Kapital (Aktienkapital) in Teilsommen (Aktien) zerlegt ist und für deren Verbindlichkeiten nur das Gesellschaftsvermögen haftet.“; die *künftige Legaldefinition* der AG gemäss Art. 620 Abs. 1 E-OR lautet wie folgt: „Die Aktiengesellschaft ist eine Kapitalgesellschaft, an der eine oder mehrere Personen oder Handelsgesellschaften beteiligt sind. Ihr Aktienkapital ist in den Statuten festgelegt. Für ihre Verbindlichkeiten haftet ausschliesslich das Gesellschaftsvermögen.“ (BBl 2008 1751); die neue Legaldefinition orientiert sich an der Legaldefinition für die GmbH (Art. 722 OR), weil die gesetzlichen Begriffe der Rechtsformen aus Gründen der Rechtsklarheit und der Kohärenz des Gesellschaftsrechts parallel formuliert werden müssen – materielle Änderungen ergeben sich aus der neuen Legaldefinition nicht (BBl 2008 1636).

<sup>139</sup> Art. 621 OR: CHF 100'000.--; Spezialgesetze, gerade im Bereich des *Finanzmarktrechts* z.B. für Banken und für Versicherungen, können *höhere Mindestkapitalien* vorsehen und gehen der aktienrechtlichen Grundnorm vor („lex specialis derogat legi generali“).

<sup>140</sup> Anders verhält es sich mit der *spezialgesetzlichen* sog. Investmentgesellschaft mit variablem Aktienkapital (SICAV): Art. 36 ff. KAG.

<sup>141</sup> Eine *Flexibilisierung* wird das *Kapitalband* bringen: vgl. dazu hinten Ziff. 3.4.2.1.

<sup>142</sup> Kritisch und mit Forderungen de lege ferenda: KUNZ, *Flexibilisierung*, 18 ff.

<sup>143</sup> Die Aktien als Beteiligung beinhalten eo ipso *keine Gläubigeransprüche*.

<sup>144</sup> Das Gesetz bezeichnet die Aktien als Teilsommen des Aktienkapitals (Art. 620 Abs. 1 OR).

oder als Stimmrechtsaktien gemäss Art. 693 OR oder als Stammaktien<sup>145</sup> – interessiert unter finanzierungsrechtlichen Aspekten nicht<sup>146</sup>.

Mit Aktienkapitalerhöhungen besorgen sich AG regelmässig<sup>147</sup> *neues Kapital*, d.h. sie finanzieren sich dadurch. Diese Eigenkapitalbeschaffungen erfolgen durch formale Prozedere meist in GV, in deren Rahmen alle Beteiligten – insbesondere die bisherigen Aktionäre<sup>148</sup> als Eigenkapitalgeber – geschützt werden sollen. Aktien als Beteiligungspapiere können an den schweizerischen *Börsen kotiert* werden, wodurch die Exit-Variante für die Aktionäre verstärkt wird; mit der Kotierung werden also die Aktien prinzipiell *attraktiver für Anleger*, was die *Unternehmensfinanzierung erleichtern* sollte – mindestens im Regelfall<sup>149</sup>.

### 3.2.2.2 *Ordentliche und genehmigte Aktienkapitalerhöhungen*

In der Schweiz gibt es heute (noch) *drei Formen* der Aktienkapitalerhöhung, nämlich die ordentliche, die genehmigte sowie die bedingte Kapitalerhöhung<sup>150</sup>, wobei die ersten beiden Varianten inhaltlich zusammengehören<sup>151</sup>. Bei den ordentlichen und bei den genehmigten Aktienkapitalerhöhungen geht es meistens darum, der Unternehmung *neue Mittel* zu verschaffen<sup>152</sup>, d.h. es handelt sich um typische Finanzierungsinstrumente. Die durch die Erhöhung geschaffenen neuen Aktien sind im üblichen

<sup>145</sup> Es gibt *zwei Kategorien* von Stammaktien, weil diese Aktien nämlich jeweils die *anderen „schlechteren“ Aktien* einerseits zu den (i) Stimmrechtsaktien (Art. 693 Abs. 2 OR) und andererseits zu den (ii) Vorzugsaktien (Art. 656 Abs. 1 OR) bilden; die Stammaktionäre beider Kategorien haben Anspruch auf *Vertretung im VR* gemäss Art. 709 Abs. 1 OR (sog. VR-Proporz).

<sup>146</sup> Die *verschiedenen Arten von Aktien* bringen teils unterschiedliche Rechtsstellungen für die Beteiligungsberechtigten mit sich, insofern können sie die Kapitalgeber *ökonomisch mehr oder weniger anreizen* („incentive“) zur Eigenkapitalfinanzierung.

<sup>147</sup> *Keine* Unternehmensfinanzierung erfolgt z.B. mittels *Verrechnungslibrierung*, durch die ein Gläubiger zum Gesellschafter wird.

<sup>148</sup> Zentrale Schutzmechanismen stellen das *Bezugsrecht* (Art. 652b OR) sowie das *Vorwegzeichnungsrecht* (Art. 653c OR) dar.

<sup>149</sup> Ein *Attraktivitätsverlust* für kotierte Aktien mag allenfalls im Einzelfall darin begründet sein, dass bei einer Kotierung für die Gesellschafter bestimmte *Aktionärspflichten* entstehen: z.B. Art. 20 BEHG (Meldepflicht) sowie Art. 32 BEHG (Angebotspflicht).

<sup>150</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.2.2.3.

<sup>151</sup> Dies wird insbesondere daraus ersichtlich, dass sie gemeinsame Regelungen haben (Art. 652 ff. OR).

<sup>152</sup> Anders verhält es sich immerhin (i) bei der Ausgabe von sog. *Gratisaktien*, d.h. wenn das Aktienkapital erhöht wird durch Umwandlung von frei verwendbarem Eigenkapital (Art. 652d OR), sowie (ii) im Falle einer *Verrechnungslibrierung*.

Rahmen<sup>153</sup> zu *liberieren*. Die Statutenänderungen brauchen gemäss Art. 647 OR eine öffentliche Beurkundung.

Die (i) sog. *ordentliche* Kapitalerhöhung (Art. 650 OR) hat *weder zeitliche noch quantitative* Limiten<sup>154</sup>. Die Aktionäre können jederzeit an einer ordentlichen GV oder an einer a.o. GV eine Aktienkapitalerhöhung in jedem beliebigen Umfang und – im Prinzip – mit irgendwelchen Ausgabekonditionen beschliessen<sup>155</sup>. Das neue Eigenkapital soll in erster Linie bei den *bisherigen* Eigenkapitalgebern aufgebracht werden, d.h. es steht ihnen ein *Bezugsrecht* gemäss Art. 652b OR zu; es können unter bestimmten Voraussetzungen aber auch gänzlich *neue* Aktionäre auftreten bzw. die Aktien zeichnen<sup>156</sup>.

Mit der (ii) sog. *genehmigten* Kapitalerhöhung (Art. 651 f. OR) wird die Möglichkeit eröffnet, für bestimmte Zwecke – z.B. für Unternehmensübernahmen – *möglichst rasch* über neues Eigenkapital zu verfügen<sup>157</sup>; dadurch werden die sog. Vorratsaktien nach früherem Aktienrecht ersetzt. Der VR wird von der GV ermächtigt, allerdings innerhalb *zeitlicher und quantitativer* Limiten<sup>158</sup>, das Eigenkapital zu erhöhen (Art. 651 Abs. 1 OR). Die Erhöhung erfolgt durch den VR, der nach jeder Kapitaländerung die Statuten anpasst (Art. 651a Abs. 1 OR). Die genehmigte Kapitalerhöhung *flexibilisiert* das Aktienkapital, m.E. rechtspolitisch zu Unrecht indes bis anhin einzig „nach oben“ und (noch) nicht „nach unten“<sup>159</sup>.

### 3.2.2.3 *Bedingte Aktienkapitalerhöhungen*

Eine spezifische Form des Aktienkapitals bzw. der Kapitalerhöhung stellt das sog. *bedingte* Kapital der AG gemäss Art. 653 ff. OR dar. Nur, aber

<sup>153</sup> Übersicht: MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 16 N 638.

<sup>154</sup> Die einzige zeitliche Limite besteht darin, dass die Erhöhung vom VR innerhalb von *drei Monaten durchgeführt* werden muss (Art. 650 Abs. 1 OR); im Übrigen aber kann *jederzeit erneut* eine ordentliche Erhöhung beschlossen werden.

<sup>155</sup> Die Regelung gilt gemäss Art. 656a Abs. 1 OR ebenfalls für das *PS-Kapital*.

<sup>156</sup> Dies setzt voraus, dass das Bezugsrecht entweder (i) *entzogen* (zum engen Rahmen der sog. *wichtigen Gründe*: Art. 652b Abs. 2 OR) oder aber von den bisherigen Aktionären (ii) *nicht ausgeübt* wurde; beide Szenarien müssen gemäss Art. 650 Abs. 2 Ziff. 8 OR im *GV-Beschluss* abgedeckt werden.

<sup>157</sup> Zu den Hintergründen: FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N 209 ff.; die Ordnung gilt für *Aktien* und für *PS* (Art. 656a Abs. 2 OR).

<sup>158</sup> Das genehmigte Kapital darf (i) *maximal 50 Prozent* des bisherigen Aktienkapitals ausmachen (Art. 651 Abs. 2 Satz 2 OR); die VR-Ermächtigung gilt für (ii) *maximal zwei Jahre* seit dem GV-Beschluss (Art. 651 Abs. 1 OR).

<sup>159</sup> Dies wird sich künftig ändern mit dem Kapitalband: vgl. dazu hinten Ziff. 3.4.2.1.

immerhin in gewissen Fällen werden mittels bedingter Kapitalerhöhung *neue Mittel* für die AG beschaffen, d.h. insofern handelt es sich ebenfalls um eine Variante der Unternehmensfinanzierung. Beim bedingten Aktienkapital sind (eventuell) *zeitliche* und sicher *quantitative* Limiten zu beachten<sup>160</sup>. Für die neu geschaffenen Aktien gibt es – jeweils basierend auf Wandelrechten oder auf Optionsrechten – zwei Kategorien von Berechtigten (Art. 653 Abs. 1 OR), nämlich:

(i) *Gläubiger von Anleiheobligationen* (Art. 1156 ff. OR)<sup>161</sup> sowie (ii) *Arbeitnehmer* primär der in Frage stehenden Gesellschaft<sup>162</sup>; welche Personen sich als Berechtigte qualifizieren, kann im Einzelfall durchaus umstritten sein. Der *Optionsberechtigte* (z.B. der Gläubiger einer Optionsanleihe oder der Berechtigte eines „Stock Option Programs“) kann die neuen Aktien beziehen und muss sie liberieren, ohne seine Gläubigerrechte zu verlieren<sup>163</sup>; der *Wandelberechtigte* (z.B. der Gläubiger einer Wandelobligation)<sup>164</sup> kann die neuen Aktien beziehen und gibt damit seine Gläubigerrechte auf, die verrechnet werden<sup>165</sup>.

Art. 653 Abs. 1 OR stellt eine der wenigen Konzernnormen im schweizerischen Aktienrecht<sup>166</sup> dar und muss m.E. sozusagen *konsolidiert ausgelegt* werden. Aus den Wandelrechten oder aus den Optionsrechten

<sup>160</sup> Das bedingte Kapital darf (i) *maximal 50 Prozent* des Aktienkapitals ausmachen (Art. 653a Abs. 1 OR); das Gesetz sieht, anders als beim genehmigten Aktienkapital gemäss Art. 651 Abs. 2 OR, heute hingegen (ii) *keinen zeitlichen Endtermin* für bedingtes Aktienkapital vor – m.E. muss es aus Gründen des Aktionärsschutzes, der in einem Spannungsverhältnis insbesondere zum Schutz der Anleihegläubiger geraten kann, möglich sein, *statutarische* Limiten vorzusehen; wohl a.M.: BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 208; zudem: BGE 4A.7/1995 vom 18. Januar 1996: SZW 68 (1996) 197.

<sup>161</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.1.2.

<sup>162</sup> Die *übrigen Gläubiger* einer AG werden *nicht* berücksichtigt, d.h. es liegt eine *gesetzliche Gläubigerprivilegierung* zugunsten der Arbeitnehmer einerseits und der Anleihegläubiger andererseits vor.

<sup>163</sup> Die *Einlagepflicht* bei einem *Optionsrecht* wird nach dessen Ausübung durch *Einzahlung* erfüllt (also: keine Reduktion des Fremdkapitals und trotzdem Erhöhung des Eigenkapitals, d.h. die Bilanz wird verlängert): Art. 653 Abs. 2 OR; damit dienen die Optionsrechte der Unternehmensfinanzierung.

<sup>164</sup> Zwar unüblich, m.E. aber zulässig wäre es, den *Arbeitnehmern* ebenfalls *Wandelrechte* einzuräumen; um keine arbeitsrechtlichen Probleme in diesem Zusammenhang zu gewärtigen, dürften indes wohl *keine Wandelpflichten* zulasten der Arbeitnehmer vorgesehen werden – eine anderslautende Argumentation z.B. gegenüber CEO von Publikumsgesellschaften dürfte hingegen auf weitverbreitete Sympathie stossen.

<sup>165</sup> Die *Einlagepflicht* bei einem *Wandelrecht* wird nach dessen Ausübung durch *Verrechnung* erfüllt (also: Reduktion des Fremdkapitals und dadurch Erhöhung des Eigenkapitals, d.h. es erfolgt einzig ein Passiven-Tausch): Art. 653 Abs. 2 OR.

