Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 112

**Sanierung und Insolvenz von Unternehmen**

Herausgeber: Thomas Sprecher

# Sanierungsmassnahmen bei Obligationenanleihen

Urs Schenker

Schulthess §

# Sanierungsmassnahmen bei Obligationenanleihen

Urs Schenker*

## Inhalt

I. Die privatrechtliche Sanierung von Gesellschaften ..... 204

II. Unternehmen mit Obligationenanleihen ..... 206

III. Der Einfluss der Anleihensbedingungen auf privatrechtliche Sanierungsmassnahmen ..... 207
1. Die Kündigung der Anleihe durch den Bond Agent ..... 207
2. Der Einbezug des Bond Agents in die Sanierungsbemühungen ..... 212
3. Begrenzte Kompetenzen des Bond Agents ..... 213

IV. Der Einbezug von Anleihen in privatrechtliche Sanierungsmassnahmen auf der Basis individueller Zustimmung einzelner Obligationäre ..... 214
1. Mögliche Angebote an die Aktionäre ..... 214
2. Grenzen freiwilliger Angebote – das Free Rider Problem ..... 216

V. Sanierung im Rahmen der Gläubigergemeinschaft ..... 218
1. Die Sanierung mit Gläubigerversammlung als „Spezialnachlassverfahren" ..... 219
2. Das Verfahren gemäss Art. 1164 ff. OR ..... 220
a) Einleitung des Verfahrens ..... 220
b) Stundung der Ansprüche ..... 222
c) Mögliche Massnahmen ..... 223
d) Der Beschluss der Gläubigerversammlung ..... 226
e) Der Bestätigungsentscheid der kantonalen Nachlassbehörde ..... 228
f) Widerruf der Genehmigung ..... 231
3. Vorgehen bei mehreren Obligationenanleihen ..... 232

VI. De Lege Ferenda: Beibehaltung der Vorschriften und mögliche Ausdehnung auf Konsortialkredite ..... 233

* Der Autor möchte sich bei B.A. (HSG) Philip Spoerlé bedanken, der das Manuskript kritisch durchgelesen und ihn bei den Fussnoten unterstützt hat.

## I. Die privatrechtliche Sanierung von Gesellschaften

Aufgrund negativer konjunktureller Entwicklungen oder individueller Fehlentscheiden von Organen kann es bei Unternehmen zu finanziellen Krisensituationen kommen, die nicht mehr im Rahmen der normalen operativen Geschäftsführung korrigiert werden können.

Primär sind in derartigen Problemsituationen betriebliche Restrukturierungsmassnahmen notwendig, um die Ertragskraft des Unternehmens wieder herzustellen. Zum Teil müssen aber auch Aktiven und Betriebe verkauft werden, um Liquidität zu beschaffen und um Schulden zurück zu zahlen. Wenn aufgrund der finanziellen Schwierigkeiten des Unternehmens die Schulden im Verhältnis zum Eigenkapital übermässig hoch werden oder wenn die betrieblichen Erträge auch in mittel- und langfristiger Betrachtung nicht mehr ausreichen um Zinszahlungen und Amortisationen zu finanzieren, ist zusätzlich auch eine Bilanzsanierung notwendig. In einer deratigen Bilanzsanierung müssen primär die Aktionäre durch Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen oder à-fonds-perdu-Zuschüsse beitragen[1]. Häufig sind aber auch Beiträge der Fremdkapitalgeber notwendig. Diese können vom Abschluss eines Stillhalteabkommens, das dem Unternehmen erlaubt, fällige Schulden zu einem späteren Zeitpunkt zurückzuzahlen, bis zur Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital reichen[2].

Die Organe der betroffenen Gesellschaft versuchen normalerweise mit diesen Instrumenten eine Bilanzsanierung auf privatrechtlicher Basis durchzuführen, d.h. ausserhalb eines Konkurs- oder Nachlassverfahrens[3]. Eine derartige privatrechtliche Sanierung hat gegenüber der Sanierung im Nachlass- oder Konkursverfahren den Vorteil, dass die Geschäftstätigkeit ohne Unterbruch weitergeführt werden kann und eine Verunsicherung der Geschäftspartner, die mit einem Nachlass- oder Konkursverfahren verbunden ist, vermieden werden kann[4]. Tatsächlich sind in den letzten 10 Jahren verschiedene grosse Unternehmen auf privatrechtlicher Basis erfolgreich saniert worden. Bekannte Beispiele sind Swisslog, von Roll, Ascom oder auch OC Oerlikon. Typischerweise begann bei diesen Unternehmen die Sanierung mit dem Abschluss eines Stillhalteabkommens zwischen der Gesellschaft und den kreditgebenden Banken und endete mit der Umsetzung von Massnahmen im Bereich des Eigen- und Fremdkapitals, die einerseits von den Aktionären in der Generalversammlung mit entsprechender Mehrheit beschlossen[5] und andererseits von sämtlichen betroffenen Gläubigern einzeln genehmigt werden mussten.

Eine grosse Herausforderung bei privatrechtlichen Sanierungen ist der Umstand, dass alle Gläubiger, die von Massnahmen betroffen sind, individuell der Sanierung bzw. den entsprechenden Massnahmen zustimmen müssen. Da normalerweise in die Sanierungsbemühungen aber nur Finanzgläubiger einbezogen werden, beschränken sich die Verhandlungen meist auf eine begrenzte Anzahl von Personen, die aus kommerziellen Überlegungen an einer Sanierung interessiert sind, da ihre Verluste bei einem Konkurs- oder Nach-

---

1 KESSELBACH STEPHAN, Krise und Sanierung bei Aktiengesellschaften – insbesondere aus strafrechtlicher Sicht, Zürich 2001, 54; GIGER MARCEL, Sanierungen aus Sicht der Aktionäre und Obligationäre, in: ROBERTO VITO (Hrsg.), Sanierung einer AG – ausgewählte Rechtsfragen für die Unternehmenspraxis, Zürich 2003, 104.

2 Zu den möglichen Sanierungsschritten siehe SCHENKER URS, Möglichkeiten zur privatrechtlichen Sanierung von Aktiengesellschaften, SJZ 2009, 487 ff., mit weiteren Verweisen.

3 Dies bedingt allerdings, dass die betreffenden Sanierungsbemühungen eingeleitet werden, bevor ein Konkurs- bzw. Nachlassverfahren aufgrund von Art. 725 OR unvermeidlich wird. Zu dieser Verpflichtung BÖCKLI PETER, Schweizerisches Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 13 N 713 ff.

4 ROBERTO VITO, Rechtsprobleme bei Sanierungen – ein Überblick, in: ROBERTO VITO (Hrsg.), Sanierung einer AG – Ausgewählte Rechtsfragen für die Unternehmenspraxis, Zürich 2003, 14; VON DER CRONE HANS CASPAR/KOPTA-STUTZ BETTINA/PFISTER LOÏC, Some theses concerning modern Swiss Reorganization Law, ST 2005, 1030; SCHENKER (FN 2), 487; die Erfahrung zeigt, dass mittlere und grosse Unternehmen im Rahmen eines Nachlassverfahrens praktisch nie in der Weise saniert werden können, dass die Unternehmenstätigkeit fortgeführt werden kann. Typisch ist vielmehr die stückweise Liquidation von Aktiven und überlebensfähigen Tochtergesellschaften. Dabei können meistens nur relativ niedrige Preise realisiert werden, da die operative Geschäftstätigkeit unter der Nachlassstundung normalerweise stark leidet – typischerweise ziehen sich Kunden und Lieferanten in dieser Zeit zurück – und auch Käufer gegenüber Nachlassmassen äusserst zurückhaltend sind, da sie die sonst bei Verkäufen üblichen Zusicherungen und Garantien nicht erwarten können.

5 Beispiele derartiger Massnahmen, die von den Aktionären beschlossen werden, sind Kapitalherabsetzungen und -erhöhungen; vgl. SCHENKER (FN 2), 489 ff.

lassverfahren wesentlich grösser wären[6]. Daher ist es meist möglich, eine privatrechtliche Sanierung zu vereinbaren, wenn der Sanierungsplan so gestaltet ist, dass er den Finanzgläubigern gegenüber dem Konkurs- oder Nachlassverfahren finanzielle Vorteile bringt und die Beiträge der Gläubiger in einem vernünftigen Verhältnis zu den Beiträgen der bisherigen Eigenkapitalgeber und allfälliger neuer Investoren liegen[7].

## II. Unternehmen mit Obligationenanleihen

Sobald ein Unternehmen, das Obligationen ausstehend hat, eine privatrechtliche Sanierung anstrebt, stellt sich die Frage, wie derartige Anleihen in diese Sanierung einbezogen werden können bzw. welche Auswirkungen die Anleihensbedingungen auf die einzelnen bei einer privatrechtlichen Sanierung vorgesehenen Massnahmen haben. Obligationenanleihen sind wie Bankkredite Finanzschulden, weshalb die übrigen Finanzgläubiger normalerweise verlangen, dass Obligationenanleihen in gleicher Weise wie die übrigen Finanzschulden in eine Sanierung einbezogen werden. Problematisch ist allerdings, dass bei Obligationen dem Unternehmen eine grosse Anzahl von Gläubigern gegenübersteht, die das Unternehmen normalerweise gar nicht kennt, weshalb es praktisch unmöglich ist, durch Verhandlungen mit einzelnen Obligationengläubigern eine Umschuldung zu erreichen[8].

6 BOEMLE MAX/STOLZ CARSTEN, Unternehmensfinanzierung, Zürich 2002, 639; BÖCKLI (FN 3), § 13 N 764.

7 KOPTA-STUTZ BETTINA, Probleme des kollektiven Handelns bei der Sanierung der Aktiengesellschaft, in: Vertrauen – Vertrag – Verantwortung, Festschrift für Hans Caspar von der Crone, Zürich 2007, 454 f.; SCHENKER (FN 2), 495 f.; GIGER (FN 1), 96.

8 Siehe hierzu hinten, Ziff. V.





## III. Der Einfluss der Anleihensbedingungen auf privatrechtliche Sanierungsmassnahmen

Beabsichtigt ein Unternehmen, das Obligationenanleihen ausstehend hat, eine Sanierung durchzuführen, so muss primär abgeklärt werden, welchen Einfluss die Bedingungen der Obligationenanleihe auf die einzelnen im Rahmen der Sanierung geplanten Massnahmen haben, um so die Rückzahlung der Anleihe bei Fälligkeit sicherzustellen.

