



Roger Groner* / Georg Gotschev**

Zur Auslegung von Anleihsbedingungen¹



Inhaltsübersicht

- I. *Moral Hazard*
 1. Fallstudie Marriott
 2. Risiken der Anleihsngläubiger
 3. Fragestellung
- II. Interessen der Parteien
 1. Interessen der Anleihsngläubiger
 2. Interessen der Emittentin
- III. Schutz vor Werttransfers durch die Emittentin zulasten von Anleihsngläubigern
 1. Gesetzlicher Schutz
 2. Schutz durch Emissionsbanken
 3. Schutz durch den Markt
 - 3.1 Einführung
 - 3.2 Reputation
 - 3.3 Markt für Manager
 - 3.4 Kapitalmarkteffizienz
 - a. Liquider Markt
 - b. Illiquider Markt
 4. Zwischenstand
- IV. Auslegung von Anleihsbedingungen
 1. Objektive Auslegung
 - 1.1 Charakteristika von Anleihen
 - 1.2 Verkehrssicherheit
 2. Anleihsnspezifische Auslegung
 - 2.1 Wortlaut
 - 2.2 Unklarheitenregel
 - 2.3 Lückenfüllung
- V. Zusammenfassung

I. *Moral Hazard*

1. Fallstudie Marriott

Marriott Corporation, die kotierte Holdinggesellschaft der bekannten US-amerikanischen Hotelgruppe, emittierte im Frühling 1992 Anleihsobligationen (*bonds*) im Nominalbetrag von USD 400 Mio.² Im Oktober 1992

kündigte sie an, dass das Unternehmen in zwei börsenkotierte Gesellschaften (eine neue Gesellschaft plus die bisherige Holding) gespalten werden sollte. Die Aktionäre der Holding würden eine steuerfreie Dividende in Form einer Aktie der neuen Gesellschaft erhalten. Die neue Gesellschaft würde die profitablen Serviceverträge mit den Franchisenehmern übernehmen. *Marriott Corporation* würde demgegenüber die weniger profitablen Hotelliegenschaften behalten und weiterhin für die Verbindlichkeiten aus der Anleihe haften.

Dadurch wäre ein grosser Teil der Aktiven, die im Zeitpunkt der Anleihsmission eine Sicherheit für die Erfüllung der *bonds* darstellten, den Anleihsngläubigern entzogen worden³. Der Kapitalmarkt reagierte sofort auf die Ankündigung: Die *bonds*, die im April 1992 mit einem *investment grade* (d.h. einer Analystenempfehlung⁴) ausgegeben und kurz vor der Ankündigung zu je USD 110 gehandelt wurden, wurden sogleich mit USD 80 bewertet⁵. Gleichzeitig profitierten die Marriott-Aktionäre im selben Umfang von der geplanten Transaktion, da die Aktien, die sie im Rahmen des Spin-offs erhalten würden, ein geringeres Risiko aufwiesen⁶. Die Marriott-Gläubiger und Analysten reagierten enttäuscht auf den angekündigten Spin-off. Erst auf massiven Druck der Öffentlichkeit, auf den Rücktritt von Marriotts Investmentbank als *financial advisor* und nachdem Anleihsobligationäre Klagen eingeleitet

nior Notes mit Fälligkeit am 1. Mai 2002, emittiert am 28. April 1992.

³ F. JOHN III STARK/J. ANDREW RAHL/LORI C. SEEGER, «Marriott Risk»: A New Model Covenant to Restrict Transfers of Wealth from Bondholders to Stockholders, *Columbia Business Law Review* 1994, 503 ff., 516.

⁴ Ratingagenturen wie Standard & Poor's und Moody's bewerten Anleihen grundsätzlich in zwei breiten Kategorien: *investment grade* und *speculative grade*. Standard & Poor's bewertet *investment grade bonds* von AAA bis BBB, Moody's von AAA bis Baa3. Spekulative Anleihen werden entweder BB und tiefer (Standard & Pooers) oder Ba1 und tiefer (Moody's) eingestuft.

⁵ STARK/RAHL/SEEGER (FN 3), 506.

⁶ ROBERT PARRINO, Spinoffs and wealth transfers: The Marriott case, *Journal of Financial Economics* 43 (1997), 241 ff., 256 (Tabelle 5). Namentlich ermöglichte der Spin-off den Aktionären, weiterhin vom profitablen Franchisegeschäft zu profitieren, auch wenn sich das Hotelgeschäft noch mehr verschlechtert hätte.

* Dr. iur., Rechtsanwalt in Zürich, LL.M., Attorney at Law (New York).

** Dr. iur., Rechtsanwalt in Zürich.

¹ Dank für die Überarbeitung gebührt Herrn Mike Kindler, MLaw, sowie Frau Sabrina Kabouya, MLaw.

² Marriott Corporation 10% Serie L Senior Notes mit Fälligkeit am 1. Mai 2012, emittiert am 22. April 1992; 91/2% Serie M Se-

hatten, überarbeitete Marriott die Restrukturierung⁷. Im Oktober 1993 führte sie den Spin-off durch, aber in einem für die Anleihsobligationäre weniger gravierendem Ausmass⁸.

2. Risiken der Anleihsgläubiger

Das Marriott-Beispiel illustriert den Interessengegensatz zwischen Aktionären und Gesellschaftsgläubigern. Während Gesellschaftsgläubiger einen Anspruch auf Bezahlung ihrer Forderungen und damit einzig ein Interesse an der Wahrung der Gesellschaftsmittel haben, sind Aktionäre nicht persönlich für die Gesellschaftsschulden haftbar und profitieren unbegrenzt von den Gewinnen der Gesellschaft⁹.

Nach Art. 717 Abs. 1 OR müssen die Mitglieder des Verwaltungsrates sowie Dritte, die mit der Geschäftsführung der Gesellschaft befasst sind, ihre Aufgaben mit aller Sorgfalt erfüllen und die *Interessen der Gesellschaft* in guten Treuen wahren. Nach einer neueren, aber umstrittenen Auffassung zur Corporate Governance hat der Verwaltungsrat dabei einzig die Interessen der Aktionäre wahrzunehmen, solange die Statuten nichts anderes bestimmen¹⁰. Die Interessen anderer an der Gesellschaft Beteiligter (namentlich der Gesellschaftsgläubiger) können die Leitungsorgane bei der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes allerdings berücksichtigen¹¹. Hat der Verwaltungsrat einzig Sorgfalts- und Treuepflichten gegenüber Aktionären und muss damit für die Steigerung des Aktienwertes sorgen, verhält er sich nicht illegitim oder unrechtmässig, wenn

er die Aktionäre auf Kosten der Gläubiger bereichert¹². Werttransfers zu Lasten von Anleihsgläubigern können dabei auf folgende Arten erfolgen:

- i. *Dividendenausschüttung*: Durch den Entzug der Gesellschaftsmittel vom potentiellen Zugriff der Anleihsgläubiger werden die Anleihsforderungen riskanter und verlieren an Wert. Im Extremfall haben die Aktionäre einer (beinahe) überschuldeten Gesellschaft ein Interesse daran, dass diese noch eine Dividende ausschüttet, eigene Aktien erwirbt oder auf anderem Wege, etwa mittels eines Spin-offs und einer Liquidation der abgespaltenen Gesellschaft, Aktiven auf sie überträgt¹³.
- ii. *Anspruchsverwässerung*: Verkauft die Emittentin Anleihen, basiert der Preis regelmässig auf der Annahme, dass die Gesellschaft keine zusätzlichen erheblichen Verbindlichkeiten aufnehmen wird. Nimmt die Emittentin trotzdem mehr Fremdkapital auf, verringert sich der Wert der Anleihen. Denn durch die Erhöhung des Verhältnisses vom Eigen- zum Fremdkapital steigt das Ausfallrisiko der Anleihen¹⁴.
- iii. *Riskante Investitionen*: Der Wert von Anleihsobligationen sinkt, wenn die Emittentin nach der Platzierung der Anleihen das Risiko ihrer Investitionspolitik erhöht. Hat die Gesellschaft etwa vor der Emission vorwiegend in Projekte mit tiefem Risiko (d.h. tiefer Volatilität der Erträge) investiert, verwendet aber die aufgenommenen Mittel für Investitionen mit hohem Risiko, sinkt der Wert der Obligationen.

Ist die Gesellschaft zudem stark fremdfinanziert, haben Aktionäre nach moderner *corporate finance*-Theorie ein Interesse daran, dass die Gesellschaft exzessive Risiken eingeht¹⁵. Erweist sich nämlich das Eingehen der Risiken als profitabel, ziehen die Aktionäre den Nutzen daraus, für das erhöhte Risiko werden die Gesell-

⁷ Merrill Quits as Adviser to Marriott, New York Times vom 18. November 1992, D3; STARK/RAHL/SEEGERS (FN 3), 507.

⁸ PARRINO (FN 6), 242 und 263.

⁹ FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Massachusetts 1991 (Paperback 1998), 68; Entdeckung des Bondholder Value – Gleichberechtigung von Obligationären und Aktionären, Neue Zürcher Zeitung vom 24. Dezember 2001, 19.

¹⁰ Vgl. den Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Economiesuisse (Hrsg.), der Corporate Governance definiert als «die Gesamtheit der auf das Aktionärsinteresse ausgerichteten Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Unternehmensebene Transparenz und ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle anstreben» und der das *shareholder*-Interesse in den Vordergrund stellt. Ausführlich zu diesem Thema Hans Caspar von der Crone, Verantwortung, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZST 119 (2000) II, 239 ff.; vgl. auch DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 233 m.H.