<sup>166</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.1.1.

können einerseits die Anleiensgläubiger<sup>167</sup> sowie andererseits die Arbeitnehmer<sup>168</sup> irgendeiner Konzerngesellschaft (also nicht nur der Obergesellschaft) berechtigt werden. Diese Interpretation bereits zum geltenden Recht verstärkt den gruppenweiten selektiven Gläubigerschutz, der künftig verbreitert werden sollte. An anderer Stelle wird auf die *Konzernfinanzierung* im Einzelnen eingegangen werden<sup>169</sup>.

### 3.2.3 Genussscheine

Den sog. *Genussscheinen* (GS)<sup>170</sup> im Sinne von Art. 657 OR kommt *keine Finanzierungsfunktion* für Unternehmungen zu. Nichtsdestotrotz stehen sie m.E. irgendwo *zwischen* dem Fremdkapital und dem Eigenkapital<sup>171</sup>. Die GS werden insbesondere bei Sanierungen als Abgeltungen für Personen ausgegeben, die „mit der Gesellschaft durch frühere Kapitalbeteiligung oder als Aktionär, Gläubiger, Arbeitnehmer oder in ähnlicher Weise verbunden“ sind (Art. 657 Abs. 1 OR). Die GS dürfen insbesondere nicht mit den PS<sup>172</sup> verwechselt werden, die sich im Grundsätzlichen sowie in den Details *ganz wesentlich* unterscheiden.

Die GS beinhalten – anders als die Beteiligungsrechte – ausschliesslich *Vermögensrechte*, die in den Statuten zu umschreiben sind (konkret: Anteile am Bilanzgewinn oder am Liquidationsanteil oder Bezugsrechte gemäss Art. 657 Abs. 1/Abs. 2 OR), und *keine Mitgliedschaftsrechte* an der Unternehmung. Insbesondere stehen den GS-Berechtigten keine spezifischen Klagerechte zu<sup>173</sup>. Die GS werden (i) *nicht gegen eine Einlage* ausgegeben, haben (ii) *keinen Nennwert* und dürfen schliesslich auch (iii)

<sup>167</sup> Dies schafft Probleme nur, aber immerhin bei *Wandelrechten*; bei einem Auseinanderfallen der Gesellschaften (z.B. Muttergesellschaft schafft bedingtes Kapital, aber Tochtergesellschaft begibt Wandelobligation) ist *mangels Gegenseitigkeit* keine direkte „Wandlung“ durch Verrechnungsliberierung möglich, d.h. die Liberierung muss anders sichergestellt werden: GERICKE/LAMBERT, N 7 zu Art. 653 OR/N 3 zu Art. 653e OR.

<sup>168</sup> M.E. ergibt sich dies aus einer *teleologischen* Auslegung, wobei der Wortlaut offenbleibt; die aktuelle Aktienrechtsrevision klärt und bestätigt dieses Ergebnis: Art. 653 Abs. 2 E-OR (BBl 2008 1758).

<sup>169</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2/Ziff. 4.3.

<sup>170</sup> Statt aller: KUNZ, Minderheitenschutz, § 2 N 52 ff. m.w.H.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 73 ff.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 16 N 326 ff.

<sup>171</sup> Früher, d.h. unter dem „alten Aktienrecht“, wurden die GS als „Bastard von Aktien und Obligationen“ bezeichnet: KUNZ, Minderheitenschutz, § 2 N 52 m.w.H. in Fn 145.

<sup>172</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.2.1.

<sup>173</sup> KUNZ, Minderheitenschutz, § 2 N 60 f.

*nicht als PS* bezeichnet werden (Art. 657 Abs. 3 OR). Die Regelungen zur Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen gemäss Art. 1157 ff. OR<sup>174</sup> sind auf GS anwendbar (Art. 657 Abs. 4 OR).

### 3.3 Hybrid-Kapital bzw. Mezzanine-Kapital

Als sog. *Mezzanine-Finanzierungen* werden rechtliche Mischformen bzw. Hybride von Fremdkapital- und von Eigenkapitalfinanzierungen bei Unternehmen bezeichnet. Im Wesentlichen werden verschiedene Fremdkapitalinstrumente (v.a. Kredite) zusätzlich mit Risikokapitalelementen verbunden<sup>175</sup>. Der *Begriff von Mezzanine* wird oft in der Betriebswirtschaft<sup>176</sup> und in der Rechtswissenschaft<sup>177</sup> verwendet<sup>178</sup>, nichtsdestotrotz besteht *keine Legaldefinition*. Typische Charakteristika für Mezzanine-Finanzierungen sind etwa:

(i) *Rückzahlungspflichten* des Schuldners wie beim Fremdkapital, (ii) *zeitliche Befristungen* wie beim Fremdkapital, (iii) Ansprüche – etwa mittels Optionen als sog. „equity kicker“ – auf eine *Eigenkapitalbeteiligung*, (iv) *Nachrangigkeit* bei der Liquidation der Unternehmung gegenüber dem Fremdkapital, aber nicht gegenüber dem Eigenkapital, (v) *Zinszahlungspflichten* wie beim Fremdkapital sowie (vi) *Gewinnbeteiligungen* wie beim Eigenkapital.

---

<sup>174</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.1.2.

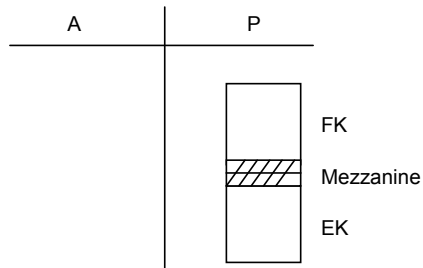
<sup>175</sup> Dazu gehören z.B. nachrangige Kreditfinanzierungen, die mindestens teilweise risikokapitalartige Verzinsungsmodalitäten oder Renditeelemente für den Kreditgeber aufweisen: VOLKART, 568 f.

<sup>176</sup> Hierzu: BANIK/OGG/PEDERGNANA, 5 ff.; MÜLLER, 5 ff.

<sup>177</sup> Statt aller: BRODA, 977 ff.; BARTHOLD, 224 ff.

<sup>178</sup> Erläuterungsbericht KKV vom November 2006, S. 33: „Mezzanine-Finanzierung wird als Sammelbegriff für Finanzierungsarten verstanden, die Charakteristiken sowohl von Fremd- wie von Eigenkapital aufweisen. Dazu gehören beispielsweise nachrangige oder partiarische Darlehen, stille Beteiligungen, Genussrechte und Genussscheine sowie Wandel- und Optionsanleihen“ – KKV: SR 951.311.





Als Erscheinungsformen für Mezzanine-Finanzierungen werden – m.E. etwas allzu breit und undifferenziert – die sog. partiarischen Darlehen<sup>179</sup>, die Wandelobligationen<sup>180</sup>, die Optionsanleihen<sup>181</sup>, die Vorzugsaktien<sup>182</sup>, die PS<sup>183</sup> und die GS<sup>184</sup> erwähnt. Typischerweise wird Mezzanine indes mittels eines Darlehens als Basis getätigt, so dass insbesondere Vorzugsaktien und PS zumindest nach diesem Charakteristikum a priori ausscheiden müssten.

Solange – wie dies heute noch der Fall ist – *kein gesichertes Grundverständnis* darüber besteht, was *gesellschaftsrechtlich* im Einzelnen unter Mezzanine verstanden wird, scheint eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Thematik fast unmöglich. Je nach Geschäftsfeld (insbesondere in der Finanzbranche) kommt der Hybrid-Finanzierung bzw. Mezzanine eine *regulatorische Bedeutung* zu<sup>185</sup>, auf die im Rahmen der vorliegenden Ausführungen nicht eingegangen werden kann. In jedem Fall gehört Mezzanine m.E. *eher zum Fremdkapital* als zum Eigenkapital einer Unternehmung; die Situation ändert sich nur, aber immerhin, wenn der allfällige „*equity kicker*“ *das Eigenkapital ins Spiel* bringt.

<sup>179</sup> Statt aller: MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 1 N 91 ff. m.w.H.

<sup>180</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.1.2.2.

<sup>181</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.1.2.2.

<sup>182</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.2.2.1.

<sup>183</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.2.1.

<sup>184</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.2.3.

<sup>185</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 1.2.

## 3.4 Rechtspolitische Entwicklungen

### 3.4.1 Fremdkapital

Das *GmbH-Recht* wurde kürzlich umfassend revidiert, was sich ebenfalls auf die Finanzierung dieser Gesellschaftsform auswirken wird<sup>186</sup>. Zurzeit wird das *Aktienrecht* in der Schweiz einer sog. „grossen Revision“ unterzogen, die weite Teile des Rechtsgebiets teils grundlegend und teils zumindest in Details verändern wird. Dem (i) Vorentwurf im Jahre 2005<sup>187</sup> folgte der (ii) Entwurf des Bundesrats im Jahre 2007<sup>188</sup>. Das Revisionsvorhaben wird ausserdem „überlappt“ von der (iii) sog. „Abzocker-Initiative“<sup>189</sup>. Die (iv) Beratungen in den Eidgenössischen Räten ziehen sich hin, und das Schlussergebnis ist nicht absehbar<sup>190</sup>.

Das Revisionsvorhaben verfolgt vier Hauptziele<sup>191</sup>, darunter v.a. eine Verstärkung der sog. *Corporate Governance* im Aktienrecht. Zudem sollen die *Kapitalstrukturen* – gemeint sind die Eigenkapitalstrukturen bei AG<sup>192</sup> – *flexibler* ausgestaltet werden<sup>193</sup>. Eine Stärkung der Gläubiger und damit des *Fremdkapitals* wird hingegen meist *nicht* ausdrücklich angesprochen, auch wenn Einzelvorschläge in diese Richtung gehen.

---

<sup>186</sup> Zu den Änderungen beim sog. *Stammkapital* von GmbH: KUNZ, GmbH-Reform, Rz. 24 f.

<sup>187</sup> Statt aller: BÖCKLI, Übersicht, 4 ff.; KUNZ, Status, 125 ff.; der bundesrätliche Vorentwurf findet sich ebenfalls publiziert auf dem Internet – dazu: <http://www.bj.admin.ch/etc/medialib/data/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtrevision.Par.0006.File.tmp/VE%20definitveFassung%2005.11.30%20Variante%20EDA.pdf>.

<sup>188</sup> Internet: <http://www.admin.ch/ch/d/ff/2008/1751.pdf>; hierzu: KUNZ, Aktienrechtsrevision, Rz. 1 ff.

<sup>189</sup> Internet: <http://www.admin.ch/ch/d/ff/2009/299.pdf>.

<sup>190</sup> Die Beratungen im Ständerat als Erstrat sind abgeschlossen, doch die Rechtskommission des Nationalrats hat das Projekt vorläufig gestoppt; die *aktuelle Rechtsunsicherheit* legt es nahe, dass im Folgenden einzig auf den *Entwurf* (und allenfalls den Vorentwurf) und nicht auf vorläufige Zwischenergebnisse des Ständerats, die allenfalls wieder überholt werden, eingegangen wird.

<sup>191</sup> BBl 2008 1591 f.

<sup>192</sup> Das *Aktienkapital* gehört nach wie vor zur Legaldefinition: Art. 620 Abs. 1 E-OR (BBl 2008 1751).

<sup>193</sup> Die geplanten Neuerungen bei der *Eigenkapitalstruktur* (vgl. dazu hinten Ziff. 3.4.2) stiessen in der Vernehmlassung auf *breite Zustimmung* (BBl 2008 1600) und waren ebenfalls im *Ständerat unbestritten*; einzig die mit dem Vorentwurf noch vorgeschlagene *Abschaffung der Inhaberaktie* wurde nach grosser Opposition vom Bundesrat wieder aufgegeben: BBl 2008 1617 ff.; zum Revisionsbedarf: KUNZ, Status, 134.

Die aktienrechtlichen *Regelungen zum Fremdkapital* der AG werden somit im Grossen und Ganzen *nicht* verändert<sup>194</sup>; tatsächlich steht der sog. „Shareholdervalue-Gedanke“<sup>195</sup> nunmehr im legislativen Vordergrund. Die Bestimmungen zur *Anleihensobligation* (Art. 1156 ff. OR)<sup>196</sup> sind vom Revisionsprojekt nicht betroffen. Durch eine Ausdehnung des Anwendungsbereichs der *bedingten Kapitalerhöhung* (Art. 653 ff. E-OR)<sup>197</sup> wird die Fremdkapitalfinanzierung in diesem Bereich zumindest mittelbar betroffen.

Eine wichtige Regelung bei der Fremdkapitalfinanzierung findet sich bei den *Informationspflichten betreffend Fälligkeiten*, d.h. im neuen Rechnungslegungsrecht an anderer Stelle versteckt<sup>198</sup>: „Da die Finanzierung mit Fremdkapital bei grossen Unternehmen im Einzelfall bedeutend sein kann, sind gemäss Ziffer 1 Informationen zur Fälligkeitsstruktur der langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten – also in erster Linie von Krediten – notwendig (...)“<sup>199</sup>. Die *Transparenz* im Fremdkapital-Bereich wird somit (weiter) erhöht, ohne dass dies negative Auswirkungen auf die Finanzierungsmöglichkeiten hätte.