### 1. Die Kündigung der Anleihe durch den Bond Agent

Die Bedingungen von Obligationenanleihen sehen praktisch immer vor, dass der Bond Agent die Anleihe fällig stellen kann, wenn der Schuldner mit der Zahlung von Zinsen oder Tilgungen in Verzug ist und eine – sehr kurze – Nachfrist („Grace Period") abgelaufen ist („Default")[9]. Normalerweise wird der Begriff des „Defaults", der den Bond Agent berechtigt – bzw., je nach Formulierung der Anleihenbedingungen, verpflichtet – die Anleihe fällig zu stellen, in den Anleihensbedingungen aber noch wesentlich weiter definiert. Gemäss den meisten Anleihensbedingungen berechtigt bereits einer der folgenden Vorfälle den Bond Agent dazu, die Obligationenanleihen mit sofortiger Wirkung fällig zu stellen[10]:

- *Verzug des Schuldners bezüglich Zahlungspflichten bei anderen Finanzschulden („Cross-Default"):* Diese Klausel erlaubt es dem Bond Agent die Anleihe fällig zu stellen, wenn bei anderen Finanzschulden

9 AFFENTRANGER MARKUS, Die Stellung der Banken in der Krisensituation – rechtliche Aspekte, in: ROBERTO VITO (Hrsg.), Sanierung einer AG – ausgewählte Rechtsfragen für die Unternehmenspraxis, Zürich 2003, 78; GIGER (FN 1), 106 f.; DAENIKER DANIEL, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Zürich 1992, 200; siehe bezüglich der Vornahme der Kündigung bei einem „Event of Default" auch ZOBL DIETER, Änderungen von Anleihensbedingungen, SZW 1990, 148 ff.

10 Die Frage, welche Ereignisse den Bond Agent zur Kündigung einer konkreten Anleihe berechtigen und wie diese Ereignisse genau definiert sind, muss jeweils aufgrund der konkreten Anleihensbedingungen abgeklärt werden. Diese variieren von Fall zu Fall, wobei zum Teil auch unterschiedliche Formulierungen bezüglich der Handlungspflicht des Bond Agents verwendet werden. Die in diesem Abschnitt dargestellten Klauseln können daher nur Beispiele darstellen.

des Unternehmens ein Verzug eingetreten ist[11]. Eine derartige Klausel kann in einer finanziellen Krisensituation zur Fälligstellung der Obligation führen, sobald das betreffende Unternehmen mit Zins- oder Kapitalzahlungen bei Bankkrediten im Verzug ist[12]. Daher sollte eine Gesellschaft, die Obligationenanleihen ausgegeben hat, das Gespräch mit den Finanzgläubigern nicht erst dann suchen, wenn es bereits mit seinen Zins- oder Amortisationszahlung gegenüber seinen Finanzgläubigern in Verzug ist; das Unternehmen sollte vielmehr möglichst früh, d.h. sobald die Organe erste Anzeichen ernsthafter Probleme sehen, mit den betroffenen Banken und anderen Finanzgläubigern Verhandlungen führen, um durch Fristerstreckungen einen Verzug zu vermeiden, der über die Cross-Default Klausel in den Anleihensbedingungen auch zur Fälligkeit der Anleihe führen kann[13].

- *Der Abschluss eines Stillhalteabkommens mit Gläubigern:* Diese Klausel erlaubt es dem Bond Agent, die Anleihe fällig zu stellen, wenn mit den Finanzgläubigern ein Stillhalteabkommen abgeschlossen wird[14]. Konsequenz einer derartigen Klausel ist, dass das Unternehmen nur dann ein Stillhalteabkommen abschliessen kann, wenn der Bond Agent diesem zustimmt und ausdrücklich auf eine Fälligstellung der Anleihe verzichtet. Ohne das Einverständnis des Bond Agents würde der Abschluss des Stillhalteabkommens sein Ziel nicht erreichen: Das Stillhalteabkommen würde dem Unternehmen nicht Zeit verschaffen, um seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen[15], sondern im Gegenteil wegen der Fälligstellung der Obligationenanleihe direkt zur Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens führen[16].

  Normalerweise wird der Bond Agent seine Zustimmung zu einem Stillhalteabkommen erteilen und darauf verzichten, die Anleihe fällig zu stellen, da ein Stillhalteabkommen Liquiditätsabflüsse durch die Rückzahlung einzelner Finanzschulden verhindert und sich deshalb auch auf die Position der Anleihensgläubiger positiv auswirkt[17]. Problematisch für die Anleihensgläubiger sind letztlich nur Stillhalteabkommen, die eine Rückführung der vom Stillhalteabkommen erfassten Finanzschulden durch den Cash-Flow des Unternehmens oder durch Erlöse aus dem Verkauf von Aktiven vorsehen. Daher wird der Bond Agent seine Zustimmung zu einem derartigen Stillhalteabkommen davon abhängig machen, dass die Obligationengläubiger von Rückzahlungen im Rahmen des Stillhalteabkommens in gleichem Mass wie die übrigen Finanzgläubiger, d.h. proportional zu ihrem Anteil an den gesamten Finanzschulden, profitieren[18]. Da eine Teilrückzahlung bei den meisten Anleihen aber nicht möglich ist, kann vereinbart werden, dass die auf die Obligationen entfallenden Beträge auf ein Sperrkonto bezahlt werden und so die Rückzahlung bei Fälligkeit sichergestellt werden kann[19].

11 Zum Teil wird dabei eine Mindestgrösse der betreffenden Finanzschuld definiert. Meist wird auch eine „Grace Period" vorgesehen, so dass technische Verzögerungen von wenigen Tagen, die durch Probleme bei einer Überweisung entstehen können, keinen Cross Default auslösen.

12 Siehe zum Begriff und der Bedeutung von Cross-Default-Klauseln ALBISETTI EMILIO et al., Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz, Thun 1987, 187; DAENIKER (FN 9), 202 f.; GIGER (FN 1), 107.

13 Ein Unternehmen, das eine Sanierung anstrebt, kann es allerdings nicht bei einzelnen Fristerstreckungen bewenden lassen; zur Vorbereitung einer umfassenden Sanierung ist letztlich immer ein Stillhalteabkommen notwendig, das alle Finanzgläubiger einbezieht. Deshalb sind diese einzelnen Fristerstreckungen typischerweise nur Vorbereitungshandlungen für den Abschluss eines Stillhalteabkommens.

14 Diese Klausel wird oft insofern präzisiert, als das Stillhalteabkommen einen bestimmten Prozentsatz der gesamten Gläubiger umfassen muss, so dass die Stundung einzelner Kredite noch nicht zu einem Problem führt; siehe zum Begriff und der Bedeutung von Stillhalteabkommen ALBISETTI EMILIO et al. (FN 12), 618 f.; siehe auch GIGER (FN 1), 110.

15 AFFENTRANGER (FN 9), 91; ARPAGAUS RETO, Ausgewählte Rechtsprobleme bei der Besicherung von Forderungen gegenüber einem Not leidenden Schuldner, in: VON DER CRONE et al. (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts – Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 188.

16 RUBLI ARMAND, Sanierungsmassnahmen im Konzern aus gesellschaftsrechtlicher Sicht, Zürich 2002, 179.

17 AFFENTRANGER (FN 9), 91; SCHENKER (FN 2), 491.

18 AFFENTRANGER (FN 9), 93.

19 In dieser Weise wurden in den Jahren 2003 bis 2005 die Rückzahlung der Obligationen der Ascom gesichert, als die Ascom im Rahmen eines Stillhalteabkommens ein Devestitionsprogramm durchführte und mit den Erlösen aus dem Verkauf von Tochtergesellschaften und Immobilien ihre Schulden zurückführte.

- *Verkauf von wesentlichen Aktiven des Unternehmens:* Die meisten Anleihensbedingungen erlauben dem Bond Agent die Obligationenanleihe fällig zu stellen, wenn das betreffende Unternehmen wesentliche Aktiven verkauft[20]. Dies führt zu Problemen wenn eine Stillhalte- oder Sanierungsvereinbarung vorsieht, dass bestimmte Aktiven verkauft werden und die freigewordenen Mittel zur Rückzahlung der Finanzgläubiger verwendet werden[21]. Sanierungspläne, die auf dem Verkauf bestimmter Aktiven basieren, sind daher nur möglich, wenn der Bond Agent zustimmt und darauf verzichtet, die Anleihe fällig zu stellen. Um die Interessen der Obligationäre zu schützen, kann der Bond Agent einer Sanierungsvereinbarung, die den Verkauf von Aktiven vorsieht, im Normallfall allerdings nur zustimmen, wenn ein proportionaler Anteil der Veräusserungserlöse auf ein Sperrkonto zugunsten der Obligationengläubiger bezahlt wird, um so die Rückzahlung der Anleihe bei Fälligkeit sicherzustellen.

- *Gewährung von Sicherheiten an Finanzgläubiger („Negative pledge/ pari passu Klausel"):* Fast alle Anleihensbedingungen enthalten entweder eine „negative pledge Klausel"[22], die es dem Unternehmen verbietet, anderen Finanzgläubigern Sicherheiten zu gewähren oder eine „pari passu Klausel", die verlangt, dass bei der Gewährung von Sicherheiten an andere Finanzgläubiger den Obligationären die gleichen Rechte eingeräumt werden[23].

  Sieht ein Sanierungskonzept vor, dass dem Unternehmen durch gesicherte Kredite neue Mittel zugeführt werden[24], so kommt es zum Konflikt mit diesen Klauseln. Derartige Finanzierungen sind daher nur möglich, wenn der Bond Agent zustimmt und auf die Fälligstellung der Anleihe verzichtet. Vernünftigerweise wird der Bond Agent sein Einverständnis zur Besicherung von derartigen Überbrückungskrediten erteilen, wenn die neu zugeführten Mittel dazu verwendet werden, die operative Geschäftstätigkeit in einer Restrukturierungsphase zu finanzieren und nicht dazu dienen, andere ungesicherte Finanzschulden zurück zu zahlen. Diese Zustimmung entspricht den Interessen der Obligationäre: Trotz der Besicherung verbessern die neu zugeführten Mittel die Position der Obligationäre, da der Überbrückungskredit dazu beiträgt, den Unternehmenswert zu erhalten, der Basis für eine spätere Rückzahlung der Obligationen ist. Soweit ein Sanierungsplan allerdings vorsieht, dass im Rahmen einer Umschuldung bereits bestehende Schulden besichert werden sollen, wird der Bond Agent nur zustimmen, wenn auch die Anleihensobligationen anteilsmässig in gleicher Weise besichert werden[25].