¹¹ BGE 100 II 393. Dass der Gesetzgeber davon ausging, dass die Leitungsorgane der Emittentin allein die Interessen der Aktionäre wahrzunehmen haben, könnte daraus geschlossen werden, dass der Anleihsvertreter (der Vertreter der Anleihsgläubiger) gemäss Art. 1160 Abs. 2 OR an den Verhandlungen der Organe der Emittentin mit beratender Stimme teilnehmen kann, falls Geschäfte behandelt werden, welche die Interessen der Anleihsgläubiger berühren.

¹² STARK/RAHL/SEEGERS (FN 3), 506. Müsste der Verwaltungsrat neben der Wahrung der Aktionärsinteressen auch die Gläubigerinteressen verfolgen, würde dies zu unauflösbaren Zielkonflikten führen. Wie müsste sich beispielsweise der Verwaltungsrat bei einem der grundlegenden Entscheide, der Ausschüttung einer Dividende, verhalten? Eine Dividendenausschüttung steht grundsätzlich im Interesse der Aktionäre, wenn die Gesellschaft über nicht-investierbare freie Mittel verfügt. Dagegen würden die Gläubiger es bevorzugen, wenn die Gesellschaft keine Mittel ausschüttet, damit ihre Forderungen eher erfüllt werden (DALE B. TAUKE, Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate Over Corporate Bondholder Rights, Columbia Business Law Review 1989, 1 ff., 60).

¹³ TAUKE (FN 12), 3.

¹⁴ SAUL LEVMORE, Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings, Yale Law Journal 92 (1982), 49 ff., 51.

¹⁵ Publikumsgesellschaften haben allerdings ein erhebliches Interesse, ihre Bewertung durch Ratingagenturen nicht zu verlieren. Die Herabstufung des Ratings, ein Zeichen der Verschlechterung der Bonität, hat nämlich höhere Finanzierungskosten und typischerweise einen massiven Kurssturz der Aktien zur Folge (vgl. Indian Ratings Downgrades Cause Headache to Underwriters, The Wall Street Journal vom 8. November 2001).

schaftsgläubiger dagegen nicht entschädigt. Führt die riskante Geschäftsführung einer stark fremdfinanzierten Gesellschaft andererseits zu einem Verlust, tragen diesen in erster Linie die Gläubiger¹⁶. Diese «Kopf: Aktionäre gewinnen; Zahl: Gläubiger verlieren»-Situation¹⁷ schafft damit einen Anreiz für Aktionäre bzw. für das im Interesse der Aktionäre handelnde Management, Investitionen mit hohem Risiko und hohem Ertragspotential einzugehen¹⁸. Die Möglichkeiten der Aktionäre, das Risiko der Geschäftsführung auf die Gläubiger zu übertragen, führt zu einem sogenannten *moral hazard*¹⁹: einer Situation, in der die Kosten der Geschäftstätigkeit nicht von den Unternehmensträgern, sondern von externen Dritten getragen werden²⁰. Diese Externalisierung von Risiken ist volkswirtschaftlich unerwünscht, da die

Ertragsaussichten des betreffenden Projekts *aus volkswirtschaftlicher Sicht* die Risiken nicht rechtfertigen²¹. Mit anderen Worten handelt es sich in solchen Fällen um eine ineffiziente Allokation von Ressourcen.²²

3. Fragestellung

Im Folgenden wird untersucht, inwiefern die Anleihsgläubiger durch die gesetzliche Regelung, die Anleihsbedingungen und Marktmechanismen vor einem Werttransfer geschützt werden. Insbesondere wird die Effizienz einer investorenfreundlichen Interpretation von Anleihsbedingungen geprüft. Ausgangspunkt ist die kritische Auseinandersetzung mit den Interessen von Investoren und Emittenten (Ziff. II). Damit hängt die Frage zusammen, ob und in welchem Umfang die Anleihsgläubiger Schutz vor *Marriott*-ähnlicher Ausbeutung durch die Emittentin bedürfen (Ziff. III). Schliesslich werden den Interessen der Parteien entsprechende Grundsätze zur Auslegung von Anleihsbedingungen erarbeitet (Ziff. IV).

II. Interessen der Parteien

1. Interessen der Anleihsgläubiger

Die Anleihe ist ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen, wobei der Anleihsnehmer mit einer Vielzahl von Darleihern selbständige Einzelverträge abschliesst und für die Rückforderung jedes Teilbetrags dem Darleiher ein Wertpapier begibt. Dieses verbrieft eine fest verzinsliche Nominalschuld²³.

Das primäre Interesse von Anleihsgläubigern besteht darin, einen dem Risiko²⁴ der Anleihe entsprechenden Ertrag zu erzielen. Zu diesem Zweck müssen den Gläubigern Informationen über die Emittentin und deren Marktumfeld sowie über die Konditionen der Anleihe

¹⁶ STEPHEN A. ROSS/RANDOLPH W. WESTERFIELD/JEFFREY JAFFE, *Corporate Finance*, 5. Aufl., Boston et al. 1999, 570 ff.; BRIAN R. CHEFFINS, *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford 1997, 497: «Shareholders have an incentive to gamble with creditor's money.»
¹⁷ CHEFFINS (FN 16), 498: «Heads we win, tails creditors lose.»
¹⁸ Die mit der Geschäftsführung befassten Personen haben einen Anreiz, risikoträchtige Investitionen vorzunehmen, sofern sie am Geschäftserfolg partizipieren, wie etwa mittels Aktienbeteiligungen oder Boni (CHEFFINS [FN 16], 521; ROSS/WESTERFIELD/JAFFE [FN 16], 571).
¹⁹ Die Situation des *moral hazard* wird durch folgendes Beispiel verdeutlicht: Eine Gesellschaft mit einem Aktienkapital von CHF 100 000 nimmt Fremdkapital in Höhe von CHF 1 Mio. auf. Die Gesellschaft wird das Kapital von CHF 1.1 Mio. in ein Projekt investieren. Folgende zwei Projekte mit unterschiedlichen Gewinn- und Risikoaussichten stehen zur Auswahl:

Projekt 1 mit tiefem Risiko:

Szenario	Wahrscheinlichkeit	Unternehmenswert nach Abschluss des Projekts	Anteil der Aktionäre	Anteil der Gläubiger
Worst case	50%	CHF 1 Mio.	CHF 0	CHF 1 Mio.
Best case	50%	CHF 1.4 Mio.	CHF 0.4 Mio.	CHF 1 Mio.

Projekt 2 mit hohem Risiko:

Szenario	Wahrscheinlichkeit	Unternehmenswert	Anteil der Aktionäre	Anteil der Gläubiger
Worst case	50%	CHF 0.2 Mio.	CHF 0	CHF 0.2 Mio.
Best case	50%	CHF 1.6 Mio.	CHF 0.6 Mio.	CHF 1 Mio.

Im *worst case*-Fall erhalten die Gläubiger entweder CHF 1 Mio. (Projekt 1) oder CHF 0.2 Mio. (Projekt 2). Im *best case*-Szenario erhalten die Gläubiger in beiden Projekten CHF 1 Mio. Die Gläubiger würden *Projekt 1* wählen, da dieses in der *worst case*-Situation ihnen einen höheren Ertrag verspricht. Umgekehrt würden sich die *Aktionäre* für *Projekt 2* entscheiden. Denn im Fall eines schlechten Geschäftsgangs verlieren sie ihre Einlage von CHF 0.1 Mio. in beiden Projekten, während sie im *best case*-Szenario entweder CHF 0.4 (Projekt 1) oder CHF 0.6 Mio. (Projekt 2) erhalten. Objektiv *besser* ist *Projekt 1*, da dessen nach Wahrscheinlichkeit gewichteter Ertrag CHF 1.2 Mio. beträgt, während *Projekt 2* einen durchschnittlichen Ertrag von CHF 0.9 Mio. verspricht. *Projekt 2* hat damit (unabhängig vom Diskontierungssatz) einen negativen *net present value* (NPV).

²⁰ EASTERBROOK/FISCHEL (FN 9), 95.

²¹ Wenn Dritte die Kosten einer Tätigkeit tragen müssen, ist dies nicht effizient, da ein allfälliger Schaden nicht vollständig von den Verursachern getragen wird. Dies setzt falsche Anreize. Umweltverschmutzung, deren Kosten von allen getragen wird, aber nur von einzelnen verursacht wird, ist ein gebräuchliches Beispiel für die *moral hazard*-Situation (vgl. EASTERBROOK/FISCHEL [FN 9], 39).

²² Teilweise anders präsentiert sich die Situation bei einer Wandelanleihe. Dort kann der finanzielle Abschlag, den die Anleihe erleidet, allenfalls durch den Wertzuwachs des Wandelrechtes kompensiert werden, dies jedoch nur soweit, als der Inhaber der Wandelanleihe Anteile der Gesellschaft beziehen kann, auf die der Werttransfer erfolgt ist.

²³ BGE 113 II 530; BGE 113 II 288; ROLF WATTER, *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II*, Honsell/Vogt/Wiegand (Hrsg.), 2. Aufl., Basel 2002, N 2 zu Art. 1156 OR.