### 3.4.2 Eigenkapital

#### 3.4.2.1 Kapitalband als zentrale Neuerung

Als wohl *die* zentrale Neuerung der Revision im Bereich des Eigenkapitals kann das sog. *Kapitalband* (Art. 653s ff. E-OR)<sup>200</sup> betrachtet werden. Dadurch erfolgt eine erhebliche Flexibilisierung des Eigenkapitals, und zwar sowohl „nach oben“ (Stichwort: Kapitalerhöhung) als auch „nach unten“ (Stichwort: Kapitalherabsetzung). Das neue *Kapitalband ersetzt*

---

<sup>194</sup> Immerhin sollte das *Rechnungslegungsrecht* im Rahmen der „grossen Aktienrechtsrevision“ ebenfalls *grundlegend revidiert* werden (BBl 2008 1592); dieses Rechtsgebiet wurde nun aber im Ständerat abgekoppelt und geht einer *unsicheren Zukunft* entgegen.

<sup>195</sup> BBl 2008 1598.

<sup>196</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.1.2.

<sup>197</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 3.4.2.3.

<sup>198</sup> Art. 959c Abs. 4 E-OR/Art. 961a Ziff. 1 E-OR: BBl 2008 1797/1798.

<sup>199</sup> BBl 2008 1716; gemäss Art. 663b Ziff. 6 OR müssen im sog. *Anhang* gewisse Informationen (z.B. Fälligkeiten) zu den *Anleihensobligationen offengelegt* werden.

<sup>200</sup> BBl 2008 1763 ff.; dazu: KUNZ, Status, 137 ff. m.w.H.

die bisherige<sup>201</sup> *genehmigte Aktienkapitalerhöhung*, die ersatzlos gestrichen wird<sup>202</sup>.

Beim Kapitalband<sup>203</sup> bildet (i) das sog. *Basiskapital* die untere Grenze<sup>204</sup> und (ii) das sog. *Maximalkapital* die obere Grenze; als Referenzwert gilt weiterhin (iii) das *Aktienkapital*, das vom Basiskapital um höchstens 50 Prozent unterschritten und vom Maximalkapital um höchstens 50 Prozent überschritten werden darf. Die GV kann den *VR bevollmächtigen*, in diesem Rahmen während maximal drei Jahren das *Aktienkapital* in eigener Kompetenz zu *erhöhen bzw. herabzusetzen*, ohne die heutigen komplexen Formalien zu durchlaufen<sup>205</sup>.

### 3.4.2.2 Erleichterung beim PS-Kapital

Die letzte umfassende Aktienrechtsrevision zu Beginn der 1990er-Jahre führte eine detaillierte Ordnung zu den PS bzw. zum PS-Kapital ein (Art. 656a ff. OR)<sup>206</sup>, die sich aber in der Praxis als *wenig erfolgreich* erwies. Um diese Variante der Eigenkapitalfinanzierung künftig zu fördern, soll insbesondere die geltende quantitative Limite des PS-Kapitals auf *maximal das Doppelte* des Aktienkapitals gemäss Art. 656b Abs. 1 OR relativiert werden:

Der bundesrätliche Vorentwurf sah ursprünglich noch vor, diese quantitative Limite *generell aufzuheben*, doch die Vernehmlassung kritisierte diese geplante Flexibilisierung scharf. Aus diesem Grund sieht schliesslich der Entwurf<sup>207</sup> des Bundesrats mit Art. 656b Abs. 1 E-OR<sup>208</sup> nunmehr einen Split vor, wonach die heutige Begrenzung (i) bei *privaten AG* beibehalten, aber (ii) bei *Publikumsgesellschaften* darauf verzichtet wird<sup>209</sup>, wodurch die angebliche sog. Einheit des Aktienrechts weiter ausgehöhlt erscheint.

---

<sup>201</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.2.2.2.

<sup>202</sup> Es ist m.E. ohne weiteres möglich, das Kapitalband sozusagen als genehmigte Kapitalerhöhung im aktuellen Sinne auszugestalten, indem nämlich der VR *ausschliesslich zur Erhöhung ermächtigt* wird, hingegen nicht zur Herabsetzung des Aktienkapitals: BBl 2008 1616 sowie 1644.

<sup>203</sup> BBl 2008 1615 f. sowie 1652 ff.

<sup>204</sup> Dem Basiskapital kommt die Funktion einer *Sperrziffer* zu: BBl 2008 1615.

<sup>205</sup> Dies bedingt insbesondere, den *Gläubigerschutz vorzuerlegen*: BBl 2008 1615; die Thematik ist komplex und scheint m.E. noch nicht befriedigend gelöst.

<sup>206</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.2.1.

<sup>207</sup> BBl 2008 1656 ff.

<sup>208</sup> BBl 2008 1766.

<sup>209</sup> BBl 2008 1617.

### 3.4.2.3 Weitere Aspekte – Auswahl

Das aktuelle Recht basiert auf dem *System der Nennwertaktie*, d.h. jedes Beteiligungspapier benötigt einen *Mindestnennwert* – aktuell liegt der Wert bei einem Rappen pro Aktie (Art. 622 Abs. 4 OR). Ein tiefer Nennwert fördert die *Handelbarkeit* der Aktien und damit die Unternehmensfinanzierung. Aus dieser Überlegung soll<sup>210</sup> als Nennwert für Aktien jeder Wert *grösser als Null* (Art. 622 Abs. 4 E-OR)<sup>211</sup> akzeptiert werden; die mögliche Verhinderung sog. „schwerer Aktien“ sollte m.E. den Unternehmen eine *Finanzierung erleichtern*.

Für die Unternehmensfinanzierung zu beachten ist ausserdem, dass in Zukunft bei jeder Aktie eine *Mindestliberierung von 25 Prozent* statt von aktuell 20 Prozent (Art. 632 Abs. 1 OR) vorzunehmen ist<sup>212</sup> – dadurch erfolgt u.a. eine Angleichung ans EU-Recht<sup>213</sup>. Ausserdem wird die sog. *Verrechnungsliberierung* (Art. 634b E-OR)<sup>214</sup> geregelt, was zwar keine Unternehmensfinanzierung darstellt, aber das Fremdkapital reduziert<sup>215</sup>.

Bei der *ordentlichen Kapitalerhöhung*<sup>216</sup> werden einige Details neu geregelt. Beispielsweise wird die Durchführung erleichtert, indem die *Frist des VR* von drei auf *sechs Monate* verlängert wird (Art. 650 Abs. 3 E-OR)<sup>217</sup>. Schliesslich soll Art. 652b Abs. 4 E-OR<sup>218</sup> in Zukunft den sog. *faktischen Ausschluss* von Minderheitsaktionären, der in der Praxis nicht selten vorkommt durch eine „getimte“ Kapitalerhöhung, verhindern bzw. erschweren<sup>219</sup>.

Die *bedingte Kapitalerhöhung*<sup>220</sup> wird zwar im Wesentlichen beibehalten<sup>221</sup>, aber deren Anwendungsbereich wird ganz erheblich *erweitert* ge-

<sup>210</sup> BBl 2008 1616 f. sowie 1637.

<sup>211</sup> BBl 2008 1751.

<sup>212</sup> Art. 632 Abs. 1 E-OR: BBl 2008 1753.

<sup>213</sup> BBl 2008 1638.

<sup>214</sup> BBl 2008 1754 f.

<sup>215</sup> BBl 2008 1641 f. – die Thematik ist zumindest in der Doktrin (nach wie vor) umstritten.

<sup>216</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.2.2.2.

<sup>217</sup> BBl 2008 1643 sowie 1756.

<sup>218</sup> Art. 652b Abs. 4 E-OR: „Die Ausübung des Bezugsrechts darf nicht in unsachlicher Weise erschwert werden.“ (BBl 2008 1757).

<sup>219</sup> BBl 2008 1645 f.

<sup>220</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.2.2.3.

<sup>221</sup> Die *altrechtlichen* Bestimmungen gelangen zur Anwendung auf die bedingten Kapitalerhöhungen, die vor Inkrafttreten des neuen Rechts beschlossen wurden: BBl 2008 1810.

genüber dem Status quo<sup>222</sup>. Als mögliche Anspruchsberechtigte einer bedingten Erhöhung des Aktienkapitals kommen gemäss Art. 653 Abs. 1 E-OR<sup>223</sup> nämlich nicht nur Anlehensobligationäre oder Arbeitnehmer (jeweils auch in einem allfälligen Konzern) in Frage, sondern zusätzlich neu *generell Gläubiger* sowie *Aktionäre* und *VR-Mitglieder*. Dadurch wird m.E. diese Form der Unternehmensfinanzierung gestärkt, sofern sie mit der Beschaffung von zusätzlichem Kapital verbunden ist.

## 4. Konzernfinanzierung

### 4.1 Grundlagen

#### 4.1.1 Konzerne – heute und morgen

Themen der sog. *Konzernfinanzierung*, bei denen die regulären Konzerngesellschaften oder eine konzerneigene Finanzierungsgesellschaft<sup>224</sup> involviert sind, werden nur selten ausdrücklich vom Gesellschaftsrecht behandelt<sup>225</sup>. Dies kann nicht überraschen angesichts des Umstands, dass es in der Schweiz – anders als in einigen ausländischen Rechtsordnungen – *keine Konzernrechtskodifikation* gibt<sup>226</sup>. Das *schweizerische Konzernrecht* besteht vielmehr aus zahlreichen Einzelbestimmungen in verschiedenen Gesetzen (z.B. im OR<sup>227</sup> oder im FusG<sup>228</sup>) sowie aus einer reichhaltigen Praxis von Gerichten<sup>229</sup> und von Behörden<sup>230</sup>.

Rund 70 Prozent aller AG in der Schweiz dürften heutzutage Konzerngesellschaften sein<sup>231</sup>, was die Bedeutung des Konzernrechts (z.B. des

---

<sup>222</sup> BBl 2008 1646 ff.

<sup>223</sup> BBl 2008 1758.

<sup>224</sup> Allg.: THEISEN, 717 ff.

<sup>225</sup> Eine interessante legislatorische Ausnahme bildet *Art. 653 Abs. 1 OR*, der m.E. *konsolidiert auszulegen* ist: vgl. dazu vorne Ziff. 3.2.2.3.

<sup>226</sup> Hinweise: KUNZ, Skizzen, 182 f.

<sup>227</sup> Beispiele: Art. 653 Abs. 1 OR, Art. 659b OR, Art. 663a Abs. 4 OR, Art. 663e Abs. 1 OR.

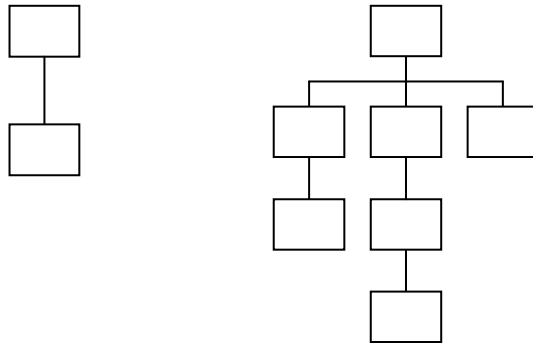
<sup>228</sup> Beispiel: Art. 23 f. FusG – Fusionsgesetz: SR 221.301.

<sup>229</sup> Beispiel der Konzernhaftung: vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.1.1.1.

<sup>230</sup> Beispiel: BGE 116 Ib 331 betreffend *Eigenkapitalunterlegung bei Grossbanken* – KLEINER/LUTZ, 140 ff.

<sup>231</sup> KUNZ, Skizzen, 183 Fn 37.

Konzerngesellschaftsrechts)<sup>232</sup> unterstreicht. Es besteht kein konzernrechtlicher Idealtypus – es gibt also *unzählige Gestaltungsformen*. M.E. bildet das Konzernrecht die *umfassende Klammer* zum Wirtschaftsrecht.



Der sog. *Konzern*, der als wirtschaftliches Gebilde meist keine Gesellschaftsform<sup>233</sup> hat, wird gebildet durch eine Gruppe juristisch selbstständiger Unternehmungen, die von einer Obergesellschaft bzw. einer herrschenden Gesellschaft etwa mittels Stimmenmehrheit unter einer *einheitlichen Leitung* zusammengefasst werden (Art. 663e Abs. 1 OR)<sup>234</sup>.

Das bisher – zumindest gemäss h.M. – geltende (i) Leitungsprinzip<sup>235</sup> wird mit der aktuellen Aktienrechtsrevision aller Voraussicht nach durch das (ii) sog. *Kontrollprinzip* abgelöst werden<sup>236</sup>. Somit setzt die Konzernierung mindestens künftig nicht mehr die tatsächliche Beherrschung voraus, sondern es genügt die *Beherrschungsmöglichkeit* (Art. 963 E-OR)<sup>237</sup>. Insofern dürfte die Konzernierung in Zukunft leichter beweisbar sein für die involvierten Interessenten.

<sup>232</sup> Das Konzerngesellschaftsrecht stellt nur, aber immerhin einen wichtigen Teil des Konzernrechts dar.

<sup>233</sup> M.E. stellt der Konzern nur, aber immerhin im Regelfall *keine einfache Gesellschaft* (Art. 530 ff. OR) dar; zur Debatte: PETER/BIRCHLER, 113 ff.; VON BÜREN/HUBER, 213 ff.; PETER/CAVADINI-BIRCHLER, 131 ff.

<sup>234</sup> Grundlegend zum Begriff: VON BÜREN, 77 ff.; zudem: HARSCH; ein Konzern besteht jeweils aus (i) *einer herrschenden* Gesellschaft („Mutter“) und (ii) *einer oder mehreren abhängigen* Gesellschaften („Töchter“, „Enkelinnen“ etc.).

<sup>235</sup> Detailliert: BEYELER, 113 ff.; m.E. kommt bereits heute das Kontrollprinzip zur Anwendung: KUNZ, Minderheitenschutz, § 14 N 16 – diese Ansicht ist allerdings eine Minderheitsmeinung.