- *Der Abschluss eines Vergleichs- bzw. Umschuldungsabkommens mit anderen Finanzgläubigern:* Praktisch alle Obligationenanleihen sehen vor, dass die Obligation fällig gestellt werden kann, wenn der Schuldner ein Umschuldungsabkommen mit seinen anderen Finanzgläubigern abschliesst[26]. Diese Klausel zwingt die Gesellschaft dazu, den Bond Agent in die Planung einer Sanierungsvereinbarung einzubeziehen und sein Einverständnis für den Abschluss einer derartigen Vereinbarung einzuholen. Sie zwingt die Gesellschaft aber vor allem auch dazu, bei der

20 DAENIKER (FN 9), 205; zum Teil wird der Begriff der wesentlichen Aktiven in den Anleihensbedingungen betragsmässig oder prozentual definiert; teilweise wird der Begriff aber offen gelassen („sale of material assets").

21 BOEMLE/STOLZ (FN 6), 628.

22 Für typische Beispiele von „negative pledge Klauseln" siehe GIGER (FN 1), 107 ff.

23 Siehe zum Begriff und der Bedeutung von Negativen Verpfändungs- und Pari Passu-Klauseln ALBISETTI EMILIO et al. (FN 12), 505, 528; DAENIKER (FN 9), 183 ff., 188 f.

24 Fehlt es einem Unternehmen an der Liquidität, die zur Führung des Betriebs oder zur Finanzierung von Umstrukturierungsmassnahmen notwendig ist, so muss im Rahmen eines Sanierungskonzepts häufig ein „Bridge Loan" vorgesehen werden. Ein derartiges Darlehen dient dazu, die Liquiditätslücke zu schliessen, zu der es kommt, bis die entsprechenden betrieblichen Restrukturierungsmassnahmen greifen bzw. bis neue Mittel durch eine Erhöhung des Eigenkpaitals zugeführt werden. Wegen der erheblichen Risiken, die mit derartigen Krediten an sanierungsbedürftige Unternehmen verbunden sind, gewähren Dritte in der Praxis derartige Kredite nur, wenn sie entsprechende Sicherheiten enthalten.

25 In diesem Sinne stimmte der Bond Agent bei der Sanierung der Ascom im Jahre 2003 der Besicherung von Bankkrediten zu, weil gleichzeitig auch die Obligationen in gleichem Mass besichert wurden.

26 Meist enthalten die Anleihenbedingungen Bestimmungen, die die Anwendung dieser Klausel auf Vergleiche bzw. Umschuldungsabkommen mit einer Mindestanzahl von Gläubigern beschränken, so dass Vereinbarungen mit einzelnen Gläubigern nicht zur Kündigung der gesamten Anleihe führen können.

Gestaltung des Sanierungsplans von Vorneherein die Interessen der Obligationäre in adäquater Weise zu berücksichtigen. Vernünftigerweise wird der Bond Agent derartigen Umschuldungen nämlich zustimmen, soweit die Existenz und die langfristige Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft mit der betreffenden Transaktion gesichert und dabei die Rechte der Obligationengläubiger im Verhältnis zu den übrigen Finanzgläubigern gewahrt werden. Der Bond Agent wird als Voraussetzung für seine Zustimmung daher vor allem immer verlangen, dass die Obligationengläubiger in allfällige Sicherstellungen und Rückzahlungen proportional eingebunden werden.

## 2. Der Einbezug des Bond Agents in die Sanierungsbemühungen

Die obigen Punkte zeigen, dass die Obligationenbedingungen immer genau analysiert werden müssen, bevor Schritte zur Sanierung einer Gesellschaft, die Obligationen emittiert hat, eingeleitet werden. Wird bei einer derartigen Gesellschaft ein Sanierungsplan ausgearbeitet, so muss dieser so ausgestaltet werden, dass die Interessen der Obligationäre in gleicher Weise geschützt werden, wie die Position der übrigen Finanzgläubiger. Andernfalls ist der Bond Agent gezwungen, zur Wahrung der Interessen der Obligationäre, die Anleihe fällig zu stellen.

Da der Bond Agent mit den Obligationären nicht nur eine wesentliche Gruppe der Finanzgläubiger vertritt, sondern, wie oben gezeigt, auch durch die Kündigung der Obligationenanleihen starken Einfluss auf die Sanierung nehmen kann, sollte er frühzeitig in die Sanierungsbemühungen einbezogen werden. In diesem Sinne sollte er gleichzeitig mit den Finanzgläubigern über die Sanierungsbemühungen und die finanzielle Situation des Unternehmens informiert werden, damit er bereits in einer frühen Phase der Sanierung die möglichen Auswirkungen der geplanten Transaktionen auf die Obligationäre einschätzen kann. Er kann so auch Vorschläge zur Gestaltung des Sanierungsplans einbringen, die ihm die Zustimmung zum Sanierungsplan ermöglichen[27].

[27] Siehe zu den obigen Ausführungen GIGER (FN 1), 111, 113.





Sobald die Möglichkeit besteht, dass aufgrund bestimmter Ereignisse oder Massnahmen im Rahmen der Sanierung bei der Anleihenobligation ein Default eintritt, sollte dem Bond Agent vorgängig ein formelles Gesuch um Zustimmung bzw. Verzicht auf die Fälligstellung übergeben werden. In diesem Gesuch muss begründet und mit geeigneten Unterlagen auch belegt werden, dass die entsprechenden Sanierungsschritte die Situation der Obligationengläubiger verbessern und bereits konkrete Vorschläge zur Wahrung ihrer Interessen unterbreitet werden, falls das Unternehmen die Besicherung oder Rückzahlung von Finanzschulden vorsieht. Da der Bond Agent bei seiner Tätigkeit allein die Interessen der Obligationäre wahren muss, kann er auf eine Fälligstellung der Anleihen nur dann verzichten, wenn er davon ausgehen kann, dass die geplanten Sanierungsschritte die Situation der Obligationäre verbessern, d.h. die Aussicht auf Rückzahlung gesteigert wird[28]. Sofern ein Bond Agent im Rahmen einer Sanierung nicht sicher ist, ob er in eigenem Ermessen auf die Kündigung verzichten kann, kann er auch eine Gläubigerversammlung der Obligationäre im Sinne von Art. 1164 ff. OR einberufen und den Obligationären diese Frage zur Entscheidung vorlegen[29].

## 3. Begrenzte Kompetenzen des Bond Agents

Die Zustimmung des Bond Agents zu Sanierungsschritten genügt allerdings nur dann, wenn der rechtliche Anspruch der Obligationäre auf Zinszahlungen und Rückzahlung unverändert bleibt und nur ihre wirtschaftliche Position von den Sanierungsmassnahmen des Unternehmens beeinflusst wird. Der Bond Agent kann dagegen nicht in Rechte der Obligationäre eingreifen oder in ihrem Namen einer Änderung der Anleihebedingungen zustimmen.

[28] DAENIKER (FN 9), 142 f., 198; GIGER (FN 1), 112.

[29] Diesen Weg wählte der Bond Agent bei der Jelmoli Holding AG 3.125% Anleihe (ISIN CH0021907354) und der Jelmoli Holding AG 4% Anleihe (ISIN CH0018792652). Die Jelmoli Holding AG hatte eine Tochtergesellschaft als Sachdividende an ihre Aktionäre ausgeschüttet. Dies erlaubte dem Bond Agent die Anleihe unter Berufung auf die Anleihensbedingungen fällig zu stellen. Nachdem der Zins der Anleihe aber relativ hoch war und die übrigen Aktiven der Jelmoli Holding grundsätzlich genügten, um die Rückzahlung der Anleihe sicher zu stellen, lag ein schwieriger Ermessensentscheid vor. Diesen überliess er den Obligationären, indem er eine Gläubigerversammlung einberief und diese über die Frage der Kündigung abstimmen liess.

Derartige Leistungen von Obligationären sind nur möglich, wenn diese den entsprechenden Massnahmen zustimmen, sei dies individuell bezüglich eigener Rechtspositionen[30] oder gemeinsam[31] im Rahmen von Art. 1164 ff. OR.

## IV. Der Einbezug von Anleihen in privatrechtliche Sanierungsmassnahmen auf der Basis individueller Zustimmung einzelner Obligationäre

Grundsätzlich können mit den einzelnen Obligationären, wie mit anderen Gläubigern, auf rein privatrechtlicher Basis Forderungsverzichte oder auch eine Umwandlung in Eigenkapital vereinbart werden. Die Zustimmung eines einzelnen Obligationärs hat aber in diesen Fällen nur Auswirkungen auf seine eigene Rechtsposition, d.h. auf die von ihm gehaltenen Obligationen.

### 1. Mögliche Angebote an die Aktionäre

Aufgrund der individuellen Zustimmung von Obligationären sind insbesondere folgende Schritte möglich:

- *Umtauschangebot von Obligationen in Aktien*

  Den Obligationären kann offeriert werden, dass sie ihre Obligationen individuell in Aktien umtauschen können. Ein derartiger „Debt/Equity Swap" führt direkt zu einer Reduktion des Fremdkapitals und einer entsprechenden Stärkung des Eigenkapitals[32].

  Voraussetzung für ein derartiges freiwilliges Umtauschangebot ist, dass die Generalversammlung beschliesst, das Aktienkapital unter Ausschluss des Bezugsrechtes der Aktionäre zu erhöhen und den Obligationären den Erwerb von Aktien ermöglicht, die sie dann durch Verrechnung mit ihren individuellen Forderungen liberieren.

- *Rückkaufangebot zu einem Preis unter dem Nominalwert*

  Ein derartiges Angebot kann entweder von einem Dritten, der an der Sanierung interessiert ist, oder aber auch von der Gesellschaft selbst gemacht werden.

  Soweit die Gesellschaft selber die Obligationen zurückkauft, realisiert sie einen Gewinn in Höhe der Differenz zwischen dem Nominalwert und Rückkaufspreis, der das Eigenkapital stärkt[33]. Das Unternehmen kann ein derartiges Angebot allerdings nur machen, wenn sicher ist, dass die übrigen Gläubiger mindestens mit der gleichen Quote befriedigt werden können, da die Rückzahlung andernfalls eine Gläubigerbevorzugung darstellt.

  Der Rückkauf durch einen Dritten führt nicht direkt zu einer Verbesserung der Bilanz der Gesellschaft. Eine solche Transaktion mit einem der Gesellschaft nahe stehenden Dritten kann aber zur Vorbereitung einer Sanierung dienen, in dem der Dritte nach dem Kauf seine Obligationen in Aktien umwandelt[34].