²⁴ Zu den Arten von Anleihsrisiken MARKUS PFENNINGER, *Auslegung von Anleihsbedingungen*, Diss. Zürich 1995, 25 ff.

zur Verfügung stehen. Über die Konditionen der Anleihe wird in erster Linie in den Anleihsbedingungen informiert. Die Anleihsbedingungen sind vorformulierte Vertragsbestimmungen, die das Verhältnis zwischen der Emittentin und den Anleihsgläubigern regeln²⁵. In den Anleihsbedingungen verpflichten sich die Anleihsgläubiger, der Emittentin einen Teil des Gesamtbetrages für die Anleihsdauer zur Verfügung zu stellen, und die Emittentin verpflichtet sich zur Rückzahlung des Betrages sowie im Normalfall zur Zahlung von Zinsen²⁶. Weitere Bestimmungen betreffen den Gesamtbetrag der Anleihe, Ausgabepreis, Nennwert, die Stückelung, Laufzeit, allfällige Konversion der Obligationen in Aktien, Kündigungsmöglichkeiten, Sicherstellung, Zahlstellen und Publikation der Mitteilungen des Emittenten an die Anleihsgläubiger²⁷. Anleihsbedingungen werden mit der Zeichnung oder dem späteren Erwerb der Anleihsobligation Bestandteil des Vertrags zwischen der Emittentin und dem Anleihsgläubiger²⁸.

Weiter sind rationale Anleihsgläubiger daran interessiert, dass nach Emission der Anleihe ihre Erwartung in die Anleihe, insbesondere ihre Risikoanalyse, nicht nachträglich enttäuscht wird. Das Interesse der Gläubiger an der Erhaltung des *status quo* der Emittentin erstreckt sich auf folgende Punkte²⁹:

- Begrenzung weiterer Kreditaufnahmen und Verpfändungen sowie Zurückhaltung beim Eingehen von Leasingverbindlichkeiten;
- Zurückhaltung bei Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufen³⁰;
- Limitierung von Fusionen, Umstrukturierungen und Aktivenveräusserungen;
- Begrenzung erheblicher und riskanter Investitionen;
- Wahrung der Liquidität;
- Zeitgerechte Information der Anleihsgläubiger über allfällige Veränderungen der finanziellen Situation.

2. Interessen der Emittentin

Grundsätzlich hat die Emittentin ein Interesse, die Anleihsbedingungen so zu formulieren, dass die Anlei-

hsgläubiger nicht gänzlich schutzlos dastehen. Im Kapitalmarkt wird nämlich nur die Anleihe Anklang bei Investoren finden, die ein marktkonformes Verhältnis von Risiko und Ertrag vorsieht³¹. Würde die Emittentin unvernünftig hohe Risiken schaffen, etwa durch unvollständige oder unklare Anleihsbedingungen, müsste sie die Investoren dementsprechend mit einer exzessiv hohen Risikoprämie kompensieren.

Die Bereitschaft der Emittentin, investorenfreundliche Anleihsbedingungen zu schaffen, findet allerdings ihre Grenze darin, dass Anleihsbedingungen, welche die Emittentin in ihrer Geschäftsführung zu sehr einschränken, Opportunitätskosten in Form der Beschränkung der Profitabilität der Emittentin verursachen³². Die kapitalaufnehmende Gesellschaft (bzw. deren Aktionäre), und zu einem gewissen Grad auch die Anleihsgläubiger, haben deshalb ein legitimes Interesse daran, dass die Handlungsfreiheit der Emittentin durch die Anleihsbedingungen nicht zu stark beschnitten wird³³. Will die Gesellschaft somit auf veränderte Umstände reagieren können, müssen ihr Handlungsalternativen offenstehen.

Ausserdem kann die Emittentin mit Sitz in der Schweiz die Anleihsbedingungen nicht nachträglich einfach wieder zu ihren Gunsten abändern. Denn eine nachträgliche Änderung der Anleihsbedingungen, welche in Gläubigerrechte eingreift, bedarf nach Art. 1170 Abs. 1 OR zwingend der Zustimmung von zwei Dritteln des sich im Umlauf befindlichen Kapitals, was bei einer Publikumsanleihe mit weit verstreuten Gläubigern besondere Konzessionen seitens der Emittentin verlangen würde³⁴.

Aus diesen Gründen und zwecks Reduktion von Transaktionskosten verwenden die meisten Emittenten mehr oder weniger standardisierte Anleihsbedingungen, welche der Emittentin im Normalfall geringe Restriktionen hinsichtlich der Führung der Geschäfte auferlegen³⁵.

²⁵ PFENNINGER (FN 24), 15.

²⁶ Vgl. z.B. Bond Purchase, Paying and Conversion Agency Agreement of Logitech (Jersey) Ltd., Logitech International SA and CSFB, 1% Convertible Bonds 2001–2006 of CHF 170 million, Ziff. II.

²⁷ DIETER ZOBL, Änderungen von Anleihsbedingungen, SZW 1990, 129 ff., 131.

²⁸ HANS-BEAT NUESCHELER, Wandelobligation und Wandelobligationär im schweizerischen Recht, Diss. Bern, Zürich 1969, 22; ZOBL (FN 27), 131.

²⁹ Vgl. die Übersicht bei STARK/RAHL/SEEGERS (FN 3), 544.

³⁰ MICHAEL H. MCDANIEL, Bondholders and Corporate Governance, Business Law 41 (1986), 413 ff., 437 Fn. 83.

³¹ EASTERBROOK/FISCHEL (FN 9), 6; zur Rolle der Reputation bei Anleihen vgl. Abschnitt III.3.2.

³² Beispielsweise kann sich die Gesellschaft gezwungen sehen, bei schlechtem Geschäftsgang die Lagerbestände abzubauen. Würden die Anleihsbedingungen vorsehen, dass die Aktiven auf keinen Fall verändert werden dürfen, führte dies zu einer unzumutbaren Situation.

³³ STARK/RAHL/SEEGERS (FN 3), 580.

³⁴ Zum Gläubigerversammlungsbeschluss ZOBL (FN 27), 133 ff.

³⁵ Ausserdem behält sich die Emittentin ab und zu das Recht vor, die Anleihe zu kündigen. Ändern sich die Marktumstände, beispielsweise bei einer Zinsreduktion und kann sich die Emittentin auf andere Weise billiger finanzieren, wird sie die Anleihe zurückerzahlen.

III. Schutz vor Werttransfers durch die Emittentin zulasten von Anleiensgläubigern

1. Gesetzlicher Schutz

Das Gesellschafts- und das Konkursrecht schützen die Anleiensgläubiger punktuell vor dem potentiellen Werttransfer durch die Emittentin. Im Falle von Anleiensobligationen einer Schweizer Gesellschaft, die einen Anspruch auf Aktien verschaffen, dürfen nach Art. 653d Abs. 2 OR die Wandel- oder Optionsrechte durch eine Erhöhung des Aktienkapitals, eine Ausgabe neuer Wandel- oder Optionsrechte oder auf andere Weise nur beeinträchtigt werden, wenn der Konversionspreis gesenkt wird oder den Anleiensgläubigern auf eine andere Weise ein angemessener Ausgleich gewährt wird, oder wenn die gleiche Beeinträchtigung auch die Aktionäre trifft³⁶. Diese Bestimmung hat einen bloss beschränkten Anwendungsbereich, weil sie nicht alle Obligationäre, sondern bloss die Berechtigten aus Wandel- und Optionsanleihen schützt. Ausserdem erfasst die Bestimmung bloss das Umwandlungsrecht, nicht die Forderung auf Rückzahlung der Hauptschuld oder auf Bezahlung des Zinses.

Weitergehenden Schutz bietet im Falle einer Spaltung das Fusionsgesetz. Nach Art. 47 Abs. 1 FusG³⁷ haften die übrigen an der Spaltung beteiligten Gesellschaften subsidiär und solidarisch, wenn die Forderungen einer Gläubigerin von der Gesellschaft, der die Verbindlichkeiten durch den Spaltungsvertrag oder Spaltungsplan zugeordnet wurden, nicht befriedigt werden. Zwar kann mit dieser Bestimmung eine Marriott-ähnliche ungleiche Zuordnung der Aktiven und Passiven zu den Spaltungsgesellschaften nicht verhindert werden. Die solidarische Haftung der anderen Gesellschaft stellt für die Gläubiger aber eine deutliche Verbesserung ihrer Rechtslage dar. Keinen Schutz bietet das Fusionsgesetz allerdings, wenn eine aufgespaltene Gesellschaft mittels

einer Dividende oder eines Aktienrückkaufs das Haftungssubstrat ausschüttet³⁸.

Auch die Rechtsbehelfe des SchKG³⁹, mit denen Rechtsgeschäfte des konkursiten Schuldners angefochten werden können, so dass sie der Zwangsvollstreckung zugeführt werden (Art. 285 ff. SchKG, so genannte paulianische Anfechtungsklagen), bieten keinen vollständigen Schutz. Beispielsweise setzt die Schenkungsanfechtung nach Art. 286 SchKG voraus, dass die unentgeltliche Verfügung (wie etwa eine Dividende) ein Jahr vor Konkurseröffnung vorgenommen wurde. Länger zurückliegende Dividendenausschüttungen werden von der Schenkungspauliana nicht erfasst. Für andere Transfers von Aktiven auf Aktionäre (beispielsweise Aktienrückkäufe) muss entweder das Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung (Art. 286 Abs. 2 SchKG)⁴⁰, die Überschuldung der Gesellschaft (Art. 287 SchKG)⁴¹ oder die Absicht der Schädigung der Gesellschaftsgläubiger (Art. 288 SchKG)⁴² nachgewiesen werden.