<sup>236</sup> Dazu: KUNZ, Skizzen, 205 m.w.H.

<sup>237</sup> BBl 2008 1800.

## 4.1.2 Finanzierungsaspekte

### 4.1.2.1 Bedeutung

Die wichtigste gesellschaftsrechtliche Folge einer Konzernierung liegt in der sog. *Konsolidierungspflicht*. Die herrschende Gesellschaft muss gemäss Art. 663e Abs. 1 OR eine konsolidierte Jahresrechnung bzw. eine *Konzernrechnung* erstellen<sup>238</sup>. Die für „Kleinkonzerne“ bestehende Ausnahme von dieser Konsolidierungspflicht (Art. 663e Abs. 2 OR)<sup>239</sup> wird sogleich durch eine Gegen Ausnahme durchbrochen für den Fall, dass sich die Obergesellschaft insbesondere über die *Kapitalmärkte finanziert* (entweder Anleihenobligationen ausstehend oder kotierte Aktien emittiert hat: Art. 663e Abs. 3 Ziff. 1/Ziff. 2 OR)<sup>240</sup>.

Die Konzernfinanzierung als *Finanzierung der Konzerngesellschaften* erweist sich m.E. als ein *überragendes* Thema im Konzernrecht<sup>241</sup>. Es muss deshalb erstaunen, wie oft das juristische Grundwissen zu diesen Fragestellungen zu fehlen scheint.

Im Folgenden kann einzig ein arbiträrer Überblick zu einigen ausgewählten gesellschaftsrechtlichen Fragestellungen verschafft werden, wobei die *reguläre Konzernfinanzierung* im Vordergrund steht<sup>242</sup>. Es kann zwischen der Fremdkapitalfinanzierung<sup>243</sup> einerseits sowie der Eigenkapitalfinanzierung<sup>244</sup> andererseits differenziert werden – abhängig davon, ob dabei jeweils entweder *konzernextern* oder aber *konzernintern* finanziert wird<sup>245</sup>, stehen andere Themen zur Debatte. Verwiesen werden soll aber

---

<sup>238</sup> Die Konzernrechnung bzw. die konsolidierte Jahresrechnung ist eine „Zusammenfassung der Einzelabschlüsse der zu einer Gruppe gehörigen Unternehmen, bei der sämtliche Positionen aus gruppeninternen Beziehungen eliminiert werden“: BBl 2008 1722.

<sup>239</sup> Die Ausnahme von der Konsolidierungspflicht bei „Kleinkonzernen“ gehört zu den *umstrittensten Punkten* der aktuellen Revision: BBl 2008 1627 f.

<sup>240</sup> M.a.W. sind selbst „Kleinkonzerne“ *konsolidierungspflichtig*, wenn sie diese beiden spezifischen Finanzierungsinstrumente nutzen.

<sup>241</sup> Grundlegend: ROTH, 353 ff. m.w.H.; RUBLI, 56 ff.; die Finanzierung ist ein *konzernstrategisches* Thema und wird von der *Obergesellschaft* verantwortet.

<sup>242</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.

<sup>243</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.1.

<sup>244</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.2.

<sup>245</sup> Bei der konzerninternen Finanzierung stehen eine oder mehrere *Konzerngesellschaften als Kapitalgeber* zur Verfügung; bei der konzernexternen Kapitalbeschaffung geht es hingegen um einen oder mehrere Dritte bzw. *Drittunternehmen*, die *nicht mit diesem Konzern verbunden* sind.



ausserdem auf einige *Sonderfragen*, nämlich auf die Sanierungssituationen<sup>246</sup> sowie auf das Cash Pooling<sup>247</sup>.

#### 4.1.2.2 *Drittmannstest bzw. Dealing at Arm's Length*

M.E. die *umstrittensten* Finanzierungsfragen stellen sich im Bereich der konzernexternen Fremdkapitalfinanzierungen<sup>248</sup> und insbesondere der damit regelmässig verbundenen *Personalsicherheiten durch Konzerngesellschaften*. In der Praxis kommen verschiedene Varianten vor, nämlich (i) Garantien, (ii) Bürgschaften sowie (iii) Patronatserklärungen, wobei die konzernrechtlichen Probleme im Grossen und Ganzen identisch sind<sup>249</sup>. Diese Fragestellungen haben zu einer Vielzahl von wissenschaftlichen Publikationen<sup>250</sup> geführt.

Die *Gewährung von Sicherheiten* („Securities“) – in welcher Form auch immer – zugunsten anderer Konzerngesellschaften<sup>251</sup> ist rechtlich heikel, wenn im konkreten Fall *nicht das Eigeninteresse*, sondern das *Konzerninteresse* im Vordergrund stehen sollte. Das Problem könnte und m.E. sollte dadurch etwas entschärft werden, dass der statutarische *Zweckartikel* der die Sicherheit gewährenden Konzerngesellschaft angepasst wird<sup>252</sup>. Insbesondere könnten durch eine Sicherheitsgewährung die Inte-

---

<sup>246</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.1.

<sup>247</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.2.

<sup>248</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.1.1; durchaus vergleichbare Fragen tauchen auf bei der *konzerninternen Fremdkapitalfinanzierung*: vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.1.2.

<sup>249</sup> In diesem Beitrag wird zusammenfassend und etwas simplifizierend von *Sicherheiten bzw. Securities* gesprochen; Garantien und Bürgschaften sind immer *rechtsverbindlich*, während dies bei Patronatserklärungen – je nach konkreter Ausgestaltung – nicht notwendigerweise der Fall sein muss; bei den ersten beiden Sicherheiten liegt der Unterschied darin, dass die *Garantien nicht akzessorisch* zur Hauptschuld sind, wohingegen sich die *Bürgschaften als akzessorisch* erweisen, d.h. nur der Bürge, aber nicht der Garant kann allenfalls Einreden aus dem Grundverhältnis geltend machen; weiterführend etwa: WIEGAND, 175 ff. – zudem: BGE 4A\_279/2009.

<sup>250</sup> Statt aller aus der jüngeren Literatur: VON BÜREN/LÜTHI, 55 ff.; NEUHAUS/WATTER, 173 ff.; RUSCH; AEBI; zu *Deutschland*: MAIER-REIMER, 484 ff.

<sup>251</sup> Das Eintreten für die Schuld eines anderen wird auch als sog. *Interzession* bezeichnet.

<sup>252</sup> Sog. *Konzernklauseln* (bei abhängigen Gesellschaften) reduzieren gesellschaftsrechtliche Risiken betreffend (i) Vertretungsmacht sowie (ii) Verantwortlichkeit; in diesem Sinne etwa: VON BÜREN/LÜTHI, 62 und 107; NEUHAUS/WATTER, 216.

ressen der *Minderheitsgesellschafter* (sofern vorhanden)<sup>253</sup> oder der *Gläubiger* der belasteten Konzerngesellschaft verletzt werden<sup>254</sup>.

Die zentrale konzernrechtliche Frage bei konzernexternen sowie bei konzerninternen *Fremdkapitalfinanzierungen* geht dahin, ob die Konzerngesellschaft *angemessen entschädigt* wird dafür, dass sie eine Sicherheit<sup>255</sup> oder ein Darlehen<sup>256</sup> gewährt hat<sup>257</sup>, d.h. sie darf der anderen Konzerngesellschaft *keine Sonderbehandlung* gewähren:

Das Rechtsgeschäft, das verschiedene Unternehmen desselben Konzern füreinander oder miteinander eingehen, muss einen sog. *Drittmannstest* („dealing at arm’s length“)<sup>258</sup> bestehen. Sollten hingegen finanzielle oder sonstige „Sonderkonditionen“ zwischen den Konzerngesellschaften gelten (z.B. wird keine oder eine reduzierte Entschädigung verlangt), die *keinem Dritten gewährt* würden, zeitigt dies teils äusserst gewichtige *Rechtsfolgen* in verschiedenen Bereichen<sup>259</sup>, nämlich etwa im Gesellschaftsrecht<sup>260</sup>, im Steuerrecht, im Sanierungsrecht<sup>261</sup>, im Strafrecht<sup>262</sup>, im Bankrecht sowie im Internationalen Privatrecht.

---

<sup>253</sup> Die Minderheitsaktionäre bei *abhängigen* Konzerngesellschaften werden sog. *freie Aktionäre* genannt: KUNZ, Minderheitenschutz, § 14 N 17 ff.; zudem: PLÜSS, 16 ff.; BRATSCHI, 5 ff.

<sup>254</sup> Generell: NEUHAUS/WATTER, 182 f.; VON BÜREN/LÜTHI, 74.

<sup>255</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.1.1.

<sup>256</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.1.2.

<sup>257</sup> Garantiekommission: NEUHAUS/WATTER, 176.

<sup>258</sup> Zu Recht wird diese Frage als „Gretchenfrage“ bezeichnet: VON BÜREN/LÜTHI, 72 ff. sowie 107; generell zudem: NEUHAUS/WATTER, 181 ff.

<sup>259</sup> Im Rahmen dieses Beitrags wird einzig auf *ausgewählte gesellschaftsrechtliche* Fragestellungen kurz eingegangen – Übersicht z.B. zu steuer-, straf-, sanierungs- sowie bankrechtlichen Auswirkungen: AEBI, 203 ff.; RUSCH, 183 ff.

<sup>260</sup> Hierbei stehe meist die *Gültigkeit* des Rechtsgeschäfts im Vordergrund; in der Praxis wird oftmals versucht, diesen Aspekt zugunsten der Banken abzusichern mittels sog. *Legal Opinions*: RUSCH, 224 ff.; NEUHAUS/WATTER, 198; generell: KUSTER, 274 ff.

<sup>261</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.1.

<sup>262</sup> Überblick: SCHUBARTH, 161 ff.

## 4.2 Reguläre Konzernfinanzierung

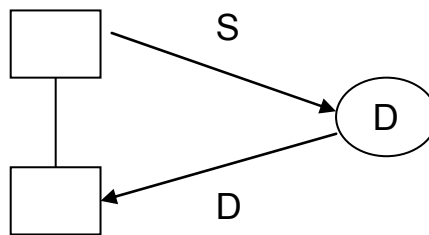
### 4.2.1 Fremdkapitalfinanzierung

#### 4.2.1.1 Konzernexterne Finanzierungen

##### 4.2.1.1.1 Down-Stream-Securities

Bei konzernexternen Fremdkapitalfinanzierungen (insbesondere bei Bankkrediten)<sup>263</sup> für Konzerngesellschaften stehen in der Praxis die *Kreditbesicherungen* im Vordergrund des Interesses<sup>264</sup>. Ein vernünftiger Dritter wird wohl kaum einer Konzernunternehmung ein ungesichertes Darlehen zur Verfügung stellen. In Konzernverhältnissen spielen neben den sog. Realsicherheiten<sup>265</sup> insbesondere die sog. Personalsicherheiten<sup>266</sup> eine herausragende Rolle, d.h. eine Konzernunternehmung gibt gegenüber dem Darlehensgeber *zugunsten einer anderen Konzerngesellschaft* als Darlehensnehmerin eine entsprechende Sicherheit ab.

Es kommt in der Konzernrealität häufig vor, dass ein Kreditgläubiger für die Fremdkapitalvergabe an eine *abhängige* Gesellschaft eine *Sicherheit der Obergesellschaft* verlangt; in diesem Fall geht es um sog. *Down-Stream-Securities* (d.h. um Personalsicherheiten „von oben nach unten“)<sup>267</sup>. Ein wichtiges Praxisbeispiel sind die Patronatserklärungen<sup>268</sup>.



<sup>263</sup> Es kommt durchaus vor, dass eine Muttergesellschaft ebenfalls Sicherheiten stellt *zugunsten der Obligationäre*, wenn eine *abhängige* Gesellschaft eine *Anleiheobligation* begeben hat: NEUHAUS/WATTER, 175.

<sup>264</sup> Allg.: MERKEL, 529 ff.

<sup>265</sup> Beispielsweise *verpfändet* die herrschende Gesellschaft als Darlehensschuldnerin entweder ihre *Beteiligung* an einer abhängigen Gesellschaft oder deren *Aktiven*.

<sup>266</sup> Es handelt sich bei den *Securities* im Wesentlichen um (i) Bürgschaften, um (ii) Garantien und um (iii) Patronatserklärungen: vgl. dazu vorne Ziff. 4.1.2.

<sup>267</sup> Übersicht: NEUHAUS/WATTER, 208 ff.

<sup>268</sup> Zur *Typologie* möglicher Patronatserklärungen: VON BÜREN, 435 ff.; VON BÜREN/LÜTHI, 68 f., unterscheiden z.B. „Kenntnisnahmeklauseln“, „Beteiligungsklauseln“, „Finanzierungsklauseln“ sowie „Einflussnahmeklauseln“; zudem: ALTENBURGER, 40 ff.