- *Umtausch in Obligationen mit längerer Laufzeit*

  Mit einem derartigen Umtausch wird zwar die Bilanz des Unternehmens nicht gestärkt, da im Gegensatz zum Aktienumtausch und dem Rückkauf zu einem Preis unter dem Nominalwert weder das Fremdkapital reduziert noch das Eigenkapital erhöht wird. Die Situation des Unternehmens wird aber insofern erleichtert, als der durch die Rückzah-

30 Siehe Ziff. IV. unten.

31 Siehe Ziff. V. unten.

32 KESSELBACH (FN 1), 54; RUBLI (FN 16), 167, 205 ff.; BÖCKLI (FN 3), §13 N 752; Ein derartiges Angebot machte im Jahr 2009 die Thurella an die Obligationäre der Thurella-Wandelanleihe (ISIN CH0030508813).

33 Von Roll machte im Rahmen ihres Sanierungsplanes im Jahre 2003 den Obligationären ein freiwilliges Rückkaufangebot zum Preis von 15% des Nominalwertes als Alternative zur Umwandlung der Obligationen in Aktien, die ihm Rahmen einer Umstrukturierung der Anleihe gemäss Art. 1164 ff. durchgeführt wurde.

34 Eine ähnliche Transaktion fand z.B. bei der Swisslog im Jahr 2004 statt, wo Investoren Bankkredite mit einem Diskont erworben und diese dann durch Verrechnungsliberierung in Aktien tauschten.

lung bedingte Liquiditätsabfluss hinausgeschoben wird[35]. Ein derartiger Umtausch ist allerdings nur dann für die einzelnen Obligationäre attraktiv, wenn die neuen Obligationen einen höheren Zins aufweisen oder mit Optionsscheinen bzw. Wandelrechten ausgestattet sind, die den Wert der angebotenen Obligationen steigern und so den Nachteil längerer Laufzeit kompensieren.

- *Senkung von Options- und Wandelpreisen*

  Wenn Wandel- oder Optionsanleihen ausstehen, so kann das Unternehmen auch den Wandel- bzw. Optionspreis einseitig senken. Dies führt zu einer beschleunigten Ausübung von Wandel- und Optionsrechten und einer entsprechenden Stärkung des Eigenkapitals mit gleichzeitiger Reduktion des Fremdkapitals. Ein derartiger Schritt ist insbesondere dann sinnvoll, wenn die Aktien des Unternehmens so stark gesunken sind, dass die Ausübung der Options- und Wandelrechte zu den bisherigen Ausübungspreisen nicht mehr erwartet werden kann, das Unternehmen aber auf die Ausübung von Options- und Wandelrechten angewiesen ist, da es die Anleihe nicht zurückzahlen oder refinanzieren kann. Genau wie ein Umtauschangebot setzt die Senkung der Options- und Wandelpreise einen Beschluss der Generalversammlung voraus, mit der die Aktien geschaffen werden, die für die Ausübung von Wandel- bzw. Optionsrechten notwendig sind[36].

## 2. Grenzen freiwilliger Angebote – das Free Rider Problem

Die Annahme der oben dargestellten Angebote erfolgt auf freiwilliger Basis durch die individuellen Obligationäre und hat nur Wirkung auf die Obligationen, für die der betreffende Obligationär das Angebot annimmt. Damit ein derartiges Angebot erfolgreich sein kann, muss es daher so gestaltet werden,

35 KESSELBACH (FN 1), 40; BOEMLE/STOLTZ (FN 6), 645.

36 Auf einen derartigen Beschluss kann nur verzichtet werden, wenn bereits genügend bedingtes oder genehmigtes Kapital vorhanden ist, um die Umwandlung zu neuen Bedingungen zu ermöglichen, und der Verwaltungsrat auch die Kompetenz hat, die Ausgabebedingungen der entsprechenden Aktien in einer der Sanierungssituation angemessenen Weise festzulegen.





dass es für die Obligationäre tatsächlich attraktiv ist. Der einzelne Obligationär muss daher nicht nur eine Leistung erhalten, die über dem Börsenkurs der betreffenden Obligationen vor der Restrukturierung liegt. Der Gesamtwert, den er erhält, muss vielmehr höher sein als der Obligationenkurs nach erfolgter Restrukturierung. Ist dies nicht der Fall, werden rational handelnde Obligationäre das Angebot nicht annehmen. Diese Obligationäre hoffen vielmehr darauf, dass möglichst viele andere Obligationäre das Angebot freiwillig annehmen und dass dies zu einer Verbesserung der Bonität des Schuldners und damit auch zu höheren Obligationenkursen für die Obligationäre führt, die das Angebot nicht angenommen haben[37].

Dieser negative Anreiz zur Annahme von freiwilligen Angeboten im Rahmen einer Sanierung kann, wie oben dargestellt, nur durch ein sehr attraktives Angebot überwunden werden. Dies führt aber dazu, dass die Obligationäre tendenziell besser gestellt werden als andere Anspruchsgruppen im Rahmen der Sanierung, was die Strukturierung der Gesamtsanierung sehr schwierig macht, da auf diese Weise die Opfersymmetrie gestört wird[38]. Aus diesem

37 BITTER GEORG, Sanierung in der Insolvenz – Der Beitrag von Treue- und Aufopferungspflichten zum Sanierungserfolg, ZGR 2010, 149 f.; Siehe grundsätzlich zur „Free Riding"-Problematik STIGLER GEORGE J., Free Riders and Collective Action: An Appendix to Theories of Economic Regulation, The Bell Journal of Economics and Management Science 5 (1974) 359-365; wenn eine Gesellschaft z.B. ein Angebot zum Umtausch von Obligationen in Aktien macht, so führt der Umtausch von Obligationen zu einer Stärkung des Eigenkapitals der Gesellschaft und zu einer Verringerung ihrer Verschuldung. Dies verbessert die Position der Obligationäre, welche das Angebot nicht annehmen. Damit entsteht eine Situation, bei der die einzelnen Obligationäre zwar hoffen, dass möglichst viele Obligationäre das Angebot annehmen, selbst aber keinen individuellen finanziellen Anreiz zur Annahme des Angebotes haben. Dieses Problem kann nur beseitigt werden, wenn das Umtauschangebot derart attraktiv ist, dass sein Wert den Kurs der verbleibenden Obligationen nach der Sanierung übersteigt. Ein Beispiel für eine wenig gelungene Umtauschtransaktion war das Umtauschangebot, das Thurella im Jahr 2009 durchführte. Da der Kurs der Aktien während der Umtauschfrist sank, nahmen viele Obligationäre an, dass ihre Obligationen nach der Sanierung einen höheren Wert haben würden als die Aktien, die sie beim Umtausch erhalten würden. Daher nahmen nur ein sehr kleiner Teil der Obligationäre das Umtauschangebot wahr, was den Erfolg der Bilanzsanierung in Frage stellte.

38 Zur Bedeutung der Opfer- und Erfolgssymmetrie in der Sanierung siehe SCHENKER (FN 2), 496 f.; Allgemein zum Dilemma der Gläubiger in der Sanierung siehe KOPTA-STUTZ (FN 7), 454 f.

Grunde sind die Einsatzmöglichkeiten freiwilliger Angebote meist sehr beschränkt. Aus rein ökonomischer Sicht ist fast immer die unten dargestellte Sanierung im Rahmen der Gläubigergemeinschaft besser, da ein Mehrheitsbeschluss normalerweise bereits dann zustande kommt, wenn dieser Beschluss für die Obligationäre zu einem Wert führt, der besser ist als ihre Situation ohne entsprechende Sanierung – zusätzliche Anreize über diesen Wert hinaus, die ein freiwilliges Angebot erst attraktiv machen, sind dagegen nicht notwendig. Daher passt die Sanierung im Rahmen der Gläubigergemeinschaft auch wesentlich besser in eine privatrechtliche Sanierung, deren Basis immer die Opfersymmetrie zwischen den einzelnen Anspruchsgruppen ist.

## V. Sanierung im Rahmen der Gläubigergemeinschaft

Eine privatrechtliche Sanierung ist nur möglich, wenn alle Gläubiger, in deren Rechte im Rahmen einer Sanierung eingegriffen wird, den konkreten Eingriffen in ihre Rechte zustimmen. Dies führt dazu, dass eine Sanierung meist erst nach langwierigen Verhandlungen mit den Finanzgläubigern vereinbart werden kann, da eine Lösung gefunden werden muss, die für alle Beteiligten akzeptabel ist[39]. Derartige Verhandlungen werden meistens dadurch noch weiter kompliziert, dass neben den Finanzgläubigern, die Leistungen erbringen sollen, auch noch Neuinvestoren, die neues Eigenkapital einbringen sowie die bisherigen Aktionäre, die Kapitalmassnahmen zustimmen müssen, in die Verhandlungen einbezogen werden müssen. Der Einbezug von Obligationären in eine derartige Verhandlung ist in der Praxis unmöglich, da die Obligationen von einer Vielzahl von Anlegern gehalten werden, die den Unternehmen meist nicht einmal bekannt sind[40]. Um Gesellschaften mit Obligationenanleihen privatrechtliche Sanierungen zu ermöglichen, sieht Art. 1164 ff. OR daher ein spezielles Verfahren vor, das es erlaubt, Anleihensbedingungen in einem gewissen Rahmen durch Mehrheitsentscheide der Obligationäre zu ändern.

### 1. Die Sanierung mit Gläubigerversammlung als „Spezialnachlassverfahren"

Beim Verfahren gemäss Art. 1164 ff. OR handelt es sich um ein auf Obligationenanleihen beschränktes Spezialnachlassverfahren, da dieses Verfahren verschiedene Elemente aufweist, die für das Nachlassverfahren nach SchKG typisch sind[41]. So führt einerseits die Einleitung des Verfahrens zu einer Stundung bezüglich aller Forderungen aus den betroffenen Anleihensobligationen, andererseits wird aber auch gegen den Willen bestimmter Obligationsgläubiger mit Mehrheitsentscheid in bestehende vertragliche Rechte eingegriffen[42]. Das Verfahren nach Art. 1164 ff. OR greift aber wesentlich weniger stark in die Rechte der Gläubiger ein als ein Nachlassverfahren nach SchKG, da die möglichen Eingriffe in die Gläubigerrechte auf die in Art. 1170 OR aufgeführten Massnahmen beschränkt sind.

Hauptunterschied zum Nachlassverfahren nach SchKG ist aber, dass sich das in Art. 1164 ff. OR vorgesehene Verfahren nur auf die Anleihen bezieht, für die dieses Verfahren durchgeführt wird[43]. Daher führt das Verfahren zur Änderung der Obligationenbedingungen nicht auch zu einer allgemeinen Nachlassstundung für alle Schulden und der Einsetzung eines Sachwalters, der in die Führung der Gesellschaft eingreift[44]. Dies ermöglicht es, das operative Geschäft normal weiter zu führen und die ausstehenden Kreditoren zu bezahlen, so dass der mit einer Nachlassstundung typischerweise verbundene

39 HÜPPI JOSEF, Die Beschlüsse der Anleihensgläubiger-Versammlung, Diss. Freiburg/St. Gallen 1953, 39; SCHWEIZER HANS, Die rechtliche Natur der Obligationenanleihe und ihrer Gläubigergemeinschaft, Diss. Zürich 1925, 36 f.