2. Schutz durch Emissionsbanken

Kapitalsuchende Gesellschaften haben nicht das Know-how und den Zugang zum Kapitalmarkt, um Anleiensobligationen selbständig öffentlich platzieren zu können. Aus diesem Grund bedienen sie sich einer oder mehrerer Investmentbanken, welche die Emission durchführen. Die Emissionsbanken können sich auf verschiedene Weise an der Platzierung der Anleihe beteiligen. Eine Möglichkeit ist, dass die Banken als Kommissionäre der Emittentin gemäss Art. 425 OR auftreten. Die Banken vereinbaren dabei, möglichst viele Investoren zu finden, welche die Obligationen übernehmen (*best efforts underwriting*)⁴³. Eine weitere Methode besteht darin, dass die Investmentbanken vereinbaren, den Teil der Emission zu erwerben, der nicht vom Publikum gekauft wird (*standby* oder *old-fashioned underwriting*). Im häufigsten Fall erwerben jedoch die Banken die ganze Emission

³⁶ Vgl. PETER R. ISLER/GAUDENZ G. ZINDEL, Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Honsell/Vogt/Wiegand (Hrsg.), 2. Aufl., Basel 2002, N 5 ff. zu Art. 653d OR. In den Anleiensbedingungen werden zum Schutze des Wandlungsrechts *anti dilution*-Bestimmungen vereinbart, etwa die Möglichkeit der Anleiensgläubiger, innert einer bestimmten Frist nach Beschlussfassung über die Erhöhung des Aktienkapitals oder über die Ausgabe neuer Optionsrechte das Wandlungsrecht auszuüben. Anleiensgläubiger, die ihr Konversionsrecht nicht innert dieser Frist ausüben, werden weiter dadurch geschützt, indem der Konversionspreis um den (gehandelten oder vereinbarten) Preis des neuen Bezugsrechts oder der Option reduziert wird (vgl. Bond Purchase, Paying and Conversion Agency Agreement of Logitech [Jersey] Ltd., Logitech International SA and CSFB, 1% Convertible Bonds 2001–2006 of CHF 170 million, Ziff. 7.7 Annex A [Terms of the Bonds]).

³⁷ Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz, FusG) vom 3. Oktober 2003, SR 221.301.

³⁸ Dies übersieht offensichtlich die Botschaft zum FusG in ihrem schlichten Kommentar: «Die subsidiäre solidarische Haftung der an der Spaltung beteiligten Gesellschaften (Art. 47) dürfte den Gläubigerinnen und Gläubigern der sich spaltenden Gesellschaft zusammen mit dem Sicherstellungsanspruch (Art. 46) einen ausreichenden Schutz vor den Gefahren bieten, die mit einer Spaltung verbunden sind.» (vgl. Botschaft zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung [Fusionsgesetz, FusG] vom 13. Juni 2000, BBl II 4337 ff.). Seit dem Inkrafttreten des FusG am 1. Juli 2004 hat sich allerdings einige Kritik gegenüber dem als transaktions(ver)hindernd empfundenen Gläubigerschutzkonzept gemäss Art. 47 FusG breit gemacht, vgl. statt vieler ANDREAS BINDER, Wege, Irrwege und Umwege für Umstrukturierungen, GesKR 2/2007, 123 ff., 127 m.w.H.

³⁹ Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs (SchKG) vom 11. April 1889, SR 281.1.

⁴⁰ BGE 95 III 51; BGE 126 IV 9.

⁴¹ BGE 85 III 196 ff.

⁴² BGE 85 III 189 f.; BGE 99 III 32 ff.; BGE 99 III 91 ff.; BGE 101 II 94; BGE 130 III 238.

⁴³ ALAN R. PALMITER, Securities Regulation, New York 1998, 78.

und übernehmen damit das Absatzrisiko (*firm commitment underwriting*, Festübernahme)⁴⁴.

Die Emissionsbanken sollten idealerweise im Interesse der weit verstreuten Anleihsgläubiger handeln: Erstens gibt die Preisgestaltung der Emission den Banken einen Anreiz, möglichst Anleihsbedingungen auszuhandeln, durch die Investoren zum Erwerb der Wertpapiere veranlasst werden. Je mehr Anleihen die Investoren erwerben, desto geringer ist das Risiko der Emissionsbank, an einer missglückten Emission mitgewirkt zu haben. Zweitens bieten Investmentbanken aus Reputationsgründen kaum Hand zur Ausbeutung von Investoren⁴⁵. Drittens können die Anleihsbedingungen selber vorsehen, dass die federführende Bank als Anleihsvertreterin im Sinne von Art. 1158 ff. OR bestellt wird. Die Anleihsvertreterin vertritt nach Art. 1158 Abs. 1 OR sowohl die Emittentin als auch die Gläubiger und ist damit verpflichtet, die Interessen beider Gruppen wahrzunehmen⁴⁶.

Allerdings ist fraglich, ob eine Emissionsbank ihrer Rolle als «*watchdog*» über die Emittentin gemäss Art. 1160 OR⁴⁷ und gleichzeitige finanzielle Beraterin der Emittentin effizient nachkommen kann. Insbesondere sind Zweifel angebracht, ob eine Emissionsbank tatsächlich für investorenfreundliche Anleihsbedingungen besorgt sein wird. Nicht die Anleihsgläubiger, sondern die Emittentin entschädigt nämlich die Banken⁴⁸. Weiter kann sich die Emittentin aufgrund des Wettbewerbs im Finanzmarkt die Banken aussuchen, mit denen sie zusammenarbeiten will⁴⁹. Zudem hat praktisch jede Investmentbank weitere Geschäftsbeziehungen mit der Emittentin, die sie durch Insistieren auf gläubigerfreundlichen Konditionen kaum gefährden wird. Angesichts dieser Geschäftsverbindungen wird

die Effizienz der *underwriter* als Interessenwahrer der Investoren zumindest beeinträchtigt. Der Schutz der Anleihsgläubiger kann damit also nicht vollständig gewährleistet werden.

3. Schutz durch den Markt

3.1 Einführung

Der Interessengegensatz zwischen den *Managern* einer Aktiengesellschaft und den *Aktionären* wird von den Marktkräften in Grenzen gehalten. Beispielsweise werden Manager nicht einzig ihren Eigennutzen optimieren wollen, etwa indem sie sich luxuriöse Büros gönnen, weil durch zu hohe Verwaltungskosten der Aktienkurs unter Druck kommen würde. Dadurch könnte die Gesellschaft letztlich eine Übernahmekandidatin werden, was wiederum die Position der Manager gefährden würde.

Zu prüfen ist im Folgenden, ob der Markt auch das Problem der potentiellen Ausbeutung von *Anleihsgläubigern* mindert, so dass weitere Überlegungen zum Schutz von Anleihsgläubigern überflüssig oder zumindest weniger virulent wären.

3.2 Reputation

Der Anleihsmarkt sollte einen Werttransfer zulasten der Anleihsgläubiger durch die Emittentin namentlich dann beschränken, wenn die Emittentin in Zukunft wiederum Fremdkapital im Kapitalmarkt aufnehmen wird. In einem solchen *repeat game* hat die Emittentin einen Anreiz, die Spielregeln des Marktes einzuhalten: «*A company that makes a killing today at the expense of a creditor will be coldly received when the time comes to borrow again.*»⁵⁰ Andernfalls muss die Unternehmensleitung der Emittentin nämlich damit rechnen, dass Anleihsgläubiger an der nächsten Emission gar nicht oder nur mit einer erheblichen Risikoprämie teilnehmen werden⁵¹.

⁴⁴ In den USA werden die Banken für das Platzierungsrisiko entschädigt, indem sie die Wertpapiere dem Publikum zu einem höheren Preis weiter veräussern (PALMITER [FN 43], 78; vgl. z.B. Bond Purchase, Paying and Conversion Agency Agreement of Logitech (Jersey) Ltd., Logitech International SA and CSFB, 1% Convertible Bonds 2001–2006 of CHF 170 million, Ziff. II). In der Schweiz erhalten die Investmentbanken eine fixe Entschädigung.

⁴⁵ Durch die Beteiligung von Investmentbanken mit jahrzehntelanger Erfahrung wird dem Markt signalisiert, dass die Emittentin die Anleihsgläubiger nicht ausbeuten wird. Dies ist auch der Grund, warum sich regelmässig mehrere Banken an der Emission beteiligen, obwohl eine Bank für die Distribution der Anleihsobligationen genügen würde. Durch ein Emissionskonsortium wird die Reputation zugunsten der Anleihe vervielfacht (FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL, R. FISCHEL, Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, Virginia Law Review 70 [1984], 669 ff., 675). Vgl. zur Reputation auch nachfolgend Abschnitt III.3.2.

⁴⁶ ZOBL (FN 27), 136.

⁴⁷ Vgl. ZOBL (FN 27), 136.

⁴⁸ Ist die Emissionsbank als Anleihsvertreterin bestimmt, sind die Kosten der Vertretung nach Art. 1163 Abs. 1 OR vom Anleihsschuldner zu tragen.

⁴⁹ STARK/RAHL/SEEGERS (FN 3), 560.

⁵⁰ RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MYERS/FRANKLIN ALLEN, Principles of Corporate Finance, 8. Aufl., Boston 2006, 487.