Im Prinzip haben alle konzerninternen Besicherungen<sup>269</sup> einen *Drittmannstest* zu bestehen, was bedeutet, dass die Konzerngesellschaften in ein „dealing at arm’s length“ betreffend z.B. Entschädigung für die Besicherung eintreten müssen. Die Lehre<sup>270</sup> und die Praxis *relativieren* den strengen Massstab des „dealing at arm’s length“ mit zahlreichen Rechtsfolgepotentialen allerdings bei den Down-Stream-Securities, und zwar m.E. mit gutem Grund:

Wenn die *Obergesellschaft* eine abhängige Gesellschaft mit Down-Stream-Securities unterstützt und dafür keine dem Drittmannstest entsprechende Entschädigung erhält, kommt ihr dies in konsolidierter Betrachtungsweise *schlussendlich selber zugute*, d.h. sie erleidet keine finanzielle Einbusse<sup>271</sup>. Die herrschende Gesellschaft nimmt durch die Wahrung der Konzerninteressen sozusagen *ihr Eigeninteresse* wahr. Entsprechende Sicherheiten sind somit grundsätzlich *rechtsgültig*, weil insbesondere im Rahmen der *Vertretungsmacht* des VR der Muttergesellschaft stehend<sup>272</sup> (Art. 718a Abs. 1 OR)<sup>273</sup>. Eine Ausnahme besteht m.E. nur, aber immerhin, wenn es um eine *a priori hoffnungslose Sanierung* geht<sup>274</sup>.

In Down-Stream-Situationen drohen der herrschenden Gesellschaft ausserdem Haftungsfolgen. Die Muttergesellschaft mag sich zugunsten einer Konzerngesellschaft allenfalls *extern exponieren*, und zwar auch *ausserhalb* einer eigentlichen Sicherheitsbestellung (sozusagen informell z.B. in Werbeaussagen oder in Patronatserklärungen, die sich im konkreten Einzelfall als rechtsunverbindlich erweisen<sup>275</sup>). Ein solches Verhalten vermag bei Dritten allenfalls ein sog. *Konzernvertrauen* auszulösen<sup>276</sup>, auf dessen Basis die herrschende Gesellschaft haftbar werden kann<sup>277</sup>. Die Konzernhaftung ist sozusagen die nachträgliche Konzernfinanzierung zugunsten der Gläubiger abhängiger Gesellschaften.

---

<sup>269</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.2.1.1.2.

<sup>270</sup> Statt aller: VON BÜREN/LÜTHI, 74 ff.; NEUHAUS/WATTER, 208 ff.

<sup>271</sup> NEUHAUS/WATTER, 208, sprechen von einem „Nullsummenspiel“, was zumindest bei Konzerngesellschaften zutrifft, die zu *100 Prozent beherrscht* werden.

<sup>272</sup> Generell: AEBI, 59 ff., v.a. 74 ff. m.w.H.; RUSCH, 18 ff.; NEUHAUS/WATTER, 208.

<sup>273</sup> Die Praxis geht sehr weit, d.h. ausserhalb des gültigen Rahmens liegen nur die Geschäfte, die vom *Zweck geradezu ausgeschlossen* sind: BGE 116 II 323 Erw. 3 a.; BGE 111 II 288 Erw. 3 b.; zudem generell: ZOBL, 435 ff.

<sup>274</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.1.2.

<sup>275</sup> Zu diesem Zusammenhang: VON BÜREN/LÜTHI, 69.

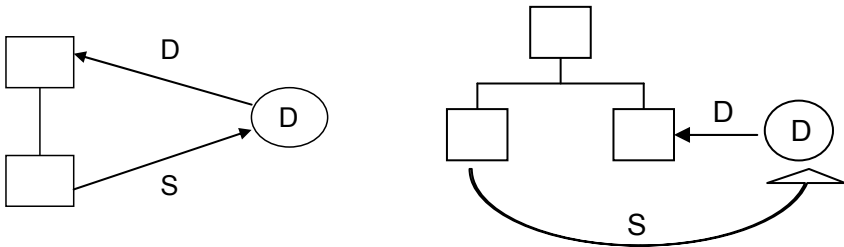
<sup>276</sup> Grundlegend jüngst: LOSER, Rz. 983 ff. m.w.H.

<sup>277</sup> Einschlägig: BGE 120 II 331 („Swissair“); BGE 124 III 297 („Motor Columbus“); zudem: BRECHBÜHL; KUZMIC.

#### 4.2.1.1.2 Up-Stream-Securities sowie Side-Stream-Securities

Sicherheitsbestellungen zugunsten eines externen Dritten können auch *in andere Richtungen* als „von oben nach unten“ innerhalb des Konzerns gehen, nämlich (i) von abhängigen Gesellschaften zugunsten der Obergesellschaft (sog. *Up-Stream-Securities*)<sup>278</sup>, also m.a.W. „von unten nach oben“<sup>279</sup>, oder (ii) zwischen abhängigen Gesellschaften unter sich (sog. *Side-Stream-Securities* – auch *Cross-Stream Securities* genannt)<sup>280</sup>, also sozusagen „seitwärts“<sup>281</sup>.

In der Konzernpraxis geht es bei diesen beiden Konstellationen um die *rechtlich heikelsten* Personalsicherheiten, weil der *Interessenkonflikt offensichtlich* und ein „dealing at arm’s length“ oftmals eine Illusion ist. Für die Sicherheit gewährende Konzerngesellschaft darf aber ausschliesslich das Eigeninteresse und *nicht das Konzerninteresse* massgeblich sein.



Wenn der Drittmannstest bei Up-Stream-Securities und bei Side-Stream-Securities misslingt, bringt dies unterschiedliche *Rechtsfolgen* für verschiedene Konzerngesellschaften mit sich – als *gesellschaftsrechtlicher Überblick*:

In erster Linie kann bei solchen Kreditbesicherungen deren *Rechtsgültigkeit* in Frage gestellt werden. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn – als Folge der gewährten Sondervorteile „nach oben“ oder „seitwärts“ – die *Vertretungsmacht verletzt* (Art. 718a Abs. 1 OR)<sup>282</sup> wird durch die VR der Konzerngesellschaft, die unangemessene Kreditsicherheiten ausstellt.

<sup>278</sup> Übersicht: NEUHAUS/WATTER, 190 ff.

<sup>279</sup> Up-Stream Securities kommen in der schweizerischen Konzernpraxis (noch) *relativ selten* vor; in diesem Sinne: VON BÜREN/LÜTHI, 69.

<sup>280</sup> Details: NEUHAUS/WATTER, 212 ff.; VON BÜREN/LÜTHI, 86 ff.

<sup>281</sup> Der Nutzen dieser Sicherheitsbestellungen fliesst sowohl der *anderen abhängigen* Gesellschaft als auch der *herrschenden* Gesellschaft zu: NEUHAUS/WATTER, 212.

<sup>282</sup> Hierzu: NEUHAUS/WATTER, 190 ff. m.w.H.; VON BÜREN/LÜTHI, 93 ff.

Ausserdem könnten eine *Einlagerückgewähr* gemäss Art. 680 OR<sup>283</sup> sowie eine *verdeckte Gewinnausschüttung* gemäss Art. 678 OR<sup>284</sup> gegeben sein. Für die entsprechenden VR drohen zudem *Verantwortlichkeitsklagen* im Rahmen von Art. 754 OR<sup>285</sup>. Schliesslich ist die *Nichtigkeit* dieser VR-Beschlüsse zu diskutierten (Art. 714 OR i.V.m. Art. 706b OR)<sup>286</sup>.

#### 4.2.1.2 Konzerninterne Finanzierungen

Fremdkapitalfinanzierungen können auch konzernintern erfolgen, d.h. die Darlehensvergabe geschieht *zwischen Konzerngesellschaften* desselben Konzerns<sup>287</sup>. Der potentielle Interessenkonflikt wird offensichtlich, wenn die Darlehensgeberin und die Darlehensnehmerin zum gleichen Konzern gehören. In diesem Zusammenhang ist im Prinzip ebenfalls ein „*dealing at arm's length*“<sup>288</sup> erforderlich. Je nach Richtung der konzerninternen Kapitalbeschaffung bzw. Kapitalverschiebung kann zwischen sog. *Down-Stream-Darlehen*, sog. *Up-Stream-Darlehen* und schliesslich sog. *Side-Stream-Darlehen* unterschieden werden.

Die Rechtsprobleme<sup>289</sup> sind durchaus vergleichbar mit den Themen der *Kreditbesicherung* bei konzernexternen Fremdkapitalfinanzierungen<sup>290</sup>; im Wesentlichen geht es somit um die gesellschaftsrechtlichen Fragen der *Vertretungsmacht* der VR (Art. 718a Abs. 1 OR), der *Einlagerückgewähr* (Art. 680 OR), der *verdeckten Gewinnausschüttung* (Art. 678 OR) sowie schliesslich der *Verantwortlichkeit* der VR (Art. 754 OR) – zur Auswahl:

Relativ wenige Rechtsprobleme bringen (i) die *Down-Stream-Darlehen* mit sich. Insbesondere kann m.E. die Organvollmacht zur Darlehensgewährung kaum jemals umstritten sein<sup>291</sup>. Das Darlehen ist allenfalls als

---

<sup>283</sup> Zur Thematik: VON BÜREN/LÜTHI, 86 ff.

<sup>284</sup> Aktivlegitimiert sind – sofern vorhanden – insbesondere die *freien Gesellschafter* der Sicherheit gewährenden Konzerngesellschaft: VON BÜREN/LÜTHI, 88 ff., v.a. 90; ob in Zukunft auch den *Gläubigern* ein Klagerecht zukommen wird, ist (noch) offen.

<sup>285</sup> Ein „*dealing at arm's length*“ allein schützt den VR nicht, geht die Treue- und Sorgfaltspflicht doch weiter (z.B. müssen auch *Klumpenrisiken* vermieden werden): VON BÜREN/LÜTHI, 73 Fn 53.

<sup>286</sup> Dazu: VON BÜREN/LÜTHI, 91 ff.; generell: SCHOTT, Verfahrensmängeln.

<sup>287</sup> Allg.: SCHEFFLER, 669 ff.

<sup>288</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 4.1.2.

<sup>289</sup> Hierzu in der Schweiz: FRITZ, 325 ff.; zur Rechtslage in *Deutschland*: HOMMELHOFF/KLEINDIEK, 695 ff.

<sup>290</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 4.2.1.1.

<sup>291</sup> FRITZ, 326.

*verdeckte Kapitaleinlage* der Obergesellschaft zu betrachten<sup>292</sup>, was verschiedene Rechtsfolgen (v.a. steuerrechtlicher Natur) auslöst.

Bei (ii) den *Up-Stream-Darlehen* und bei (iii) den *Side-Stream-Darlehen* ist in jedem Fall ein „dealing at arm’s length“ zu beachten, ansonsten Probleme etwa bei der Vertretungsmacht des VR entstehen. Werden durch die privilegierende Darlehensvergabe einzig der *Bilanzgewinn* oder die *freien Reserven* betroffen, ist das Geschäft m.E. nicht nichtig – in den übrigen Fällen können Art. 680 OR oder Art. 678 OR zur Anwendung gelangen<sup>293</sup>. Sollten z.B. *keine Zinsen* oder *zu tiefe Zinsen* verlangt worden sein, können die *freien Aktionäre* der Darlehensgeberin eine Rückforderungsklage gemäss Art. 678 OR geltend machen<sup>294</sup>.

In *Sanierungssituationen* können Darlehen zwischen Konzerngesellschaften je nach Zeitpunkt der Gewährung allenfalls als verdecktes Eigenkapital qualifiziert oder mit einer Zwangssubordination belegt werden<sup>295</sup>. Das *Cash Pooling* wirft ebenfalls – zumindest in Teilbereichen – darlehensrechtliche Fragestellungen auf<sup>296</sup>.

Schliesslich kann beim Abschluss von Darlehen zwischen Konzerngesellschaften ein *Interessenkonflikt* dadurch entstehen, dass *dieselben Personen* auf beiden Seiten beteiligt sind<sup>297</sup>. Sollte es um 100 Prozent-Beteiligungen gehen, wird die Konstellation als unproblematisch erachtet (sog. *Insichgeschäft*)<sup>298</sup>; sollten aber *freie Gesellschafter* vorhanden sein, müssen deren Interessen mitberücksichtigt werden (sog. *Doppelvertretung*) – m.E. kann bzw. soll dies dadurch geschehen, dass der Darlehens-

---

<sup>292</sup> In diesem Sinne: VON BÜREN/LÜTHI, 79.

<sup>293</sup> Übersicht zur Problemlage: FRITZ, 327 f. m.w.H.

<sup>294</sup> (i) Dies gilt nur, aber immerhin bei *Up-Stream Darlehen* und bei *Side-Stream Darlehen*; (ii) bei *Down-Stream Darlehen* oder bei *Side-Stream Darlehen* kann es vorkommen, dass die Darlehensnehmerin (= abhängige Gesellschaft) durchaus ein Entgelt an die Darlehensgeberin (= herrschende Gesellschaft oder z.B. Schwestergesellschaft) bezahlt, und zwar sogar einen *zu hohen Zins*, durch den eine verdeckte Vermögensverschiebung „nach oben“ oder „seitwärts“ erfolgt – in dieser Situation steht den freien Aktionären der Darlehensschuldnerin ebenfalls die Rückforderungsklage (Art. 678 OR) offen: FRITZ, 329.

<sup>295</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.1.2.

<sup>296</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.2.2.

<sup>297</sup> In der Konzernwirklichkeit *delegiert* die Obergesellschaft häufig *ihr Personal* in die abhängigen Gesellschaften bzw. in deren VR oder Geschäftsleitungen im Rahmen einer sog. vertikalen Integration oder einer sog. horizontalen Integration; im Detail: SCHOTT, *Insichgeschäft*, 234 ff. m.w.H.

<sup>298</sup> SCHOTT, *Insichgeschäft*, 239.

vertrag einem *gleich- oder übergeordneten Organ* der betroffenen Gesellschaft zur *Genehmigung* unterbreitet wird<sup>299</sup>.