40 BGE 113 II 288 f.; HÜPPI (FN 39), 39, 58; SCHWEIZER (FN 39), 36 f.; ZOBL (FN 9), 132; ZIEGLER ADOLF, Berner Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, Bd. VII/6, Anleihensobligationen, Bern 1950, Vorb. zu Art. 1157-1186 N 1; GUHL THEO/DRUEY JEAN NICOLAS, Das Schweizerische Obligationenrecht, Zürich 2000, 936 N 2.

41 HÜPPI (FN 39), 83 ff.; SCHWEIZER (FN 39), 46 ff.

42 ZIEGLER (FN 40), Art. 1164 N 1; HÜPPI (FN 39), 83; SCHWEIZER (FN 39), 89.

43 KÜDERLI LUC, Die Willensbildung der Gläubigergemeinschaft, Diss. Zürich 1963, 40.

44 ZIEGLER (FN 40), Art. 1166 N 1; HÜPPI (FN 39), 85.

Unterbruch der Geschäftstätigkeit und auch die dadurch verursachte Reduktion des Unternehmenswertes vermieden werden können[45].

Das Verfahren nach Art. 1164 ff. OR stellt seinem Zweck nach ein Spezialnachlassverfahren dar, das die privatrechtliche Sanierung bei Unternehmen, die Obligationen ausstehend haben, erst möglich macht. Privatrechtliche Sanierungen bei Gesellschaften mit Obligationenanleihen könnten nämlich ohne ein derartiges Verfahren gar nicht durchgeführt werden[46].

## 2. Das Verfahren gemäss Art. 1164 ff. OR

### *a) Einleitung des Verfahrens*

Das betroffene Unternehmen setzt das Verfahren nach Art. 1164 ff. OR in Gang, indem es eine Einladung zur Gläubigerversammlung veröffentlicht. Die Formalitäten der Einberufung sind in der Verordnung über die Gläubigergemeinschaft bei Anleihensobligationen im Einzelnen geregelt[47]. Diese Verordnung sieht insbesondere vor, dass die Einberufung der Gläubigerversammlung durch mindestens zweimalige öffentliche Ankündigung im Schweizerischen Handelsamtsblatt und in den weiteren in den Anleihensbedingungen als Publikationsorgane aufgeführten öffentlichen Blättern erfolgen muss. Die zweite öffentliche Ankündigung muss dabei mindestens 10 Tage vor dem Versammlungstermin erfolgen. Bekannte Gläubiger sind im Weiteren durch eingeschriebenen Brief einzuladen. Die Traktanden der

45 STEINMANN CHRISTIAN/REUTTER THOMAS U., 34. Titel: Anleihensobligationen, in: HONSELL HEINRICH/VOGT NEDIM PETER/WATTER ROLF (Hrsg.), Basler Kommentar Obligationenrecht II, 3. Aufl., Basel 2008, Art. 1166 N 4; ZIEGLER (FN 40), Art. 1166 N 2; die Erfahrung bei von Roll und Swisslog, die derartige Verfahren 2003 bzw. 2004 durchführten, zeigte, dass die Einberufung einer Gläubigerversammlung gemäss Art. 1164 ff. OR und die Stundung der Ansprüche aus Obligationen kaum Auswirkungen auf die operative Geschäftstätigkeit der Gesellschaften haben. Weder Kunden noch Lieferanten stellten die Zusammenarbeit mit dem Unternehmen ein, sodass der Unternehmenswert, der aus wirtschaftlicher Sicht Basis des Sanierungskonzeptes war, aufrechterhalten werden konnte.

46 Referat von E. HUBER über die Gläubigergemeinschaft im Schweizerischen Obligationenrecht, ZBJV 53 (1917) 553.

47 Verordnung über die Gläubigergemeinschaft bei Anleihensobligationen vom 9. Dezember 1949 (SR 221.522.1).





Gläubigerversammlung sind mit der Einberufung selbst oder durch eine zweite Ankündigung mindestens 10 Tage vor der Versammlung bekannt zu geben. Die Einladung muss neben den Traktanden keine weiteren Angaben über die Gründe der Sanierung sowie die Wirkungen der beabsichtigten Massnahmen enthalten[48]. Es müssen in der Einladung auch keine Angaben über die Finanzen der Gesellschaft gemacht werden; eine Bilanz oder ein Status müssen gemäss Art. 1175 OR erst an der Versammlung selbst vorgelegt werden[49].

In der Praxis muss ein Unternehmen allerdings in Bezug auf die Information gegenüber den Obligationären wesentlich weiter gehen, als in Gesetz und Verordnung vorgesehen, wenn es die Zustimmung der Obligationäre erreichen will.

Eine Obligationenanleihe kann nur erfolgreich restrukturiert werden, wenn den Obligationären die finanzielle und betriebliche Situation des Unternehmens sowie der Sanierungsplan detailliert dargelegt werden. Dabei muss den Obligationären insbesondere aufgezeigt werden, dass der Sanierungsplan nicht nur auf ausgewogenen Leistungen aller Beteiligten basiert, sondern auch zu einer nachhaltigen Verbesserung ihrer Position führt. Das Unternehmen kann nur Erfolg haben, wenn die Obligationäre aufgrund dieser Unterlagen erkennen, dass sie im Rahmen der Gesamtsanierung einen Wert erhalten, der über dem Wert der Obligationen vor der Sanierung liegt, obwohl die vorgeschlagenen Massnahmen in ihre vertraglichen Rechte eingreifen. Unternehmen, die eine Anpassung der Obligationenbedingungen planen, legen den Obligationären daher nicht nur umfangreiche Obligationärsbroschüren vor, welche die geplante Transaktionen und ihre Auswirkungen erklären, sondern führen auch Medienkonferenzen, Analystentreffen und Road

48 HÜPPI (FN 39), 62; STRAESSLE PETER, Die Vorschriften über die Gläubigergemeinschaft bei Anleihensobligationen (Art. 1157-1186 OR) in ihrer Anwendbarkeit auf die Gläubigergemeinschaft bei Genussscheinen nach Art. 657 OR, Diss. Freiburg 1961, 92; BECK EMIL, Die Gläubigergemeinschaft bei Anleihensobligationen nach der Verordnung des Bundesrates vom 20. Februar 1918, Bern 1918, 159 f.

49 Dazu Ziff. V.2.d) hinten.

Shows durch, bei denen sie das Projekt und seine Vorteile für die Obligationäre genauer erläutern.[50]

*b) Stundung der Ansprüche*

Vom Zeitpunkt der Veröffentlichung der Einladung bis zur Gläubigerversammlung werden gemäss Art. 1166 OR sämtliche fälligen Ansprüche der Anleihensgläubiger bis zur Beendigung des Verfahrens gestundet, womit auch die Folgen eines Defaults und einer entsprechenden Fälligstellung der Anleihe durch den Bond Agent vermieden werden können. Die Einberufung der Gläubigerversammlung führt auch dazu, dass der Bond Agent keine Verpflichtungen mehr hat, die Anleihe wegen der im Zusammenhang mit der Sanierung geplanten Massnahmen fällig zu stellen sondern die Obligationäre selber entscheiden lassen kann, ob sie der Sanierung zustimmen. Mit einem positiven Entscheid ist immer auch der Entscheid verbunden, auf Kündigungsmöglichkeiten, die sich aus den im Sanierungsplan vorgesehenen Massnahmen ergeben, zu verzichten, so dass der Bond Agent bezüglich dieser Kündigungsmöglichkeiten selbst keine Entscheidung mehr fällen muss[51].

Analog zur Nachlassstundung bei einem vollstreckungsrechtlichen Nachlassvertrag tritt damit ein Rechtsstillstand ein, der es dem betroffenen Unternehmen ermöglichen soll, der Gläubigerversammlung einen Vorschlag zur Lösung der anstehenden finanziellen Probleme zu präsentieren[52]. Im Gegensatz zur vollstreckungsrechtlichen Nachlassstundung bezieht sich diese Stundung aber nur auf die betreffende Obligationenanleihe; alle anderen Gläubiger können weiterhin ihre Forderungen auf dem Betreibungsweg geltend machen[53]. Die einseitige Stundung der Forderungen der Obligationäre darf die Organe des betroffenen Unternehmens aber nicht dazu verleiten, während der Zeit der Stundung einseitig andere Finanzgläubiger zu befriedi-

50 Derartige Broschüren wurden z.B. bei der Restrukturierung der Obligationen von von Roll und Swisslog erstellt.

51 Um für alle Beteiligten klare Verhältnisse zu schaffen, empfiehlt es sich allerdings dennoch, der Gläubigerversammlung den Verzicht auf die Kündigung aufgrund der mit der Sanierung zusammenhängenden Massnahmen zu beantragen.

52 STRAESSLE (FN 48), 78.

53 STEINMANN/REUTTER (FN 45), Art. 1166 N 4.





gen. Sollte es später zum Konkurs kommen, so würden derartige Zahlungen als Gläubigerbevorzugung betrachtet, was entsprechende Folgen für die Gesellschaft und ihre Organe hätte[54]. Überdies würde die einseitige Befriedigung anderer Finanzgläubiger den Obligationären auch die Möglichkeit geben, einen Beschluss der Gläubigerversammlung gemäss Art. 1177 Ziff. 3 und 4 OR anzufechten[55].

*c) Mögliche Massnahmen*

Bei einem Verfahren gemäss Art. 1164 ff. OR können nicht beliebige Eingriffe in die Rechte der Gläubiger gemacht werden. Es ist nur möglich, die in Art. 1170 OR ausdrücklich vorgesehenen Massnahmen durchzuführen. Der Gesetzgeber hat die Eingriffe in die Rechte der Obligationäre abschliessend definiert, um auf diese Weise sicher zu stellen, dass die Rechte der Obligationäre nicht unter ein bestimmtes Minimum reduziert werden können[56]. Weitergehende Eingriffe in die Rechte der Obligationäre sind nur im Rahmen eines Nachlassverfahrens nach SchKG oder aber mit dem Einverständnis der einzelnen Obligationäre möglich[57].