⁵¹ So schadete Marriotts Spin-off ihrer Fähigkeit, neue *bonds* zu verkaufen. Marriott hatte für ihre nächste Emission eine im Vergleich zu ähnlich profitablen Unternehmen mit ähnlichem *debt-equity-ratio* eine höhere Risikoprämie zu bezahlen, obwohl ihre neue Anleihe restriktive *covenants* enthielt; STARK/RAHL/SEEGERS (FN 3), 515; Rates of Return: Marriott Int'l May Face Unforgiving Investors, Bloomberg Business News vom 9. November 1994. Marriotts Verlust an Kreditwürdigkeit wird auch dadurch belegt, dass der kumulierte Wert ihrer *bonds* und Aktien vor Ankündigung des Spin-offs rund USD 114 Mio. über demjenigen nach effektiver Durchführung des Spin-offs lag. Werden die quantifizierbaren Kosten des Spin-offs (etwa der Verlust von Steuerprivilegien, Beratungskosten der Anwälte und der Investmentbank) auf USD 60 Mio. geschätzt, kann der Verlust der Kreditwürdigkeit auf USD 54 Mio. beziffert werden (PARRINO [FN 6], 263 ff.).

Gewisse Zweifel an der disziplinierenden Wirkung des Reputationsmechanismus sind allerdings angebracht, da der *Aktienmarkt* einen Vermögenstransfer von den Gläubigern auf die Aktionäre als positives Signal dafür auffassen wird, dass die Organe der Emittentin entschlossen sind, den Aktienkurs um jeden Preis zu steigern. Die Einbusse der Reputation des Managements im Anleihensmarkt kann damit u.U. mit dem Reputationsgewinn im Aktienmarkt wieder wettgemacht werden.

3.3 Markt für Manager

Nach der These des «Marktes für Manager» konkurrieren potentielle und aktuelle Mitarbeiter von Unternehmen um möglichst hohe Positionen innerhalb der Unternehmenshierarchie. Dadurch werden Manager versuchen, ihre Arbeit möglichst effizient zu erledigen⁵². Die Leistung der Manager von Publikumsgesellschaften wird dabei in erster Linie anhand des Aktienkurses der Gesellschaft beurteilt⁵³.

Ein Merkmal des Marktes für Manager ist, dass ein erheblicher Teil der Eigenschaften und Fähigkeiten von Managern unternehmensspezifisch ist. Dies bedeutet, dass die Manager in anderen Unternehmen nicht den gleichen Nutzen erzielen können wie in demjenigen, in dem sie bereits tätig sind⁵⁴. Beispielsweise hat ein Abteilungsleiter eines Getränkeunternehmens persönliche Kontakte zu den Kunden geschaffen, er hat in das Know-how zum Vertrieb und zur Herstellung von Getränken investiert und er kennt die Betriebsabläufe innerhalb seines Unternehmens. Ein Wechsel von einem Unternehmen zum anderen bedeutet damit einen Wertverlust für den Manager. Dies hat zur Folge, dass ein Manager sich grundsätzlich risikoscheu verhalten wird, um einen geschäftlichen Misserfolg und seine Entlassung zu verhindern. Tendenziell werden damit rational handelnde Manager von sogar erheblich fremdfinanzierten Unternehmen exzessiv riskante Unternehmensprojekte vermeiden. Für die Anleihsgläubiger bedeutet dies, dass der Markt für Manager einen Schutzmechanismus vor zu riskanter Geschäftsführung darstellt.

Ist die Entschädigung der Manager allerdings an den Aktienkurs geknüpft, sollte die Zurückhaltung ratio-

nalener Manager beim Eingehen exzessiver Risiken wegfallen, weil dadurch der Anreiz zur Kurssteigerung grösser sein sollte als der Anreiz an einer möglichst sicheren Ertragslage des Unternehmens⁵⁵. Aus der zunehmenden Verbreitung von Aktienbeteiligungsprogrammen und kursbezogener Boni kann die Schlussfolgerung gezogen werden, dass zwar die Marktkräfte auf die Manager eine disziplinierende Wirkung ausüben, dass aber dennoch die Versuchung für das Management der Emittentin gross sein kann, im Interesse der Aktionäre einen Werttransfer zu Lasten der Anleihsgläubiger durchzuführen.

3.4 Kapitalmarkteffizienz

a. Liquider Markt

Investoren bezahlen für Effekten einen Preis, der dem (angenommenen) *net present value* der in der Anleihe versprochenen Zahlungsströme bzw. bei Aktien der zukünftigen vom Unternehmen erzielten Nettoprofite entspricht⁵⁶. Zur Projektion der antizipierten Zahlungsströme stützen sich die Anleger auf «harte Informationen» (bekannte Tatsachen wie erzielte Ergebnisse oder gegenwärtige Marktanteile des Unternehmens) und «weiche Informationen» (Projektionen über die zukünftige Entwicklung)⁵⁷. Die konstante Unternehmensbewertung aufgrund der neuesten Informationen durch Käufer und Verkäufer führt dazu, dass der Preis sich auf dem Stand einpendelt, der der jeweiligen Informationslage der Anleger entspricht (*Kapitalmarkteffizienz*)⁵⁸. Die grosse Mehrheit der empirischen Untersuchungen zur Kapitalmarkteffizienz betrifft Aktienmärkte. Dabei kommt praktisch jede Untersuchung zum Schluss, dass liquide Märkte effizient sind: nicht-öffentliche Informationen werden nach ihrer Bekanntgabe sofort im Aktienpreis verarbeitet^{59, 60}. Auch die (relativ wenigen)

⁵⁵ CHEFFINS (FN 16), 521; ROSS/WESTERFIELD/JAFFE (FN 16), 571.

⁵⁶ ROSS/WESTERFIELD/JAFFE (FN 16), 234.

⁵⁷ PFENNINGER (FN 24), 133 f.; RONALD J. GILSON/REINIER H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review 70 (1984), 549 ff., 562.

⁵⁸ PFENNINGER (FN 24), 129 m.w.H.; Dies setzt voraus, dass der Markt effizient ist. Es muss eine ausreichend grosse Zahl von Abschlüssen über ein erhebliches Effektvolumen zustande kommen und die Anleger müssen zeitgerechten Zugang zu allen relevanten Informationen über die Emittenten und das Marktumfeld haben.

⁵⁹ ROSS/WESTERFIELD/JAFFE (FN 16), 234.

⁶⁰ Mit der Frage, wie der Kapitalmarkt Informationen verarbeitet, beschäftigt sich die Kapitalmarkteffizienzhypothese (*efficient capital market hypothesis*, ECMH). Sie befasst sich u.a. mit den Themen, welche Arten von Informationen innerhalb welchen Zeitraums Eingang in die Aktienkurse finden und ob anhand der historischen Kurse Strategien auszumachen sind, die es ermöglichen, systematisch überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Unterschieden wird grundsätzlich zwischen drei verschiedenen Formen dieser Hypothese. Ihre *schwache* Form geht davon aus, dass die Aktienpreise alle Informationen widerspiegeln, die in den historischen Preisen enthalten sind. In ihrer *starken* Form bedeutet die Kapitalmarkteffizienzhypothese, dass sämtliche (auch die nicht öffentlichen) Informationen bereits in den Aktien-

⁵² EASTERBROOK/FISCHEL (FN 9), 95; LEVMORE (FN 14), 60.

⁵³ Exemplarisch das Urteil des Wall Street Journals zur Leistung des CEO der Zurich Financial Services: «(...) *Even so, there are still pitfalls ahead. Capital constraints may threaten the dividend. And chairman Rolf Hueppi, chief architect of Zurich's woes, remains in charge. Zurich now trades on a multiple of about 1.3 times embedded value, against a European average of 1.6 to 1.8 times. Investors are registering a vote of no confidence in Mr. Hueppi. Part of this discount is down to him.*» Aus: Breakingviews Column for the Wall Street Journal Europe, The Wall Street Journal vom 24. Dezember 2001.

⁵⁴ RICHARD A. POSNER, *Law and the Theory of Finance: Some Intersections*, George Washington Law Review 54 (1986), 159 ff., 164, McDANIEL (FN 30), 433 f.

Untersuchungen zur Effizienz aktiv gehandelter *bond*-Märkte zeigen, dass die *bond*-Preise auf neue Informationen über Anleihserschuldner sofort reagieren⁶¹.

Die empirischen Untersuchungen führen zur Schlussfolgerung, dass rational handelnde Anleihsogläubiger die *moral hazard*-Problematik kennen müssen und deshalb die Anleihsbedingungen genau unter die Lupe nehmen⁶². Sehen sie sich mit ungenügenden Anleihsbestimmungen konfrontiert, werden sie die Obligationen entweder gar nicht oder nur mit einem Preisabschlag bzw. einem höheren Coupon erwerben. Sogar wenn ausschliesslich riskante Anleihen im *bond*-Markt zu unangemessenen Preisen angeboten würden, könnten Investoren sich anderen Effekten zuwenden, die den gleichen antizipierten Ertrag zu tieferem Risiko versprechen⁶³. Das konstante Beschaffen und Analysieren der Informationen, namentlich die Beurteilung der (regelmässig umfangreichen) Anleihsbedingungen, rechtfertigt sich allerdings nur bei einem Kauf kotierter

Anleihsobligationen in hohem Wert⁶⁴. Aus diesem Grund werden nur professionelle Händler das Ausbeutungsrisiko durch Emittenten abschätzen und in ihre Wertbeurteilung der Anleihsobligation miteinbeziehen.