## 4.2.2 Eigenkapitalfinanzierung

### 4.2.2.1 Konzernexterne Finanzierungen

Die *Präferenzen* bei der Kapitalisierung der Konzernunternehmen scheinen in der Konzernwirklichkeit relativ eindeutig: „Die Konzernleitung (...) [wird] dazu tendieren (...), die Konzernunternehmen *möglichst spärlich mit Eigenkapital* auszustatten und diese im Übrigen soweit als möglich durch Fremdkapital zu finanzieren“<sup>300</sup> – immer vorausgesetzt, die Kosten der Fremdkapitalfinanzierung sind tiefer als die Eigenkapitalrendite.

Wenn (i) eine Konzerngesellschaft bzw. deren Beteiligungspapiere *nicht zu 100 Prozent* einer oder mehreren anderen Konzerngesellschaften gehören, d.h. wenn freie Gesellschafter existieren, kommen konzernexterne Eigenkapitalfinanzierungen ohne weiteres vor. Dies ist insbesondere der Fall, wenn z.B. eine *Kapitalerhöhung* durchgeführt wird, bei der von Gesetzes wegen ebenfalls den freien Aktionären<sup>301</sup> ein Bezugsrecht zusteht (Art. 652b OR).

Für den Fall (ii) einer zu *100 Prozent konzernierten* Gesellschaft hingegen stellt ein Zufluss von Eigenkapital durch Dritte eine eher seltene Ausnahme dar. Ein Konzern hat regelmässig kein Interesse daran, *freie Gesellschafter* zu „schaffen“ und damit auf effiziente Konzernabläufe (z.B. institutionalisierte Universalversammlungen gemäss Art. 701 OR) zu verzichten. Die *Ausnahmefälle* entstehen z.B. bei konzerninternem Kapitalmangel oder bei der Absicht, eine Konzerngesellschaft zu einem sog. Joint Venture<sup>302</sup> umzugestalten. Denkbar ist schliesslich, dass bei einer abhängigen Gesellschaft ein IPO durchgeführt wird.

---

<sup>299</sup> Generell, d.h. nicht spezifisch für Konzernsachverhalte: BGE 126 III 363 Erw. 3 a. („Schwegler“); gl.M. wie hier: SCHOTT, *Insichgeschäft*, 197 ff. sowie 222 ff.

<sup>300</sup> VON BÜREN/LÜTHI, 63; Hervorhebungen hinzugefügt.

<sup>301</sup> *Freie Aktionäre* sind insofern als konzernfremde *Dritte* zu qualifizieren.

<sup>302</sup> Detailliert: VON BÜREN, 25 f.



#### 4.2.2.2 Konzerninterne Finanzierungen

Im Prinzip *keine Rechtsprobleme* zu bewältigen sind (i) bei den *100 Prozent-Beteiligungen*, wenn Eigenkapitalfinanzierungen ausschliesslich durch eine oder mehrere andere Konzerngesellschaften vorgenommen werden (können), denn es bleibt alles sozusagen „in der gleichen Familie“. Anders als bei der Fremdkapitalfinanzierung<sup>303</sup> muss bei der Eigenkapitalfinanzierung m.E. *kein Drittmannstest* erfüllt werden<sup>304</sup>. Insofern können die Konditionen bei Eigenkapitalerhöhungen vom Konzern *frei bestimmt* werden – Missbrauchsgefahren zulasten irgendwelcher Gesellschafter bestehen in dieser Konstellation nicht.

Sollten (ii) bei einer Konzerngesellschaft allenfalls *freie Gesellschafter* nebst anderen Konzerngesellschaften beteiligt sein, kommt es – im Grundsatz – immer zu einer konzernexternen (Mit-)Finanzierung<sup>305</sup>. Eine ausschliesslich konzerninterne Eigenkapitalfinanzierung setzt in diesem Fall hingegen den *Entzug des Bezugsrechts* der freien Aktionäre voraus (Art. 652b Abs. 2 OR)<sup>306</sup>. Es kann in der Konzernrealität durchaus vorkommen, dass unter dem *Vorwand* einer notwendigen konzerninternen Finanzierung die Beteiligung der freien Gesellschafter gesenkt und diese damit *faktisch ausgeschlossen* werden sollen<sup>307</sup>.

### 4.3 Sonderfragen

#### 4.3.1 Sanierungssituationen

##### 4.3.1.1 Ausgangslage

Nicht allein Einzelunternehmungen, sondern auch Konzerne können sanierungsbedürftig sein. Das *schweizerische Sanierungsrecht*, das im Wesentlichen aus (i) dem Restrukturierungsrecht und aus (ii) dem Liquidationsrecht<sup>308</sup> besteht<sup>309</sup>, berücksichtigt die Konzernverhältnisse meist nicht

---

<sup>303</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 4.2.1.

<sup>304</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 4.1.2.

<sup>305</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 4.2.2.1.

<sup>306</sup> Die Anforderungen erweisen sich als *relativ hoch*, weil das Vorliegen *wichtiger Gründe* gemäss Art. 652b Abs. 2 OR notwendig ist.

<sup>307</sup> Die „grosse Aktienrechtsrevision“ versucht diesem Vorgehen im Rahmen von Kapitalerhöhungen generell den Riegel zu schieben: vgl. dazu vorne Ziff. 3.4.2.3.

<sup>308</sup> Im Vordergrund steht das Schuldbetreibungs- und Konkursgesetz (SchKG): SR 281.1; ausserdem zu berücksichtigen sind z.B. Art. 736 ff. OR.

ausdrücklich<sup>310</sup>. Insbesondere gibt es *kein Konzerninsolvenzverfahren* in der Schweiz<sup>311</sup> – nicht zuletzt aus diesem Grund kann z.B. der Konkurs einer einzelnen Konzerngesellschaft den Konzern *wie ein Kartenhaus* zusammenbrechen lassen<sup>312</sup>.

*Sanierungsleistungen* zwischen den einzelnen Konzerngesellschaften – seien es Darlehen oder aber Sicherheitsbestellungen zugunsten Dritter als Kreditgeber – bringen *zahlreiche Rechtsprobleme* mit sich. Im Vordergrund stehen in der Praxis oftmals die steuerrechtlichen<sup>313</sup> sowie sanierungsrechtlichen<sup>314</sup> Fragen, auf die im Rahmen dieses Überblicks nicht eingegangen werden kann. Im Folgenden wird einzig auf einige ausgewählte *gesellschaftsrechtliche* Aspekte etwa zum eigenkapitalersetzenden Darlehen hingewiesen<sup>315</sup>.

#### 4.3.1.2 *Ausgewählte Rechtsfragen*

Bei Konzernsanierungen steht die Rechtsfigur des sog. *eigenkapitalersetzenden Darlehens*, die aus Deutschland sozusagen in die Schweiz importiert wurde, im Vordergrund des Interesses<sup>316</sup>. Für den Fall einer Sanierungsbedürftigkeit einer Konzerngesellschaft *wäre* es in den meisten Fällen wohl naheliegend, diese mit *neuem Eigenkapital* zu versorgen. Aus verschiedenen Gründen – nicht zuletzt für den Fall einer gescheiterten Sanierung – kann es nun aber vorkommen, dass *nominelles Fremdkapital* zur Verfügung gestellt wird, d.h. es erfolgt (mindestens pro forma) eine konzerninterne Darlehensfinanzierung<sup>317</sup>.

In der Lehre und in der Praxis werden solche „Darlehen“ unter bestimmten Voraussetzungen z.B. im Gesellschaftsrecht oder im Sanierungsrecht oder im Steuerrecht nicht *tel quel* akzeptiert. Vielmehr wird

<sup>309</sup> Sozusagen *dazwischen* finden sich Art. 725 f. OR.

<sup>310</sup> Ausnahme: Art. 23 f. FusG, die spezifische (i) Mutter-/Tochterfusionen sowie (ii) Schwesternfusionen regeln bzw. *privilegieren*, sofern *hohe Beteiligungsverhältnisse* bestehen.

<sup>311</sup> RUBLI, 119.

<sup>312</sup> Sollte etwa die *konkursite* Konzerngesellschaft ihrerseits *Schuldnerin anderer Konzerngesellschaften* sein, können die letzteren Unternehmungen dadurch ebenfalls in finanzielle Schwierigkeiten geraten.

<sup>313</sup> Zu einem Spezialaspekt: OBERSON/PETER/KUSTER, 219 ff.

<sup>314</sup> Statt aller: ROTH, 380 ff.

<sup>315</sup> Vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.1.2; als Übersicht statt aller: RUBLI, 3 ff.; ROTH, 353 ff.

<sup>316</sup> Grundlegend: HOLD, 5 ff.; FRITZ, 329 f.; ROTH, 372 ff.; zudem: HUBER, 282 ff.; VON GREYERZ, 547 ff.

<sup>317</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 4.2.1.2.

das entsprechende „Fremdkapital“ entweder (i) als *Eigenkapital umqualifiziert* oder (ii) mit einer *Zwangssubordination als Fremdkapital* qualifiziert<sup>318</sup>. Ein Vorschlag *de lege ferenda*<sup>319</sup> vor einigen Jahren wurde niemals Gesetz – m.E. sollte die Problematik unbedingt durch die *Gesetzgebung* gelöst werden<sup>320</sup>.

Dass das „Fremdkapital“ nicht mehr als Fremdkapital verstanden wird, leuchtet ein, wenn die Darlehensvergabe *allzu spät* erfolgte, also insbesondere in einem Zeitpunkt, als sozusagen „at arm’s length“ ohnehin von keinem Dritten mehr Darlehen gesprochen worden wären<sup>321</sup>. Das Bundesgericht<sup>322</sup> lehnte nichtsdestotrotz eine eigentliche Umqualifikation in Eigenkapital<sup>323</sup> (mindestens bis anhin) ab und liess ebenfalls die Frage einer Zwangssubordination beim Fremdkapital offen, d.h. das „letzte Wort ist nicht gesprochen“<sup>324</sup>.

*Down-Stream-Securities* sind tendenziell *unproblematisch*, weil dabei das Eigeninteresse der Obergesellschaft gewahrt wird<sup>325</sup>. Die gleichen Probleme wie bei den *Up-Stream-Securities* und bei den *Side-Stream-Securities*, wenn kein „dealing at arm’s length“ befolgt wird<sup>326</sup>, ergeben sich bei den *Down-Stream-Securities* allerdings für den Fall einer *a priori hoffnungslosen Sanierung* der abhängigen Gesellschaft<sup>327</sup> – in diesem Zusammenhang müssen strenge Anforderungen<sup>328</sup> an eine allfällige Kritik

<sup>318</sup> Für (i) eine *Zwangssubordination* – m.E. überzeugend – etwa (h.M.): BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 779; GLANZMANN, Darlehensvertrag, 144 sowie 158; für (ii) eine *Umqualifikation* wohl: HOLD, 157.

<sup>319</sup> BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 781 f.

<sup>320</sup> Gl.M.: BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 784 ff.

<sup>321</sup> Der *genaue Zeitpunkt* als „triggering event“ ist umstritten; erwähnt werden z.B. der (i) fortschreitende Kapitalverlust oder aber eine (ii) eingetretene Überschuldung – zudem muss m.E. der Darlehensgeber um diese Situation *positiv gewusst* haben, was in Konzernverhältnissen meist der Fall sein dürfte.

<sup>322</sup> BGE 5C.230/2005 vom 2. März 2006 (Erw. 3/Erw. 4).

<sup>323</sup> In diesem Sinne ein Urteil vom 19. Januar 1993 des *Zürcher Obergerichts* – dazu: VOGEL, 299 ff.; das *Zürcher Obergericht* *änderte* diese Praxis und sprach sich als Vorinstanz zu BGE 5C.230/2005 gegen eine Umqualifikation als Eigenkapital und für eine *Zwangssubordination beim Fremdkapital* aus (ausserdem zum einzelrichterlichen Urteil in diesem Verfahren: ZR 2005, 75 ff.).

<sup>324</sup> BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 790a.

<sup>325</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 4.2.1.1.1.

<sup>326</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 4.2.1.1.2.

<sup>327</sup> Gl.M.: NEUHAUS/WATTER, 208 f.; VON BÜREN/LÜTHI, 77; dies gilt nicht nur (i) bei *Down-Stream Securities*, sondern auch (ii) bei *Down-Stream Darlehen*: FRITZ, 326; und gleich verhält es sich m.E. ebenfalls (iii) beim *Cash Pooling*: vgl. dazu hinten Ziff. 4.3.2.2.

<sup>328</sup> Im Ergebnis wohl gleich: VON BÜREN/LÜTHI, 78.

am Prognoseentscheid des VR gestellt werden, d.h. es muss eine *ex ante-Betrachtung* erfolgen<sup>329</sup>.

Konzernexterne Fremdfinanzierungen in Sanierungssituationen führen regelmässig zu *detaillierten Informations- und Mitsprachemöglichkeiten* des Darlehensgebers auf privatautonomer Ebene. Dadurch wird die umstrittene Problematik der faktischen bzw. materiellen Organschaft der Kreditgeber thematisiert. Zwar sollen Kreditvergaben im Allgemeinen und Sanierungen im Besonderen nicht erschwert werden, dies darf m.E. aber trotzdem *nicht* dazu führen, dass *Kreditgeber privilegiert* werden gegenüber anderen faktischen Organen<sup>330</sup>.