Im Einzelnen sind folgende Änderungen an den Anleihensbedingungen zulässig[58]:

- Stundung von Zinsen für eine Periode von bis zu fünf Jahren (mit zweimaliger Verlängerungsmöglichkeit um je weitere fünf Jahre)[59];
- Erlass von bis zu fünf Jahreszinsen innerhalb eines Zeitraumes von sieben Jahren;

54 Gedacht sei hierbei an eine drohende Anfechtungsklage, Verantwortlichkeitsklage sowie strafrechtliche Verfolgung gemäss Art. 167 StGB; siehe auch AFFENTRANGER (FN 9), 79.

55 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. V.2.e) hinten.

56 GUHL/DRUEY (FN 40), 937 N 13.

57 STEINMANN/REUTTER (FN 45), Art. 1169 N 2; ZIEGLER (FN 40), 72 N 3.

58 Art. 1170 OR.

59 Für die Verlängerung ist allerdings jeweils ein erneuter Beschluss der Gläubigerversammlung notwendig.

- Ermässigung des Zinsfusses bis zur Hälfte des ursprünglich vereinbarten Zinssatzes oder Einführung eines ergebnisabhängigen Zinssatzes; diese Massnahme muss aber auf zehn Jahre beschränkt sein, wobei die Möglichkeit einer weiteren Verlängerung um fünf Jahre besteht[60];
- Verlängerung der Amortisationsfrist um höchstens zehn Jahre;
- Stundung der Anleihefälligkeit um höchstens zehn Jahre mit einmaliger Verlängerungsmöglichkeit um weitere fünf Jahre[61];
- Vorzeitige Rückzahlung des Kapitals;
- Einräumung von Pfandrechten zu Gunsten neu zugeführtem Fremdkapital. Ein derartiger Beschluss ist allerdings nur notwendig, wenn die Anleihensbedingungen verbieten, dass Dritten Sicherheiten eingeräumt werden oder aber verlangen, dass in einem derartigen Fall den Obligationären die gleichen Rechte eingeräumt werden[62];
- Verzicht auf ursprünglich gewährte Sicherheiten;
- Umwandlung von Obligationen in Aktien.

  Bei der Umwandlung in Aktien findet eine vom Gesetz vorgesehene Verrechnungsliberierung statt, da der Nominalwert der neuen Aktien direkt durch Verrechnung mit dem Nominalwert der betreffenden Obligationen bezahlt wird[63]. Dabei ersetzt der gerichtlich genehmigte Beschluss der Gläubigerversammlung den Zeichnungsschein und auch die übrigen für den Vollzug einer Kapitalerhöhung notwendigen Dokumente und wird zum Beleg für den entsprechenden Handelsregistereintrag[64]. Da der Gesetzgeber diese Verrechnungsliberierung ausdrücklich für finanzielle Krisensituationen eines Unternehmens vorgesehen hat, in der

60 Wie auch im vorgenannten Fall ist auch eine solche nur mit erneuter Zustimmung der Gläubiger zulässig.

61 Für die Verlängerung ist allerdings auch hier ein erneuter Beschluss der Gläubigerversammlung notwendig.

62 Dazu Ziff. III.1. vorne; Siehe auch STEINMANN/REUTTER (FN 45), Art. 1170 N 9; ZIEGLER (FN 40), Art. 1170 N 50; BECK (FN 48), 213 f.; DAENIKER (FN 9), 100 f.

63 RUBLI (FN 16), 205 ff.

64 ZIEGLER (FN 40), Art. 1170 N 60.





sich der Verkehrswert der betreffenden Obligationen typischerweise auf weniger als 100% ihres Nominalwertes beläuft, kann sich die Frage der „Werthaltigkeitstheorie" bei dieser Verrechnungsliberierung von vornherein nicht stellen, d.h. die Umwandlung ist unabhängig vom Kurs der Obligationen möglich[65]. Die Umwandlung wird nur insoweit begrenzt, als der Nennwert der bei der Umwandlung ausgegebenen Aktien nicht über dem Nominalwert der umgewandelten Obligationen liegen darf[66].

Die Obligationäre einer Anleihe müssen bezüglich dieser Massnahmen gemäss Art. 1174 OR gleich behandelt werden. Abweichungen sind nur mit Zustimmung der Obligationäre möglich, die konkret gegenüber den anderen benachteiligt werden[67].

Sanierungsmassnahmen, die in Art. 1170 OR nicht erwähnt werden, können nicht im Verfahren gemäss Art. 1164 ff. OR durchgeführt werden[68]. Daher ist es im Rahmen einer Gläubigerversammlung bei einer Obligationenanleihe insbesondere nicht möglich, ganz oder teilweise auf den Kapitalbetrag der Obligation zu verzichten[69]. Immerhin kann aber mit einer Kombination von Zinsreduktion und Stundung der Rückzahlung eine erhebliche Erleichterung für das Unternehmen erreicht werden, die in ihren wirtschaftlichen Auswirkungen einem teilweisen Forderungsverzicht nahe kommt[70]. Auch die Um-

65 BGE 89 II 354; ZIEGLER (FN 40), Art. 1170 N 57 f.; Zur Werthaltigkeitstheorie im Allgemeinen siehe BÖCKLI (FN 3), § 2 N 127 ff. und FORSTMOSER PETER/VOGT HANS-UELI, Liberierung durch Verrechnung mit einer nicht werthaltigen Forderung, ZSR 2003, I.

66 BGE 89 II 350 f.; STEINMANN/REUTTER (FN 45), Art. 1170 N 8; ZIEGLER (FN 40), Art. 1170 N 56; DAENIKER (FN 9), 100.

67 STEINMANN/REUTTER (FN 45), Art. 1174 N 3; ZIEGLER (FN 40), Art. 1174 N 3; STRAESSLE (FN 48), 91 f.; ZOBL (FN 9), 133 f.; HÜPPI (FN 39), 57 f.; HUBER (FN 46), 556 f.

68 HÜPPI (FN 39), 48; KÜDERLI (FN 43), 41.

69 ZIEGLER (FN 40), Art. 1176 N 4.

70 Die Kombination von längerer Laufzeit und tieferen Zinsen führt dazu, dass der nach der Discounted-Cashflow-Methode berechnete Wert der Obligation klar unter ihrem Nennwert liegt. Diesen Weg wählte beispielsweise Swisslog bei der Restrukturierung ihrer Wandelanleihe (ISIN CH0010906060) im Jahr 2004; die Zinssenkung führte in Kombination mit der Verlängerung der Laufzeit zu einem Present-

wandlung von Obligationen in Aktien stellt eine erhebliche Erleichterung dar, die im Gegensatz zu den anderen oben erwähnten Massnahmen auch eine Überschuldung beseitigen kann, da mit dieser Massnahme das Fremdkapital reduziert wird[71].

Selbstverständlich können im Rahmen einer Umstrukturierung der Obligationenanleihen aber Massnahmen zugunsten der Obligationäre vorgesehen werden, die nicht im Gesetz vorgesehen sind. So können den Obligationären als Gegenleistung für die Stundung der Anleihefälligkeit höhere Zinsen angeboten oder für eine Reduktion des Zinsfusses zusätzlich Optionen offeriert werden. Gerade derartige „Equity Kicker", welche dem Obligationär ermöglichen, vom „Upside-Potential" einer Sanierung zu profitieren, können die Akzeptanz der Transaktion erheblich verbessern.

*d) Der Beschluss der Gläubigerversammlung*

Die Gläubigerversammlung kann Beschlüsse über Sanierungsmassnahmen mit einer Mehrheit von mindestens zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Obligationenkapitals fassen. Damit die Gläubigerversammlung gültig Beschluss fassen kann, muss ihr gemäss Art. 1175 OR eine geprüfte Bilanz vorgelegt werden, deren Stichtag nicht länger als 6 Monate zurückliegt. Alternativ kann auch ein Status, d.h. eine ungeprüfte Bilanz, die per Datum der Gläubigerversammlung errichtet wurde, verwendet werden. Dieses gesetzliche Erfordernis stellt allerdings eine blosse Mindestvorschrift dar. Wie oben dargestellt, müssen den Obligationären in der Praxis wesentlich detailliertere und weitergehende Angaben über die Finanzlage des Unternehmens gemacht

Value der Obligation der deutlich unter 100%, aber immer noch wesentlich über dem Wert lag, den die Obligationäre bei einem Konkurs bzw. einem Liquidationsvergleich erhalten hätte.

71 Diesen Weg wählte von Roll bei der Restrukturierung ihrer Obligationenanleihe im Jahr 2003; sie offerierte den Anlegern die Umwandlung in Aktien und bot als Alternative die Auszahlung von 15% in Bar an. Obligationäre, die das Angebot annahmen erhielten rund 40% der ausstehenden Aktien und konnten dank dem späteren Kursanstieg der Aktien nach drei Jahren einen Wert realisieren, der über dem Nominalwert der Obligationen lag.





werden, wenn sie von der Notwendigkeit bestimmter Massnahmen überzeugt werden sollen[72].

Erreicht ein Antrag in einer Gläubigerversammlung nicht die erforderliche Stimmenzahl, so kann das Unternehmen gemäss Art. 1172 OR die fehlenden Stimmen durch schriftliche und beglaubigte Erklärungen binnen zwei Monaten nach dem Versammlungstag beibringen und dadurch noch nachträglich einen gültigen Beschluss erzielen. Da bei breit gestreuten Obligationen nicht zu erwarten ist, dass zwei Drittel des ausstehenden Betrages tatsächlich an der Gläubigerversammlung vertreten sind, ist es normalerweise nicht möglich, die notwendige Mehrheit bei der Gläubigerversammlung selbst zu erreichen[73]. Die Gläubigerversammlung stellt daher nur den „Startschuss" für das Verfahren dar, das zur notwendigen Mehrheit führt. Diese kann dann in den nachfolgenden Wochen durch die individuelle Zustimmung der Obligationäre, die an der Gläubigerversammlung nicht vertreten waren, erreicht werden. Um die Obligationäre zu mobilisieren und um ihre Zustimmung zu erhalten, ist es allerdings notwendig, Banken und Broker, die Obligationen für Kunden halten, aktiv anzugehen. Eine aktive Bearbeitung von Banken und Brokern ist schon deshalb notwendig, weil diese die vom Unternehmen abgegebenen Informationen oft nicht in der gewünschten Weise an die Obligationäre weiterleiten, da es sich bei einer Obligationenrestrukturierung um ein aussergewöhnliches Verfahren handelt, auf das die Banken und Broker nicht eingerichtet sind.