Was aber, wenn nicht informierte, geschäftsunkundige Anleger Obligationen erwerben? Solche Investoren bezahlen ebenfalls nicht zu viel für Anleihen mit riskanten Bedingungen, weil der Preis der Anleihe durch den massenhaften Handel der professionellen informierten Händler bestimmt wird⁶⁵. Diese Profis (wie etwa *market makers*, Arbitrageure, Handelsabteilungen von Investmentbanken, Manager von Anlage- und Pensionsfonds) verwalten riesige Summen, mit denen sie unterbewertete Effekten zu erwerben versuchen. Erledigen die Profis ihre Aufgabe richtig, werden ihnen mehr Mittel zur Anlage überlassen. Im Endeffekt handeln hauptsächlich professionelle Anleger, die Erfahrung und Können bei der Bewertung von Effekten zeigten⁶⁶. Der Preis einer Anleihsobligation wird damit in dem Sinne «richtig» sein, als er das kollektive Wissen der Profis über die Emittentin und die Anleihsbedingungen reflektiert. Investoren, deren Handelsumfang das Sammeln und Verwerten von Informationen nicht rechtfertigt oder die nicht über die analytischen Fähigkeiten verfügen, können sich damit auf die professionellen Marktteilnehmer verlassen, die für die Preisbildung der Effekten verantwortlich sind⁶⁷.

Allerdings reflektiert der Preisdiscount infolge lückenhafter oder unklarer Anleihsbedingungen einzig das *Risiko* der Ausbeutung. Wenn die Gesellschaft tatsächlich Unternehmenswert von den Anleihsogläubigern auf die Aktionäre überträgt, widerspiegelt der Preis der Anleihe kurz vor Veröffentlichung der Information noch nicht den späteren vollständigen Wertverlust der Anleihe⁶⁸. So illustriert das eingangs aufgeführte Marriott-Beispiel, dass der Wert einer kotierten Anleihe nach Ankündigung eines «ausbeuterischen» Plans erheblich sinkt. Von diesem Kursverlust sind in erster Linie nicht diversifizierte Anleger betroffen, die nicht in ein Portfolio von Anleihen investieren. Dies wird durch folgendes Beispiel deutlich: Eine diversifizierte, profes-

kursen enthalten sind. Einen Mittelweg beschreitet die *halbstarke* Form der Hypothese. Sie besagt, dass die Preise alle öffentlich verfügbaren Informationen unmittelbar widerspiegeln (vgl. dazu GEORG G. GOTSCHEV, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Eine ökonomische und rechtsvergleichende Analyse der organisierten Gruppe gemäss Börsengesetz, SSHW 240, Diss. Zürich/Basel/Genf 2005, 31 f. m.w.H.

⁶¹ Beispielsweise befasste sich eine US-amerikanische Studie mit den Auswirkungen von angekündigten Transaktionen mit negativem Effekt auf Anleihsogläubiger (Austausch von *bonds* gegen Aktien). Die Studie kam zum Schluss, dass die *bond*-Preise auf die Ankündigungen der Emittenten sehr schnell reagierten (RONALD W. MASULIS, The Effects of Capital Structure Change on Security Prices – A Study of Exchange Offers, *Journal of Financial Economics* 8 [1980], 139 ff.). Weitere Studien sind: WEINSTEIN, The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price, *Journal of Financial Economics* 5 (1977), 139 ff.; STEVEN KATZ, The Price Adjustment Process of Bonds to Rating Reclassifications: A Test of Bond Market Efficiency, *Journal of Finance* 29 (1974), 551 ff.

⁶² Aus diesem Grund verlangen Anleihsobligationäre von Emittenten, die vor dem Konkurs stehen, das Unternehmen freiwillig zu liquidieren. So forderten Investoren, die 25% einer Anleihe der Fernmeldegesellschaft *Atlantic Telecom* hielten, die Geschäftsleitung auf, die Geschäfte einzustellen und die Anleihe zurückzuzahlen. Die Anleihsobligationäre wollten dabei namentlich einen Werttransfer auf Aktionäre verhindern (Der schwache Dollar belastet Unternehmensanleihen, *Neue Zürcher Zeitung* vom 27. August 2001, 17). Auch die *bond*-Gläubiger von Polaroid drängten auf die Eröffnung eines Konkursverfahrens, damit das Unternehmen in geordnetem Rahmen verkauft werden konnte (Polaroid Is Expected to File Chapter 11, Accelerate Efforts to Sell the Company, *The Wall Street Journal* vom 10. Oktober 2001).

⁶³ Die Portfoliotheorie besagt, dass Angebot und Nachfrage in liquiden Effektenmärkten elastisch sind. Investoren erwerben Effekten, um einen Anspruch auf zukünftige Erträge zu erhalten. Sie können dabei aus einer beinahe unendlichen Kombination möglicher Investitionen auswählen, weil es möglich ist, das Ertrags- und Risikoprofil einer Effekte durch andere Effekten nachzubilden («*substitution hypothesis*»; vgl. DANIEL R. FISCHEL/DAVID J. ROSS, Should the Law Prohibit «Manipulation» in Financial Markets?, *Harvard Law Review* 105 [1991], 503 ff., 513 und 543; MYRON SCHOLDS, The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices, *Journal of Business* 45 [1972], 179 ff., 181).

⁶⁴ Die Liquidität der Anleihsmärkte ändert mit den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Ist etwa eine Investition in Dollaranleihen attraktiv, ist der Markt in solchen Dollaranleihen liquider als der Euro-Anleihenmarkt.

⁶⁵ PALMITER (FN 43), 70: «*When prices are set by sophisticated securities traders, disclosure is to them, and their trading sets prices for all who invest in those securities*»; EASTERBROOK/FISCHEL (FN 45), 694: «*The uninformed traders can take a free ride on the information impounded by the market.*»

⁶⁶ EASTERBROOK/FISCHEL (FN 9), 18.

⁶⁷ FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHEL, Close Corporations and Agency Costs, *Stanford Law Review* 38 (1986), 271 ff., 276.

⁶⁸ STARK/RAHL/SEEGERS (FN 3), 538; TAUKE (FN 12), 118.

sionelle Investorin hält Anleihsobligationen von 100 verschiedenen Emittentinnen. Bei 50 Anleihsobligationen besteht aufgrund fehlenden Anlegerschutzes in den Anleihsbedingungen ein *moral hazard*-Risiko. Jede dieser 50 *moral hazard*-Anleihen wird mit einem Discount von 3% gegenüber Anleihen mit Investorenschutz gehandelt, was (im Sinne einer Annahme) für die Investorin einen Discount von CHF 2000 pro Anleihe bedeutet. Kumuliert beläuft sich der Discount auf CHF 100 000. Nun «bereichert» eine Emittentin ihre Aktionäre, indem sie durch einen Spin-off die Aktiven und Passiven ungleich verteilt. Der Kurs dieser Anleihe fällt um 20% und die Investorin erleidet einen Kursverlust von CHF 100 000. Da die restlichen 49 *moral hazard*-Anleihen aber keinen Werttransfer durchführen, sollten die 50 Preisdiscounts den aktuellen Verlust von CHF 100 000 wieder ausgleichen. Einzig wenn die Anlegerin das *moral hazard*-Risiko nicht diversifiziert hätte, hätte sie der tatsächliche Werttransfer bzw. der damit verbundene Kursverlust dieser einen Anleihe getroffen⁶⁹.

Ein Anleger, der in ein Portfolio von Anleihen investiert hat, wird somit vom Werttransfer nicht betroffen, da die Summe der Preisabschläge dem aktuellen Kursverlust einer Anleihe entsprechen sollte. Verurteilt ein Gericht die Emittentin auf Schadenersatz aus Verletzung ihrer Pflichten aus den Anleihsbedingungen, würde ein diversifizierter Anleger einen ungerechtfertigten Gewinn – einen so genannten *windfall* – erhalten. Dieses Problem stellt ein Gericht vor ein nahezu unlösbares Problem: Während ein nicht diversifizierter Anleger einen Verlust erleidet, ist ein Investor, der in ein Portfolio riskanter Anleihen investiert hat, nicht betroffen. Dabei wird es aus praktischen Gründen kaum möglich sein, gegenüber einem diversifizierten Anleihsgläubiger den Schadenersatzanspruch zu verneinen und gleichzeitig diesen gegenüber nicht diversifizierten Investoren zu bejahen⁷⁰.

Wird das Diversifikationsargument konsequent zu Ende gedacht, stellt sich das Problem jedoch gar nicht. Ein optimal diversifizierter Investor wird nämlich nicht nur in ein Portfolio von Anleihen, sondern zusätzlich in ein Portfolio von Aktien investieren. Dies hat zur Folge, dass der Investor sich nicht um die Profite einer einzelnen Gesellschaft oder um Vermögensverschiebungen zwischen Aktionären und Anleihsinhabern kümmert. Er ist einzig an der Steigerung der Gesamtperformance seines Portfolios interessiert⁷¹. Profitmaximierende Transaktionen der Emittentin werden dabei

allfällige Kursverluste der Anleihsobligationen durch Aktienkursgewinne mehr als wettmachen.

Dieser optimal diversifizierte Investor würde damit *ex ante* nicht eine gläubigerfreundliche Auslegung der Anleihsbedingungen begrüssen, sondern eine neutrale Beurteilung der Effizienzgewinne der Transaktion, durch welche die Anleihsgläubiger (angeblich) geschädigt wurden.