### 4.3.2 Liquiditätsmanagement bzw. Cash Pooling

#### 4.3.2.1 Ausgangslage

Das sog. *Cash Pooling* ist ein zentrales Instrument des Liquiditätsmanagements<sup>331</sup> in (zumeist grösseren) Konzernen und hat zu einer umfangreichen Literatur im Ausland<sup>332</sup> und seit jüngerer Zeit ebenfalls in der Schweiz<sup>333</sup> geführt. Beim Cash Pooling geht es im Wesentlichen um *Liquiditätsausgleichsmassnahmen* zwischen den Konzerngesellschaften. Vereinfacht geht es darum, dass (i) die gesamten Liquiditätsüberschüsse aller Gesellschaften im Konzern (ii) *gesammelt bzw. gepoolt* und im Anschluss (iii) die aktuellen Liquiditätsdefizite der beteiligten Konzernunternehmen aus diesem Pool gedeckt werden<sup>334</sup>.

Das Cash Pooling wirft zahlreiche *Rechtsprobleme* auf, und zwar z.B. im Gesellschaftsrecht<sup>335</sup>, im Sanierungsrecht<sup>336</sup> oder im Strafrecht. In der

---

<sup>329</sup> Ex post ist jedermann klüger; kann die herrschende Gesellschaft *vernünftigerweise* mit einer erfolgreichen Sanierung rechnen, darf ihr diese *sachgerechte Erwartung* nicht zum Vorwurf gemacht werden – es muss m.E. eine *Art von „business judgment rule“* befolgt werden.

<sup>330</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 3.1.1.

<sup>331</sup> Allg.: GIEGERICH, 869 ff.

<sup>332</sup> Ausgewählte Literatur aus *Deutschland*: FASSBENDER; HANGEBRAUCK; BAUER; HAHN, 641 ff.; DECKART; KERBER, 437 ff.; VETTER/STADLER; OHO/EBERBACH, 825 ff.

<sup>333</sup> Jüngst für die *Schweiz*: BLUM, 705 ff.; JAGMETTI; HANDSCHIN, Cashpooling, 273 ff.; KULL, 179 ff.; HEROLD.

<sup>334</sup> Statt aller: FASSBENDER, 26; das Cash Pooling dient unmittelbar der *Konzernfinanzierung*, kann doch dadurch z.B. eine *Kreditfinanzierung vermieden* werden; zu den Vorteilen und den Nachteilen dieses Systems: HANGEBRAUCK, 40 ff.; zu den Nachteilen gehören allfällige strafrechtliche Konsequenzen – deutsche Perspektive: BAUER, 56 ff.

<sup>335</sup> Im Einzelnen: JAGMETTI, 119 ff.

Konzernrealität gibt es im Übrigen verschiedene Varianten des Cash Pooling. Im Vordergrund stehen insbesondere das sog. *Notional Pooling*, das aber als bloss virtueller Vorgang teilweise nicht zum Cash Pooling gezählt wird<sup>337</sup>, sowie das sog. *Zero Balance Accounting* – das letztere läuft ab wie folgt:

Konten der Pool-Parteien als sog. Quellkonten<sup>338</sup> werden bankarbeitstäglich jeweils „auf Null“ gestellt; die positiven Saldi werden jeweils physisch auf das sog. Zielkonto bzw. Master Account überwiesen; durch den *Ausgleich negativer Salden* der Quellkonten werden die ansonsten kreditbedürftigen Konzernteile mit Liquidität versorgt<sup>339</sup>. Das Cash Pooling stammt ursprünglich aus dem angelsächsischen Bereich und hat als Folge des Einsatzes der EDV *seit den 1980er-Jahren* erheblich an Bedeutung gewonnen<sup>340</sup>.

#### 4.3.2.2 Ausgewählte Rechtsfragen

Beim Cash Pooling geht es um *Darlehenssituationen*, zumindest im Wesentlichen<sup>341</sup>. Zwischen Konzerngesellschaften werden „von oben nach unten“ oder von „unten nach oben“ oder „seitwärts“ *Vermögenswerte verschoben*, wenn auch bloss *kurzfristig*. Somit kann ohne weiteres auf die bisherige Darstellung verwiesen werden<sup>342</sup>. Der gesellschaftsrechtliche *Minderheitenschutz* ist regelmässig kein Thema, weil das Cash Pooling in der Wirtschaftsrealität fast immer nur bei 100 Prozent-Beteiligungen vorkommt<sup>343</sup>.

Die *Down-Stream-Situation* (also „von oben nach unten“) erweist sich prinzipiell als relativ unproblematisch. M.E. anders verhält es sich, wenn eine *a priori nicht sanierungsfähige* Konzerngesellschaft in das Cash Pooling integriert wird<sup>344</sup>.

---

<sup>336</sup> JAGMETTI, 217 ff. m.w.H.

<sup>337</sup> Detaillierter: FASSBENDER, 27; es erfolgt also *keine tatsächliche Übertragung* von Soll- und Habensalden – und insbesondere erfolgen *keine Darlehensbeziehungen* zwischen den „Pool“-Parteien; a.M.: BLUM, 706 ff.

<sup>338</sup> Diese Konten stellen einzig Durchlauf- bzw. Zahlungsverkehrskonten dar.

<sup>339</sup> Detaillierter: FASSBENDER, 28; im Cash Pooling-Vertrag sind regelmässig sog. *Konzernverrechnungsklauseln* enthalten: BLUM, 712 m.w.H. in Fn 79.

<sup>340</sup> Zur Geschichte: HANGEBRAUCK, 31 f.

<sup>341</sup> Zu den *vertraglichen Verhältnissen* im Einzelnen: JAGMETTI, 75 ff.

<sup>342</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. 4.2.1.

<sup>343</sup> BLUM, 705.

<sup>344</sup> In diesem Fall liegt das Rechtsgeschäft *ausserhalb der Vertretungsmacht* des VR der Obergesellschaft gemäss Art. 718a Abs. 1 OR; gl.M.: BLUM, 714 Fn 96.

Sowohl bei der *Up-Stream-Situation* als auch bei der *Side-Stream-Situation* muss erneut auf Marktkonditionen (also: Drittmannstest bzw. „dealing at arm's length“) geachtet werden, und m.E. dürfen einzig der *Bilanzgewinn* sowie die *freien Reserven* betroffen sein<sup>345</sup>, ansonsten erneut Art. 680 OR sowie Art. 678 OR ins Spiel kommen<sup>346</sup>. Die explizite Umschreibung der Zulässigkeit des Cash Pooling im *Zweckartikel* der abhängigen Gesellschaft(en) relativiert das Risiko der Überschreitung der Vertretungsmacht (Art. 718a Abs. 1 OR)<sup>347</sup>. Den VR drohen schliesslich *Verantwortlichkeitsklagen* gemäss Art. 754 ff. OR<sup>348</sup>.

## 5. Schlussbetrachtungen

Bei sämtlichen Gesellschaften stehen die *Finanzierungsfragen* – auf der Passiv-Seite der Bilanz zum Ausdruck kommend – im Vordergrund des (gesellschafts-)rechtlichen Interesses. Für die Kapitalbeschaffungen bestehen verschiedene *Anreizsysteme*, für die sich die Gesellschaften entscheiden können (z.B. die *Kotierung* der Beteiligungs- oder der Gläubigerrechte). Ein fundamentaler Unterschied, was sowohl die Voraussetzungen als auch die Folgen betrifft, besteht zwischen den Finanzierungen durch *Fremdkapital* einerseits und durch *Eigenkapital* andererseits – dazwischen fungiert *Mezzanine* als Hybrid-Kapital.

Das Finanzierungsrecht stellt *de lege ferenda* keine „Grossbaustelle“ im Schweizer Wirtschaftsrecht dar. Kaum Änderungen wird es zur Fremdkapitalfinanzierung geben, die im Wesentlichen ohnehin nicht im Gesellschaftsrecht geregelt wird. Die *Eigenkapitalfinanzierung* – und damit der Einbezug der Risikokapitalgeber – wartet hingegen mit wichtigen legislativen Neuerungen auf (v.a. mit dem Kapitalband zur Flexibilisierung des Aktienkapitals).

Die *Konzernfinanzierung* wirft zahlreiche finanzierungsrechtliche Rechtsfragen etwa im Gesellschaftsrecht, im Steuerrecht, im Strafrecht sowie im Sanierungsrecht auf:

Die heikelsten gesellschaftsrechtlichen Probleme ergeben sich bei den *Fremdkapitalfinanzierungen*, sei es durch konzernexterne Dritte (z.B. durch Banken), die Personalsicherheiten von Konzerngesellschaften für

---

<sup>345</sup> BLUM, 710.

<sup>346</sup> Detaillierte Übersichten: BLUM, 706 ff. m.w.H.; JAGMETTI, 173 ff. sowie 187 ff.

<sup>347</sup> In diesem Sinne: BLUM, 707 sowie 712.

<sup>348</sup> Statt aller: JAGMETTI, 271 ff. m.w.H.

die Finanzierung erhalten, oder durch konzerninterne Darlehensvergaben; die Problemlage verschärft sich, wenn *Sanierungssituationen* entstehen. Zentraler juristischer Massstab ist in allen Fällen ein empfohlenes Verhalten nach Drittmannstest bzw. ein „*dealing at arm's length*“. Mit der *Eigenkapitalfinanzierung* sind hingegen regelmässig kaum gesellschaftsrechtliche Probleme verbunden.

## Literaturverzeichnis

- AEBI, DIETER: Interzession – Kreditsicherung im Interesse des beherrschenden Aktionärs und des Konzerns, Diss., Zürich 2001.
- AFFENRANGER, MARKUS: Die Stellung der Banken in der Krisensituation, in: ROBERTO, VITO (Hrsg.): Sanierung der AG, 2. Aufl., Zürich 2003, 103.
- ALTENBURGER, PETER R.: Die Patronatserklärungen als „unechte“ Personalsicherheiten, Diss., Basel 1978.
- BANIK, CHRISTOPH/OGG, MATTHIAS/PEDERGNANA, MAURICE: Hybride und mezzanine Finanzierungsinstrumente, Bern 2008.
- BARTHOLD, BEAT: Mezzanine-Finanzierung von Unternehmensübernahmen und Jungunternehmen, SZW 72 (2000), 224.
- BÄRTSCHI, HARALD: Verantwortlichkeit im Aktienrecht, Diss., Zürich 2001.
- BAUER, BRIGITTE: Untreue durch Cash-Pooling im Konzern, Diss., München 2008.
- BERTHEAU, FORTUNAT: Die Haftung der Kreditgeberbank gegenüber dem Kreditnehmer, Diss., Zürich 1998.
- BERTSCHINGER, URS: Der eingeordnete Berater – ein Beitrag zur faktischen Organschaft, in: VON DER CRONE, HANS CASPAR (Hrsg.): Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich 2003, 455.
- BEYELER, KARIN: Konzernleitung im schweizerischen Privatrecht, Diss., Zürich 2004.
- BLUM, OLIVER: Cash Pooling: gesellschaftsrechtliche Aspekte, AJP 14 (2005), 705.
- BÖCKLI, PETER (Übersicht): Zum Vorentwurf für eine Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts – Eine kritische Übersicht, GesKR 1/2006, 4.
- BÖCKLI, PETER (Aktienrecht): Schweizer Aktienrecht mit Fusionsgesetz, Börsengesellschaftsrecht, Konzernrecht [...], 4. Aufl., Zürich 2009.
- BÖCKLI, PETER (Eigenkapitalschutz): Der bilanzbezogene Eigenkapitalschutz: Eigenkapitaltest und Solvenzttest im kritischen Vergleich, SZW 81 (2009), 1.
- BRATSCHI, BERNHARD: Die Stellung des freien Aktionärs im Konzern, Diss., Bern 1996.
- BRECHBÜHL, BEAT: Haftung aus erwecktem Konzernvertrauen, Diss., Bern 1998.
- BRODA, BJÖRN M.: Mezzanine Finance, ST 77 (2003), 977.
- DAENIKER, DANIEL: Anlegerschutz bei Obligationsanleihen, Diss., Zürich 1992.
- DECKART, CHRISTIAN: Kapitalerhaltung als Grenze des Cash Pooling, Diss., Augsburg 2006.
- DEMARMELS, MARC: Die Genuss- und Partizipationsscheine nach dem Entwurf für ein neues Aktienrecht, Diss., Zürich 1985.
- FASSBENDER, KARL-JOSEF: Cash Pooling und Kapitalersatzrecht im Konzern, Diss., Düsseldorf 2004.
- FELLMANN, WALTER/MÜLLER, KARIN (BK-FELLMANN/MÜLLER): Die einfache Gesellschaft, Berner Kommentar Band VI, 2. Abteilung, 8. Teilband, Bern 2006.
- FORSTMOSER, PETER: Corporate Governance in verbundenen Unternehmen, in: AMSTUTZ, MARC (Hrsg.): Die vernetzte Wirtschaft, Zürich 2004, 151.
- FORSTMOSER, PETER/MEIER-HAYOZ, ARTHUR/NOBEL, PETER: Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- FRITZ, ENRICO: Darlehen an Konzerngesellschaften, GesKR 4/2006, 325.
- GERICKE, DIETER/LAMBERT, CLAUDE: OR-Kurzkommentar, 2. Aufl., Zürich 2009.
- GIEGERICH, UDO: Techniken des zentralen Cash Managements, ST 76 (2002), 869.