Über den Beschluss der Gläubigerversammlung ist eine öffentliche Urkunde zu errichten. Sofern die Gläubigerversammlung nicht zur notwendigen Mehrheit geführt hat und diese erst nachträglich erreicht wird, ist auch über die Gesamtzahl der nachträglich eingegangenen Zustimmungserklärungen eine öffentliche Urkunde zu errichten, die dann zusammen mit der an der Gläubigerversammlung erstellten Urkunde die notwendige Zustimmung dokumentiert. Diese öffentlichen Urkunden stellen dann die rechtliche Grundlage für die Anpassung der Anleihensbedingungen bzw. eine allfällige Umwandlung von Obligationen in Aktien dar.

72 Dazu vorne, Ziff. V.2.a).

73 STRAESSLE (FN 48), 89.

Beschlüsse der Gläubigerversammlung können auch bedingt gefasst werden[74]. Dies ist dann notwendig, wenn andere Vorgänge aus rechtlicher oder wirtschaftlicher Sicht die Grundlagen für den Beschluss der Gläubigerversammlung bilden. So muss insbesondere der Beschluss, die Obligationen in Aktien um zu wandeln, unter die Bedingung gestellt werden, dass die Generalversammlung einen entsprechenden Kapitalerhöhungsbeschluss fasst[75]. Es ist aber auch möglich die Beschlüsse der Gläubigerversammlung unter die Bedingung zu stellen, dass die von anderen Gläubigern oder Drittinvestoren zugesagten Leistungen tatsächlich erbracht werden[76].

*e) Der Bestätigungsentscheid der kantonalen Nachlassbehörde*

Die von der Gläubigerversammlung beschlossenen Änderungen der Anleihensobligation werden rechtskräftig, wenn die obere kantonale Nachlassbehörde am Sitz der Gesellschaft der betreffenden Änderung der Anleihensbedingungen zustimmt. Die Genehmigung kann nur aus den in Art. 1177 OR festgehaltenen Gründen verweigert werden:

– *Verletzung der Vorschriften über Einberufung und Zustandekommen der Beschlüsse der Gläubigerversammlung*

  Die Nachlassbehörde kann die Bestätigung verweigern, wenn die Fristen oder die Publikationsvorschriften bei der Einberufung nicht eingehalten wurden oder wenn die tatsächlichen Verhandlungsgegenstände von den in der Einladung bekanntgegebenen Traktanden abwichen[77]. Auch formelle Fehler bei der Durchführung der Gläubigerversammlung

[74] ZIEGLER (FN 40), Art. 1172 N 5.

[75] Diese Bedingung kann allerdings dadurch vermieden werden, dass die Generalversammlung vor der Gläubigerversammlung durchgeführt wird.

[76] Ähnlich WEBER FELIX, Die Revision des Rechts der Gläubigergemeinschaft bei Anleihensobligationen und der gerichtliche Nachlassvertrag ausser Konkurs nach schweizerischem Recht, Diss. Zürich 1929, 33; gedacht sei hier beispielsweise an einen partiellen Schulderlass der finanzierenden Banken, Einzahlungen neuen Aktienkapitals, welche der rechtlichen und wirtschaftlichen Position angemessen sind, durch bestehende oder neue Aktionäre in einer bestimmten Höhe, usw.

[77] HÜPPI (FN 39), 98; STRAESSLE (FN 48), 100; ZIEGLER (FN 40), Art. 1177 N 13.





führen zu Verweigerung der Bestätigung[78]. So würde diese z.B. verweigert, wenn den Obligationären an der Versammlung weder eine geprüfte Bilanz noch ein aktueller Status der Gesellschaft vorgelegt worden wäre[79].

– *Der Beschluss ist nicht notwendig/die gemeinsamen Interessen der Anleihensgläubiger werden nicht genügend geschützt*

  Die beiden in Art. 1177 Ziff. 2 und 3 OR aufgeführten Gründe zur Verweigerung einer Genehmigung hängen eng miteinander zusammen. Letztlich soll sichergestellt werden, dass die Obligationäre nur Leistungen erbringen, wenn diese tatsächlich notwendig sind und dass eine Gesellschaft nicht einseitig zu Lasten der Obligationäre saniert wird, sondern auch die Aktionäre und die anderen Gläubiger eine Leistung erbringen[80]. Da die Aktionäre mit dem Aktienkapital der Gesellschaft Risikokapital zur Verfügung stellen, müssen sie auch die Hauptlast der Sanierung tragen, weshalb Leistungen der Obligationäre nur erwartet werden können, wenn die bisherigen Aktionäre ihre Beteiligung abschreiben oder neues Eigenkapital einbringen[81]. Überdies dürfen die Obligationäre aber auch im Verhältnis zu anderen Finanzgläubigern[82] nicht benachteiligt werden. Diese müssen – sofern sie sich bezüglich Sicherheiten und Zugriff auf die Aktiven in einer ähnlichen Position befinden – aus wirtschaftlicher Sicht ungefähr gleiche Leistungen wie die Obligationäre erbringen[83].

[78] STEINMANN/REUTTER (FN 45), Art. 1177 N 2.

[79] ZIEGLER (FN 40), Art. 1177 N 16

[80] STRAESSLE (FN 48), 102 f.; HÜPPI (FN 39), 109.

[81] GIGER (FN 1), 95.

[82] Von den Kreditoren können dagegen nicht die gleichen Leistungen erwartet werden wie von Finanzgläubigern. Kreditoren haben in einer Sanierung eine wesentlich bessere Position als Finanzgläubiger, da Eingriffe in bestehende Forderungen der Kreditoren dazu führen, dass diese die Gesellschaft nicht mehr beliefern, womit der Unternehmenswert, der Basis jeder Sanierung bildet, zerstört wird. In den meisten privatrechtlichen Sanierungen werden daher nur von den Finanzgläubigern, nicht aber von den Lieferanten Leistungen erwartet.

[83] HÜPPI (FN 39), 107; BECK (FN 48), 89; Unterschiede zwischen den Obligationären und anderen Finanzgläubigern, welche in einer Sanierung eine unterschiedliche

Bei der Frage, ob eine Restrukturierung der Obligationenanleihe im Rahmen einer Sanierung notwendig war und ob das Verhältnismässigkeitsprinzip im Vergleich zu anderen Finanzgläubigern gewahrt ist, sollte die Nachlassbehörde letztlich aber ihr eigenes Ermessen nicht anstelle des Ermessens des Unternehmens stellen, das die Massnahmen vorgeschlagen hat, oder der Obligationäre, welche die Massnahmen mit Mehrheitsbeschluss akzeptiert haben. Die Nachlassbehörde wird nur eingreifen, wenn eine Massnahme klar unnötig ist, d.h. das Unternehmen auch ohne Eingriffe in die Rechte der Obligationäre und der anderen Finanzgläubigern seinen finanziellen Verpflichtungen nachkommen kann oder wenn eine Ungleichbehandlung im Verhältnis zu Aktionären oder anderen Gläubigern vorliegt, die sachlich nicht erklärt werden kann[84].

– *Der Beschluss ist auf unredliche Weise zustande gekommen*

Die Genehmigung kann verweigert werden, wenn das Unternehmen die Obligationäre getäuscht hat, indem es unrichtige Informationen über seine finanzielle oder geschäftliche Position abgegeben hat, oder die Sanierungstransaktionen falsch dargestellt und z.B. Leistungen Dritter in Aussicht gestellt hat, die nicht erbracht werden[85]. Auch die Zusicherung spezieller Vorteile an einzelne Obligationäre, um deren Stimmen zu erkaufen, führt zur Verweigerung einer Genehmigung[86]. Eine Genehmigung muss schliesslich auch verweigert werden, wenn das Unternehmen zulasten der Obligationäre anfechtbare Handlungen vorgenommen hat, die gemäss Art. 285 ff. SchKG anfechtbar sind.

Liegt kein Grund vor, um eine Genehmigung zu verweigern, so muss diese erteilt werden. Der entsprechende Beschluss der oberen Nachlassbehörde kann gemäss Art. 1178 OR innerhalb von 30 Tagen beim Bundesgericht wegen Gesetzesverletzung oder Unangemessenheit angefochten werden. Zur Beschwerde sind allerdings nur die Obligationäre legitimiert, die dem Beschluss nicht zugestimmt haben. Ein ablehnender Beschluss kann dagegen vom Unternehmen selbst sowie von den Obligationären, die zugestimmt haben, angefochten werden.

*f) Widerruf der Genehmigung*

Sollte sich erst nach der rechtskräftigen Genehmigung herausstellen, dass der Beschluss der Gläubigerversammlung auf unredliche Weise zustande gekommen ist[87], so kann die obere kantonale Nachlassbehörde gemäss Art. 1179 OR auf Begehren eines Anleihengläubigers die Genehmigung ganz oder teilweise widerrufen. Bei einem derartigen Entscheid muss die Nachlassbehörde allerdings auch die Interessen Dritter in Betracht ziehen, die im Vertrauen auf die Restrukturierung der Obligationenanleihe Leistungen an die Gesellschaft erbracht haben[88] und eine Güterabwägung zwischen den Interessen der Obligationäre und der betroffenen Dritten vornehmen. Eine Umwandlung von Obligationen in Aktien, die bereits im Handelsregister publiziert worden ist, kann dagegen in keinem Fall widerrufen werden, da der Schutz der Drittgläubiger einen derartigen Widerruf einer Kapitalerhö-

Behandlung rechtfertigen, können sich nicht nur aufgrund einer rechtlichen Subordination, sondern auch aufgrund struktureller Subordination ergeben. Finanzgläubiger, die Forderungen gegenüber operativen Gesellschaften eines Konzerns haben, haben eine wesentlich bessere Position als Obligationäre oder andere Gläubiger, die nur Forderungen gegenüber der obersten Holdinggesellschaft des Konzerns haben – die Gläubiger einer Holdinggesellschaft haben in wirtschaftlicher Betrachtung ja nur Zugriff auf die Eigenkapitalposition der Tochtergesellschaften, womit sie faktisch durch die Struktur des Unternehmens gegenüber den Gläubigern der Tochtergesellschaft subordiniert sind.

84 Vgl. BGE 620 III 180; HÜPPI (FN 39), 105; STRAESSLE (FN 48), 70, 102; WEBER (FN 76), 32 f.

85 ZIEGLER (FN 40), Art. 1175 N 4; HÜPPI (FN 39), 111; STRAESSLE (FN 48), 103; KÜDERLI (FN 43), 43.

86 ZIEGLER (FN 40), Art. 1177 N 33; HÜPPI (FN 39), 111.

87 Z.B. Leistungen zugunsten einzelner Obligationäre, um deren Zustimmung zu erwirken. Falsche Angaben gegenüber den Obligationären vor der Beschlussfassung, etc.