Auf das Marriott-Beispiel bezogen bedeutet dies, dass ein Spin-off wie derjenige von Marriott (mangels einer klaren Regelung in den Anleihsbedingungen) als zulässig zu qualifizieren ist, solange er geschäftlich gerechtfertigt werden kann. Solche Rechtfertigungsgründe können etwa darin bestehen, dass die Tochtergesellschaft neue Investoren anzieht, durch Analysten besser beurteilt wird und das Management der Tochtergesellschaft durch Entlohnung, die auf den Aktienkurs ihrer Tochter bezogen ist, motiviert wird⁷².

b. Illiquider Markt

Werden die Anleihen in einem illiquiden Markt gehandelt, erscheint das Schutzbedürfnis der Investoren am grössten. Denn in einem solchen Markt besteht keine Sicherheit, dass professionelle Händler die Anleihsbedingungen konstant kontrollieren und der jeweilige Preis damit das Risiko reflektiert. Erwirbt ein Anleger solche illiquiden Anleihsobligationen, ist fraglich, ob er den richtigen Preis für das *moral hazard*-Risiko bezahlt. Allerdings kann in dieser Situation argumentiert werden, dass infolge des kaum vorhandenen Handels die Investoren einen Liquiditätsabschlag vornehmen und im Endeffekt weniger bezahlen werden⁷³. Damit wäre das *moral hazard*-Risiko im Preis reflektiert.

Empirische Untersuchungen dazu wurden bis jetzt, soweit ersichtlich, nicht durchgeführt. Damit kann nicht abschliessend beurteilt werden, ob Investoren in einem illiquiden Markt gegenüber einem Werttransfer durch die Emittentin stärker exponiert sind als die Inhaber aktiv gehandelter Anleihsobligationen.

4. Zwischenstand

Zusammenfassend kann geschlossen werden, dass die gesetzlichen Rahmenbedingungen keinen absoluten Schutz vor Werttransfers durch die Emittentin zulasten der Anleihsgläubiger bieten. Auch die disziplinierende Wirkung des Marktes wird einen solchen Ver-

⁶⁹ TAUKE (FN 12), 44.

⁷⁰ Dies würde zu praktischen Schwierigkeiten führen. Beispielsweise müsste untersucht werden, ob ein Investor diversifiziert ist oder nicht. Weiter müsste entschieden werden, welches Ausmass an Diversifikation (10 oder 30 Anleihen?) genügt etc.

⁷¹ Vgl. EASTERBROOK/FISCHEL (FN 9), 28.

⁷² Zu den Effizienzgewinnen aus Spin-offs vgl. PATRICIA L. ANSLINGER/STEVEN J. KLEPPER/SOMU SUBRAMANIAM, *Breaking up is Good to Do*, *The McKinsey Quarterly* 1999, Nummer 1, 16 ff., 18 ff.

⁷³ Vgl. die empirische Untersuchung zum Liquiditätsabschlag bei ROGER KUNZ, *Shareholder Value durch Financial Engineering: Stimmrechte, Einheitsaktien und Aktiensplits*, Basler Habil., Bern/Stuttgart/Wien 1998, 50 ff.

mögenstransfer nicht vollständig verhindern können. Ein diversifizierter Anleger wird aber keinen Schaden erleiden, da ein effizienter Markt risikoreiche Anleihsobligationen mit ungenügendem Investorenschutz in den Anleihsbedingungen erkennen und mit einem Discount bewerten wird. Ausserdem wird ein optimal diversifizierter Anleger mit Beteiligungen an Anleihen und Aktien gegenüber dem *moral hazard*-Risiko neutral eingestellt sein. Ihn wird nur interessieren, ob die Transaktion der Emittentin profitabel ist, nicht, ob Aktionäre oder Gläubiger profitieren.

Somit gehen einzig ungenügend diversifizierte Investoren beim Kauf von Anleihen mit unklaren oder ungenügenden Gläubigerschutzbestimmungen ein Risiko ein. Solche Investoren sagen mit ihrer fehlenden Diversifikation aus, dass sie nicht risikoscheu sind⁷⁴. Andernfalls hätten sie ja diversifiziert. Investoren, die ein Risiko eingehen können, sollten aber nicht zu Lasten derjenigen profitieren, die an profitsteigernden Transaktionen der Emittentin interessiert sind. Aus dieser Perspektive sollte eine investorenfreundliche Auslegung der Anleihsbedingungen ihre Grenze in den legitimen Interessen der Emittentin an der Wahrung ihrer Handlungsfreiheit und Steigerung ihrer Ertragskraft finden.

IV. Auslegung von Anleihsbedingungen

1. Objektive Auslegung

1.1 Charakteristika von Anleihen

Die Bedingungen öffentlich zur Zeichnung ausgegebener Anleihen sind statisch. Normalerweise werden Anleihsbedingungen nicht mehr verändert, ist die Emission erst einmal vollzogen. Die gesetzlichen Anforderungen an eine Abänderung sind nämlich sehr hoch⁷⁵. Die hohen Anforderungen laden dabei zu einem sogenannten «*hold out*» ein: eine Minderheit von Anleihsgläubigern hat es in der Hand, eine vernünftige Änderung der Anleihsbedingungen zu blockieren, um persönliche Vorteile oder unverhältnismässige Konditionen zu erlangen. Die statische Natur wird dadurch noch akzentuiert, dass die Anleihe langfristiger Natur ist. Die Fälligkeit einer Anleihe tritt regelmässig erst innert 5 bis 15 Jahren ein. Innert dieser Zeit können die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stark ändern.

Ein weiteres Merkmal von Anleihsbedingungen öffentlich platzierter Anleihen ist, dass diese in standardisierter Form abgefasst sind. Regelmässig benutzt die Emissionsbank bzw. die von ihr beauftragte Anwaltskanzlei eine bewährte, nach US-amerikanischem oder englischem Vorbild aufgesetzte Vorlage als Grundlage der Anleihsbedingungen. Dies führt dazu, dass sich die Anleihsbedingungen weltweit in Aufbau und Inhalt ähneln.

Die statische Natur und der standardisierte Inhalt machen Anleihsbedingungen generell-abstrakten Erlassen, insbesondere Gesetzen, vergleichbar. Gesetze werden nämlich auch auf unbestimmte Zeit oder zumindest auf einen langen Zeitraum hinaus erlassen. Ihre Abänderung bedarf ebenfalls einer Mehrheit einer eigens einberufenen Versammlung. Wie Gesetze richten sich Anleihsbedingungen an eine Vielzahl von Personen. Konsequenterweise müsste auch eine ähnliche Auslegung vorgenommen werden.

1.2 Verkehrssicherheit

Bei der Vertragsauslegung wird zunächst auf den wirklichen Willen zwischen beiden Parteien abgestellt (subjektive Auslegung)⁷⁶. Haben sich die Vertragsparteien tatsächlich geeinigt, werden der Wortlaut des Vertrages und weitere Umstände nicht mehr berücksichtigt. Im Gegensatz zu Verträgen, die zwischen zwei Parteien ausgehandelt werden, haben Anleihsgläubiger normalerweise aber keine Gelegenheit, an der Formulierung der Anleihsbedingungen mitzuwirken⁷⁷. Einzig institutionelle Anleger wie Versicherungen, Pensionsfonds oder Banken erhalten ab und zu Entwürfe von Anleihsbedingungen zugestellt⁷⁸. Die Anleihsbedingungen werden Teil des Vertrages zwischen der Emittentin und den Investoren, indem beim Erwerb der Anleihsobligation auf die Anleihsbedingungen (direkt oder indirekt) verwiesen wird⁷⁹. Anleihsbedingungen haben damit eine gewisse Ähnlichkeit mit Allgemeinen Geschäftsbedingungen⁸⁰. Der übereinstimmende wirkliche Willen der Parteien kann unter diesen Umständen kaum festgestellt werden. Ausserdem wäre es nicht sachgerecht, auf den wirklichen Willen abzustellen. Da die Anleihsbedingungen gegen-

⁷⁴ EASTERBROOK/FISCHEL (FN 9), 30.

⁷⁵ Für qualifizierte Beschlüsse über die Änderung der Anleihsbedingungen, beispielsweise für die Stundung von Zinsen für die Dauer von fünf Jahren, bedarf es nach Art. 1170 OR der Mehrheit von mindestens zwei Drittel des sich im Umlauf befindlichen Kapitals. Ausserdem müssen nach Art. 1176 OR Beschlüsse, die einen Eingriff in Gläubigerrechte enthalten, durch die obere kantonale Nachlassbehörde genehmigt werden (ZOBL [FN 27], 133 ff.).

⁷⁶ Art. 18 Abs. 1 OR; WOLFGANG WIEGAND, Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht. Obligationenrecht I, Honsell/Vogt/Wiegand (Hrsg.), 4. Aufl., Basel 2007, N 10 zu Art. 18 OR.

⁷⁷ PFENNINGER (FN 24), 32 m.w.H.

⁷⁸ So prüfen manchmal die Emissionsbanken den Markt, indem sie die grossen Anleger detailliert über die *bond*-Emission informieren; vgl. *Metropolitan Life Insurance Company and Jefferson-Pilot Life Insurance Company v. RJR Nabisco, Inc. and F. Ross Johnson*, 716 F. Supp. 1504, 1512 (1989 U.S. Dist.).

⁷⁹ Erwirbt ein Investor eine Anleihsobligation im Sekundärmarkt, ist davon auszugehen, dass er den Anleihsbestimmungen stillschweigend zugestimmt hat.

⁸⁰ Dazu ausführlich PFENNINGER (FN 24), 18 ff.