- GLANZMANN, LUKAS (Darlehensvertrag): Der Darlehensvertrag mit einer Aktiengesellschaft aus gesellschaftsrechtlicher Sicht, Diss., St. Gallen 1996.
- GLANZMANN, LUKAS (Kapitalausstattung): Die Pflicht zur angemessenen Kapitalausstattung der Aktiengesellschaft, AJP 6 (1997), 51.
- GRONER, ROGER/GOTSCHEV, GEORG: Zur Auslegung von Anleihensbedingungen, GesKR 4/2007, 385.
- GUERY, MICHAEL: Die Abgrenzung des partiarischen Darlehens von der Gesellschaft, Diss., Zürich 1999.
- HAHN, VOLKER: Zum Spannungsverhältnis von Kapitalerhaltung und Cash Pool im Konzern, Der Konzern 2004, 641.
- HANDSCHIN, LUKAS (Cashpooling): Einige Überlegungen zum Cashpooling im Konzern, in: BOHNET, FRANÇOIS/WESSNER, PIERRE (Hrsg.): Droit des sociétés, Mélanges en l'honneur de Roland Ruedin, Basel 2006, 273.
- HANDSCHIN, LUKAS (Risikoreserve): Das Eigenkapital als Risikoreserve, in: KUNZ, PETER V./HERREN, DOROTHEA/COTTIER, THOMAS/MATTEOTTI, RENÉ (Hrsg.): Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 69.
- HANGEBRAUCK, RALF: Kapitalaufbringung, Kapitalerhaltung und Existenzschutz bei konzernweiten Cash-Pooling-Systemen, Diss., Hamburg 2007.
- HARSCH, SEBASTIAN: Die einheitliche Leitung im Konzern, Diss., Basel 2005.
- HEROLD, KAI: Zentrales Cash-Management internationaler Konzerne (...), Diss., St. Gallen 1994.
- HERREN, DOROTHEA: Das gesetzliche Mindestkapital: Schranke oder Freipass?, in: KUNZ, PETER V./HERREN, DOROTHEA/COTTIER, THOMAS/MATTEOTTI, RENÉ (Hrsg.): Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 39.
- HOFSTETTER, KARL: Corporate Governance im Konzern, in: VON DER CRONE, HANS CASPAR (Hrsg.): Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich 2003, 301.
- HOLD, MICHAEL: Das kapitalersetzende Darlehen im schweizerischen Aktien- und Konkursrecht, Diss., St. Gallen 2000.
- HOMMELHOFF, PETER/KLEINDIEK, DETLEF: Das Recht der konzerninternen Fremdfinanzierung, in: LUTTER, MARCUS/SCHEFFLER, EBERHARD/SCHNEIDER, UWE (Hrsg.): Handbuch der Konzernfinanzierung, Köln 1998, 695.
- HUBER, UELI: Umqualifizierung von Darlehen im Konkurs einer Konzerngesellschaft?, SZW 78 (2006), 282.
- ISLER, PETER: Die kreditgebende Bank – ein faktisches Organ des Schuldners?, in: VON DER CRONE, HANS CASPAR/FORSTMOSER, PETER/WEBER, ROLF H./ZÄCH, ROGER (Hrsg.): Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 287.
- JAGMETTI, LUCA: Cash Pooling im Konzern, Diss., Zürich 2007.
- KERBER, MARKUS: Die Beurteilung von Cash-Pool-Verträgen im Lichte höchstrichterlicher Rechtsprechung, ZGR 34 (2005), 437.
- KLEINER, BEAT/LUTZ, BENNO: Das Eigenkapital im Bankkonzern – Kritisches zum SKA-Entscheid, SZW 63 (1991), 140.
- KOLB, PATRICK/VOLKART, RUDOLF: Kapitalbeschaffung mittels Wandelanleihen, ST 77 (2003), 961.
- KULL, THOMAS: Cash Pool – Crash Pool?, in: RIEMER, HANS MICHAEL/KUHN, MORITZ/VOCK, DOMINIK/GEHRI, MYRIAM A. (Hrsg.): Schweizerisches und internationales Zwangsvollstreckungsrecht, Festschrift für Karl Spühler, Zürich 2005, 179.

- KUNZ, PETER V. (Verantwortlichkeitsklage): Rechtsnatur und Einredenordnung der aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsklage, Diss., Bern 1993.
- KUNZ, PETER V. (Verantwortlichkeitsrecht): Die Partizipanten im aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsrecht, ZBJV 129 (1993), 727.
- KUNZ, PETER V. (Flexibilisierung): Flexibilisierung des Aktienkapitals (...), REPRAX 2 (2000), 18.
- KUNZ, PETER V. (Minderheitenschutz): Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil., Bern 2001.
- KUNZ, PETER V. (Gläubiger): Transparenz für den Gläubiger der Aktiengesellschaft, SJZ 99 (2003), 53.
- KUNZ, PETER V. (Kotierung): Kotierung sowie Dekotierung – Vom „Werden“ und „Sterben“ der Publikumsgesellschaften, GesKR 2-3/2006, 117.
- KUNZ, PETER V. (GmbH-Reform): Grosse GmbH-Reform als Chance und Herausforderung für schweizerische Unternehmungen, Jusletter vom 30. April 2007.
- KUNZ, PETER V. (Status): Status quo der „grossen Aktienrechtsrevision“ – Ein legislatives Mammutprojekt für das 21. Jahrhundert, in: KUNZ, PETER V./JÖRG, FLORIAN/ARTER, OLIVER (Hrsg.): Entwicklungen im Gesellschaftsrecht III, Bern 2008, 125.
- KUNZ, PETER V. (Aktienrechtsrevision): Aktienrechtsrevision 20xx, Jusletter vom 2. Februar 2009.
- KUNZ, PETER V. (Skizzen): Konzernrechtliche Skizzen zum Wettbewerbsrecht im weiteren Sinne, in: KUNZ, PETER V./HERREN, DOROTHEA/COTTIER, THOMAS/MATTEOTTI, RENÉ (Hrsg.): Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 177.
- KUSTER, MATTHIAS: Die Legal Opinion im internationalen Kreditgeschäft, SZW 70 (1998), 274.
- KUZMIC, KRISTINA: Haftung aus „Konzernvertrauen“, Diss., Zürich 1998.
- LÄNZLINGER, ANDREAS: Die Haftung des Kreditgebers, Diss., Zürich 1992.
- LIENHARD, PETER: Risikokapital-Finanzierung aus der Sicht der Banken, Diss., Bern 1987.
- LIPS-RAUBER, CHRISTINA: Die Rechtsbeziehung zwischen dem beauftragten fiduziarischen Verwaltungsrat und dem Fiduzianten, Diss., Zürich 2005.
- LOSER, PETER: Die Vertrauenshaftung im schweizerischen Schuldrecht, Habil., Bern 2006.
- MAIER-REIMER, GEORG: Das Recht der konzernexternen Fremdfinanzierung, in: LUTTER, MARCUS/SCHNEIDER, UWE (Hrsg.): Handbuch der Konzernfinanzierung, Köln 1998, 484.
- MAROLDA, LARISSA/VON DER CRONE, HANS CASPAR: Prospekthaftung bei Anleiheobligationen (...), SZW 75 (2003), 158.
- MAURENBRECHER, BENEDIKT: Die Stellung der Banken in Verantwortlichkeitsprozessen, AJP 7 (1998), 1327.
- MEIER-HAYOZ, ARTHUR/FORSTMOSER, PETER: Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 10. Aufl., Bern 2007.
- MEIER-HAYOZ, ARTHUR/VON DER CRONE, HANS CASPAR: Wertpapierrecht, Bern 2000.
- MERKEL, HELMUT: Die konzerntypischen Kreditsicherheiten und Kreditsicherungsvereinbarungen, in: LUTTER, MARCUS/SCHNEIDER, UWE (Hrsg.): Handbuch der Konzernfinanzierung, Köln 1998, 529.
- MISTELI, JONAS/WOHLWEND, HANSPETER: Der Steuerstundungseffekt bei einer Privatanlage in Zerobonds, StR 2/2002, 70.
- MOSIMANN, PETER: Die Liberierung von Aktien durch Verrechnung, Diss., Basel 1978.
- MÜLLER, OLIVER: Mezzanine Finance, Diss., St. Gallen 2003.

- NEUHAUS, MARKUS/WATTER, ROLF: Handels- und steuerrechtliche Aspekte von Up-, Down- und Sidestream-Garantien zugunsten von Konzerngesellschaften, in: KRAMER, ERNST A./NOBEL, PETER/WALDBURGER, ROBERT (Hrsg.): Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, 173.
- NOBEL, PETER: Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. Aufl., Bern 2004.
- OBERSON, XAVIER/PETER, HENRY/KUSTER, MATHIAS: Steuerliche Aspekte bei Sanierungsleistungen von Schwestergesellschaften, in: KRAMER, ERNST A./NOBEL, PETER/WALDBURGER, ROBERT (Hrsg.): Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, 219.
- OHO, WOLFGANG/EBERBACH, CHRISTIAN: Konzernfinanzierung durch Cash-Pooling, Der Betrieb 2001, 825.
- PELLENS, BERNHARD/KEMPER, THOMAS/SCHMIDT, ANDRÉ: Geplante Reformen im Recht der GmbH: Konsequenzen für den Gläubigerschutz, ZGR 37 (2008), 384.
- PETER, HENRY/BIRCHLER, FRANCESCA: Les groupes de sociétés sont des sociétés simples, SZW 70 (1998), 113.
- PETER, HENRY/CAVADINI-BIRCHLER, FRANCESCA: Les groupes de sociétés sont (parfois) des sociétés simples – une duplique, in: KUNZ, PETER V./HERREN, DOROTHEA/COTTIER, THOMAS/MATTEOTTI, RENÉ (Hrsg.): Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 131.
- PLÜSS, MARTIN: Der Schutz der freien Aktionäre im Konzern, Diss., St. Gallen 1977.
- ROBERTO, VITO: Die Haftung der Bank als Kreditgeberin, in: EMMENEGGER, SUSAN (Hrsg.): Bankhaftungsrecht, Basel 2006, 93.
- ROBERTO, VITO/WEGMANN, THOMAS: Prospekthaftung in der Schweiz, SZW 73 (2001), 161.
- ROTH, JÜRIG: Sanierungsdarlehen, Diss., Basel 2009.
- RUBLI, ARMAND P.: Sanierungsmassnahmen im Konzern aus gesellschaftsrechtlicher Sicht, Diss., Zürich 2002.
- RUDOLPH, BERND: Funktionen und Regulierung der Finanzinvestoren, ZGR 37 (2008), 161.
- RUSCH, ARNOLD F.: Interzession im Interesse des Aktionärs, Sicherheitenbestellung für Verbindlichkeiten von Mutter- und Schwestergesellschaften in der Schweiz, Diss., Zürich 2004.
- SCHEFFLER, EBERHARD: Die Gestaltung der konzerninternen Fremdfinanzierung, in: LUTTER, MARCUS/SCHEFFLER, EBERHARD/SCHNEIDER, UWE (Hrsg.): Handbuch der Konzernfinanzierung, Köln 1998, 669.
- SCHENKER, URS: Möglichkeiten zur privatrechtlichen Sanierung von Aktiengesellschaften, SJZ 105 (2009), 485.
- SCHOTT, ANSGAR (Insichgeschäft): Insichgeschäft und Interessenkonflikt, Diss., Zürich 2002.
- SCHOTT, BERTRAND G. (Verfahrensmängeln): Aktienrechtliche Anfechtbarkeit und Nichtigkeit von Generalversammlungsbeschlüssen wegen Verfahrensmängeln, Diss., Zürich 2009.
- SCHUBARTH, MARTIN: Konzernstrafrecht, SZW 78 (2006), 161.
- THEISEN, MANUEL R.: Konzerneigene Finanzierungsgesellschaften, in: LUTTER, MARCUS/SCHEFFLER, EBERHARD/SCHNEIDER, UWE (Hrsg.): Handbuch der Konzernfinanzierung, Köln 1998, 717.
- VETTER, JOCHEN/STADLER, CHRISTOPH: Haftungsrisiken beim konzernweiten Cash Pooling, Köln 2003.

- VOGEL, ALEXANDER: Kapitalersetzende „Sanierungs“-Darlehen im Konzern, SZW 65 (1993), 299.
- VOLKART, RUDOLF: Corporate Finance – Grundlagen von Finanzierung und Investition, 4. Aufl., Zürich 2008.
- VON BÜREN, ROLAND: Der Konzern, SPR VIII/6, 2. Aufl., Basel 2005, 77.
- VON BÜREN, ROLAND/HUBER, MICHAEL: Warum der Konzern keine einfache Gesellschaft ist – eine Replik, SZW 70 (1998), 213.
- VON BÜREN, ROLAND/LÜTHI, BENDICHT: Sicherung von Krediten Dritter im Konzern, in: EMMENEGGER, SUSAN (Hrsg.): Kreditsicherheiten, Basel 2008, 55.
- VON GREYERZ, CHRISTOPH: Kapitalersetzende Darlehen, in: BÖCKLI, PETER/HINDERLING, HANS/TSCHUDI, HANS PETER/EICHENBERGER, KURT (Hrsg.): Festschrift für Frank Vischer, Zürich 1983, 547.
- WATTER, ROLF: Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, AJP 1 (1992), 48.
- WIDMER, CHRISTOPH K.: Die Liberierung im schweizerischen Aktienrecht, Diss., Zürich 1998.
- WIEGAND, WOLFGANG: Die Bürgschaft im Bankgeschäft, in: WIEGAND, WOLFGANG (Hrsg.): Personalsicherheiten, Berner Bankrechtstag / BBT Bd. 4, Bern 1997, 175.
- ZOBL, DIETER: Haftung der Gesellschaft für die Vertretungshandlungen ihrer Organe in der bundesgerichtlichen Rechtsprechung, in: VON BÜREN, ROLAND (Hrsg.): Aktienrecht 1992-1997: Versuch einer Bilanz, Festschrift zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, 435.
- ZOBL, DIETER/KRAMER, STEFAN: Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004.