88 Z.B. Finanzgläubiger, die einer Reduktion ihrer Forderungen zugestimmt haben oder Neuinvestoren, die neues Eigenkapital eingebracht haben und eine im Handelsregister publizierte Aktienkapitalerhöhung auch bei einer Täuschung nicht mehr rückgängig machen können.

hung auch dann verbietet, wenn die Obligationäre bei der Umwandlung getäuscht worden sind[89].

### 3. Vorgehen bei mehreren Obligationenanleihen

Häufig hat ein Unternehmen mehrere Obligationenanleihen ausstehend. In einer derartigen Situation müssen im Normalfall sämtliche ausstehenden Anleihen in gleicher Weise in eine Sanierung einbezogen werden[90]. Art. 1171 OR sieht für diesen Fall vor, dass das Unternehmen sämtlichen Gläubigergemeinschaften bezüglich der einzelnen Anleihen gleichzeitig Vorschläge unterbreiten kann und diese davon abhängig machen kann, dass diese Vorschläge von allen Gläubigergemeinschaften bezüglich aller ausstehenden Anleihensobligationen angenommen werden. In diesem Falle gelten die entsprechenden Vorschläge als angenommen, wenn sie die Zustimmung von mindestens 2/3 des gesamten in Umlauf befindlichen Obligationenkapitals erhalten, gleichzeitig von der Mehrheit der Gemeinschaften ausgenommen worden sind und in jeder Gemeinschaft mindestens die einfache Mehrheit des vertretenen Kapitals zugestimmt hat[91]. Damit kann eine parallele Restrukturierung sämtlicher ausstehender Obligationen sichergestellt werden, selbst wenn nicht bei jeder individuellen Anleihe die Mehrheit von zwei Dritteln erreicht wird.

In materieller Hinsicht müssen die einzelnen Tranchen nicht gleichbehandelt werden, d.h. den gleichen Massnahmen unterworfen werden. Bei der Gestaltung des Sanierungsplans und der einzelnen Massnahmen können bei einzelnen Anleihen die Unterschiede gemacht werden, die aufgrund der individuellen Ausgestaltung der betreffenden Anleihe[92] sachlich gerechtfertigt sind[93]. Gerade wenn einzelne Anleihen rechtlich oder strukturell subordiniert sind oder wenn Sicherheiten für einzelne Anleihen bestehen, drängt sich eine differenzierte Behandlung auf, da die Aussichten auf Zahlung unterschiedlich sind[94].

## VI. De Lege Ferenda: Beibehaltung der Vorschriften und mögliche Ausdehnung auf Konsortialkredite

In der anstehenden Revision des Sanierungsrechtes sollten die Vorschriften über die Restrukturierung von Obligationenanleihen beibehalten werden. Sie werden zwar nicht oft benutzt, sie ermöglichen es aber gerade grosse Unternehmen, die Obligationen ausgegeben haben, im Rahmen einer privatrechtlichen Sanierung zu retten. Ohne diese Vorschriften wären z.B. von Roll und Swisslog in Konkurs gegangen, was zur Auflösung der Unternehmen mit entsprechenden Folgen für alle Stakeholder geführt hätte. Dank dem in Art. 1164 ff. OR vorgesehenen Verfahren konnten diese Unternehmen nicht nur gerettet werden – die Obligationäre haben in beiden Fällen am Ende die volle geschuldete Leistung erhalten[95].

Meines Erachtens sollten die Vorschriften über die Gläubigergemeinschaft bei Obligationen auf Konsortialkredite ausgedehnt werden, die schweizerische Unternehmen aufgenommen haben. Die Situation ähnelt bei grossen

---

89 STEINMANN/REUTTER (FN 45), Art. 1179 N 2; ZIEGLER (FN 40), Art. 1179 N 3; HÜPPI (FN 39), 128.

90 HÜPPI (FN 39), 57 f.; der Einbezug aller ausstehenden Obligationenanleihen in einer Restrukturierung ist schon deshalb notwendig, da Obligationäre und andere Finanzgläubiger, die in einer Sanierung Leistungen erbringen, einem Sanierungskonzept nicht zustimmen würden, wenn einzelne Anleihen vom Sanierungskonzept ausgenommen würden.

91 Art. 1171 Abs. 2 OR.

92 Rechtliche Subordination, strukturelle Subordination, Sicherheiten, Laufzeit, Zinssatz, Währung, etc.

93 STRAESSLE (FN 48), 87.

94 Ein Massstab für die unterschiedliche Behandlung sind die vor der Sanierung erreichten Kurse der Obligationen. Unterschiedliche Kurse sind ein Indiz dafür, dass aufgrund der unterschiedlichen Ausgestaltung der Bedingungen bzw. allenfalls aufgrund einer strukturellen Subordination unterschiedliche Aussichten auf Rückzahlung bestehen, die im Rahmen der Gestaltung des Sanierungsplans berücksichtigt werden können.

95 Im Falle der Swisslog wurde die Anleihe zu 100% zurückbezahlt, als die verlängerte Laufzeit ablief. Im Falle der von Roll erhielten die Obligationäre Aktien, die nach ca. 3 Jahren mehr wert waren als der Nominalwert der umgetauschten Obligationen.

Konsortialkrediten heute immer stärker der Situation bei Obligationen, weshalb letztlich das gleiche Bedürfnis nach einer Regelung besteht, die es ermöglicht, die Kreditbedingungen durch Mehrheitsentscheid zu verändern:

- Bei Konsortialkrediten können einzelne Anteile am Gesamtkredit gehandelt werden. Gerade bei Unternehmen in finanziellen Krisensituationen werden heute Konsortialanteile auch tatsächlich rege gehandelt, da einzelne Banken ihre Risikopositionen reduzieren wollen und andere Marktteilnehmer, wie insbesondere Hedgefonds, bereit sind, diese mit hohem Einschlag zu erwerben. Dies führt dazu, dass das Unternehmen häufig die einzelnen am Kreditverhältnis beteiligten Finanzinstitute nicht mehr kennt, wenn es versucht, über eine Sanierung zu verhandeln. Zu diesem Problem kommt es vor allem dann, wenn nur Unterbeteiligungen gehandelt werden, deren Veräusserung dem Unternehmen gar nicht mitgeteilt wird. Dies macht Verhandlungen, die zu einem Einverständnis von 100% aller Konsortialgläubiger führen müssen, äusserst schwierig, da die Zusammensetzung der Verhandlungsrunde dauernd ändert[96].
- Investoren, die relativ kleine Tranchen erworben haben, versuchen manchmal, die Situation auszunützen und verlangen für ihre Zustimmung zu einem Sanierungskonzept eine Vorzugsbehandlung. Letztlich nützen diese Investoren den Umstand aus, dass 100% Zustimmung erforderlich ist und hoffen, dass die übrigen Kreditgeber, die grössere Beträge halten, auf ihre Forderung eingehen, um ihre Ausstände im Rahmen der Sanierung zu sichern. Diese Probleme können vermieden werden, wenn – wie bei Obligationen – ein Mechanismus freigestellt wird, der Mehrheitsentscheide erlaubt.
- Die Zersplitterung auf 40-50 einzelne Gläubige führt aber ganz unabhängig vom Verhalten einzelner Gläubiger zu einem Willensbildungsproblem, da es kaum mehr möglich ist eine einheitliche Position zu definieren und eine allseitige Zustimmung zu erreichen. Gerade wenn Positionen sehr klein sind, sind die betreffenden Eigentümer gar nicht mehr bereit, sich vertieft mit der geplanten Sanierung auseinander zu setzen, sodass es erfahrungsgemäss äusserst schwierig ist, Verhandlungen zu führen.

Willensbildungsprobleme aufgrund der Aufteilung des Konsortialkredites auf eine Vielzahl von Partizipanten und die Verschiebungen innerhalb des Konsortiums aufgrund des Handels mit Anteilen des Konsortialkredits wie auch das latente „Erpressungsproblem" können durch die Anwendung der Vorschriften über die Gläubigerversammlung bei Obligationenanleihen auf Konsortialkredite vermieden werden. Durch die Möglichkeit mit Zweidrittelmehrheit eine Änderung zu beschliessen, würden meiner Erfahrung nach die Verhandlungen bei Konsortialkrediten wesentlich erleichtert und beschleunigt.

Die Ausdehnung dieser Vorschriften auf Konsortialkredite hat im Übrigen rechtsvergleichende Vorbilder: In England wird das *Scheme of Arrangement*[97] auf Kredite angewendet. Es erlaubt, durch Mehrheitsbeschluss der Konsortialparteien und eine entsprechende gerichtliche Genehmigung, einen Konsortialkredit zu restrukturieren, um eine Sanierung zu ermöglichen. Diese Möglichkeit wurde ausdrücklich eingeführt, um den oben dargestellten Problemen zu begegnen und die Restrukturierung von grösseren und mittleren Unternehmen mit Konsortialkrediten zu erleichtern[98].

[96] Derartige starke Änderungen gab es z.B. bei OC Oerlikon, wo während der Verhandlungen über die Bilanzsanierung bis März 2010 rund 60% des gesamten Kreditbetrages die Hand wechselten und einzelne Tranchen sogar mehrfach gehandelt wurden. Mitten in den Verhandlungen traten Hedge Fonds, die sich auf „Distressed Situations" spezialisiert haben, als neue Konsortialparteien auf, die ganz neue Gesichtspunkte in die Verhandlungen einbrachten, so dass diese praktisch noch einmal von neuem begannen.

[97] Grundlage des englischen *Scheme of Arrangement* (SoA) bilden die Sections 895-901 des Companies Act of 2006.

[98] WESTPFAHL LARS, Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren, ZGR 2010, 408; siehe allgemein zum englischen Scheme of Arrangement DAVIES PAUL L., Gower and Davies' Principles of Modern Company Law (8th Ed.), London 2008, 1059 ff.

Interessant ist, dass die Vorschriften über Obligationenanleihen während der Krise von 1934[99] bis 1947[100] auch auf Kredite Anwendung fanden. Später wurden sie allerdings nur noch auf Obligationen angewendet, weil sich bei Krediten das Problem der Zersplitterung auf mehrere Kreditgeber nicht mehr gezeigt hatte – ein Problem, das heute wieder auftritt.

99 Ermächtigung durch Bundesratsbeschluss vom 20. Juli 1934 zum Einbezug weiterer Gläubiger nebst den Anleihensgläubigern; vgl. AS 50, 581; HÜPPI (FN 39), 17.

100 Ursprünglich war die Geltungsdauer dieser Regelung auf 1938 beschränkt, wurde dann jedoch bis Ende 1947 verlängert; HÜPPI (FN 39), 18.