über einer Vielzahl von Investoren gelten und kaum alle Investoren den gleichen Willen beim Vertragsabschluss hatten, würden die Anleihsbedingungen je nach Investor unterschiedlich ausgelegt. Konsequenterweise hätten die Obligationen der gleichen Anleihe einen unterschiedlichen Wert, je nach dem, wer die Anleihe hält. Dies wäre mit dem Grundgedanken des Kapitalmarktes – Schaffung eines Handels einheitlicher, fungibler Rechte – nicht vereinbar⁸¹.

Somit sind Anleihsbedingungen öffentlicher Emissionen, ähnlich wie Gesetze, *objektiv* und *für alle Anleger gleich* auszulegen⁸². Der Wille der Parteien sollte in erster Linie nach Massgabe von Inhalt und Struktur der Anleihsbedingungen festgestellt werden⁸³. Massstab sollte sein, wie ein vernünftiger Investor die Anleihsbedingungen mutmasslich versteht.⁸⁴ Unter dem Leitbild des «vernünftigen Investors» ist in einem effizienten Markt, in dem der Kurs durch professionelle Händler aufgrund ihres erheblichen Handelsvolumens gebildet wird, dieser *sophisticated investor* zu verstehen⁸⁵. Geschäftsunkundige Investoren werden nämlich durch den Preisbildungsmechanismus geschützt⁸⁶. Der durchschnittliche professionelle Investor kennt den Markt und ist in der Lage, den Wert der Anleihe zu bestimmen, sofern er über genügend Informationen verfügt. Er versteht auch komplizierte Anleihsbedingungen und kann deren Auswirkungen abschätzen⁸⁷.

2. Anleihspezifische Auslegung

2.1 Wortlaut

Rechts- und Verkehrssicherheit sind fundamentale Voraussetzungen des Kapitalmarktes. Der Wortlaut der Anleihsbedingungen ist die wichtigste Grundlage der Marktteilnehmer zur Interpretation der Anleihe. Aussenstehende Tatsachen, wie etwa Äusserungen der Emittentin, sind demgegenüber weniger verlässliche Interpretationsmittel. Ist der Kapitalmarkt aber effizient, können auch solche äusseren Umstände miteinbezogen werden. Professionelle Anleger berücksichtigen nämlich alle relevanten öffentlichen Informationen zur Beurteilung einer Investition⁸⁸.

Die objektive Auslegung der Anleihsbedingungen soll ausdrücklich vorgesehene Pflichten spezifizieren oder (bei Unklarheit) erklären. Kann damit aus dem Wortlaut der Anleihsbedingungen auf eine begründete Erwartungshaltung der Anleihsgläubiger geschlossen werden, ist die Emittentin zu diesem Verhalten verpflichtet⁸⁹.

⁸¹ Vgl. Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; BEHG) vom 24. Februar 1993, SR 93.025, Separatdruck (vgl. BBl 1993 I 1369 ff.), 27: «Wertpapiere, Wertrechte und Derivate gelten nur dann als «Effekten» im Sinne des BEHG, wenn sie zum massenweisen Handel geeignet sind. Damit sie für den börsenmässigen Handel in Frage kommen, müssen Finanzinstrumente ihrer Natur nach fungibel (vertretbar) sein»; vgl. auch Art. 2 lit. a BEHG und Art. 4 BEHV.

⁸² DANIEL DAENIKER, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Zürich 1992, 76. Auch in der US-amerikanischen Rechtspraxis werden *bond indentures* objektiv, losgelöst vom Parteiwillen, ausgelegt; vgl. *Metropolitan Life Insurance Company and Jefferson-Pilot Life Insurance Company v. RJR Nabisco, Inc. And F. Ross Johnson*, 716 F. Supp. 1504, 1515 (U.S. Dist. 1989); *Sharon Steel Corporation v. Chase Manhattan Bank, N.A.*, 691 F.2d 1039 (2d. Cir. 1982): «Uniformity in interpretation is important to the efficiency of capital markets... Whereas participants in the capital market can adjust their affairs according to a uniform interpretation, whether it be correct or not as an initial proposition, the creation of enduring uncertainties as to the meaning of boilerplate provisions would decrease the value of all debenture issues and greatly impair the efficient working of capital markets.»

⁸³ Unveröffentlichtes Urteil des Schweizer Bundesgerichts, I. Zivilabteilung, vom 8. Februar 2001, 4C.287/2000/zga, Ziff. 2a.: «Als Vertragswille ist somit anzusehen, was vernünftige und korrekte handelnde Parteien unter den im Zeitpunkt des Vertragsschlusses gegebenen Umständen gewollt hätten.»

⁸⁴ Vgl. PFENNINGER (FN 24), 152 ff.

⁸⁵ PALMITER (FN 43), 55 und 70; TAUKE (FN 12), 120.

⁸⁶ Vgl. Abschnitt III.1.1 a).

⁸⁷ TAUKE (FN 12), 121.

⁸⁸ PALMITER (FN 43), 62. Dies wird auch in US-amerikanischen Entscheiden zur *securities litigation* deutlich. Beispielsweise entschied Judge Easterbrook, dass die optimistischen Kostenschätzungen eines Betreibers eines Atomkraftwerkes in veröffentlichten Dokumenten, die sich im nachhinein als falsch erwiesen, keine täuschenden Informationen (*material misrepresentations*) waren, da die professionellen Händler aufgrund anderer Informationen die konstant über-optimistischen Äusserungen des Managements abdiskontierten (*Wielgos v. Commonwealth Edison Co.*, 892 F.2d 509 [7th Cir. 1989]).

⁸⁹ Auch US-amerikanische Gerichte legen *bond contracts* in diesem investorenfreundlichen Sinne aus, wie etwa der Entscheid *Van Gemert v. Boeing Co.* zeigt: Die Anleihe der Boeing Co. umfasste ein Wandelrecht auf Aktien der Emittentin. Verschiedene Bestimmungen der Anleihsbedingungen gingen davon aus, dass die Emittentin die Anleihsgläubiger informieren musste, bevor sie die Anleihe kündigen und den Anleihsbetrag zurückzahlen konnte. Damit sollte den Investoren ermöglicht werden, ihr Wandelrecht vor der Kündigung auszuüben. Es wurde jedoch nicht genau bestimmt, in welcher Weise die Emittentin ihre Gläubiger informieren sollte. Boeing Co. veröffentlichte nach der Emission eine Presseerklärung mit dem Inhalt, sie werde die Anleihe kündigen. Die Presseerklärung wurde in drei Tageszeitungen an nicht-prominenter Stelle publiziert. Alsdann kündigte die Emittentin die Anleihe. Die meisten Anleihsgläubiger übten ihre Wandelrechte nicht fristgerecht aus, wodurch ihnen ein Verlust entstand. Das von den Gläubigern angerufene Gericht fand, dass die Presseerklärung der Emittentin nicht genügte, um ihrer Informationspflicht nachzukommen. Insbesondere enthielt das Pressecommuniqué keine Angaben zum Zeitpunkt der Kündigung und zur Ausübungsfrist für die Wandelrechte. Die Emittentin war damit für den Schaden haftbar, der den Anleihsgläubigern aus der Nichtausübung der Wandelrechte entstand (*Van Gemert v. The Boeing Co.*, 520 F.2d 1373 [2d. Cir. 1975], *cert. denied*, 423 U.S. 947 [1975], *appeal after remand*, 553 F.2d 812 [2d Cir. 1977]): «A number of provisions in the debenture, the Indenture Agreement, the prospectus, the registration statement ... and the Listing Agreement ... dealt with the possible redemption of the debentures ... and the notice debenture-holders were to receive.»

2.2 Unklarheitenregel

Nach dem Grundsatz *in dubio contra stipulatorem* sind unklare Vertragsbestimmungen zu Ungunsten desjenigen auszulegen, der für deren Abfassung verantwortlich ist⁹⁰. Die Schweizer Rechtsprechung verwendet den Grundsatz zurückhaltend⁹¹.

Die erste Voraussetzung der Unklarheitenregel ist, dass eine Partei die Verantwortung für die unklare Formulierung trägt, namentlich indem sie den Vertrag aufgesetzt hat und die Gegenpartei keine Gelegenheit hatte, die Unklarheit zu korrigieren⁹². Diese Voraussetzung ist bei öffentlich zur Zeichnung angebotenen Anleihen fast immer erfüllt, da die Emittentin regelmässig zusammen mit der Emissionsbank für die Formulierung der Anleihsbedingungen verantwortlich ist⁹³. Die Anleihsgläubiger dagegen haben im Normalfall keine Möglichkeit, Korrekturen oder Ergänzungen anzubringen⁹⁴.

Weiter setzt der Grundsatz von *in dubio contra stipulatorem* voraus, dass der Vertrag unklar ist und somit selbst eine auf Treu und Glauben basierende Auslegung die unklare Situation nicht zu lösen vermag. Die Unklarheitenregel ist in dem Sinne subsidiär zum Vertrauensprinzip. Nach der hier vertretenen Auffassung ist fraglich, ob die Unklarheitenregel auf Anleihsbedingungen anzuwenden ist. Wie oben dargelegt, sind Anleihsbedingungen nämlich Standardvereinbarungen⁹⁵. Die Emittenten bzw. die von ihnen beauftragten Emissionsbanken, selbst wenn sie mit einzelnen Investoren in Verhandlungen treten würden, kämen kaum zu einem anderen Resultat⁹⁶. Damit sollte der Grundsatz zurückhaltend angewendet werden⁹⁷.

2.3 Lückenfüllung

Die oben aufgeführten Grundsätze zur objektiven Auslegung und zur Unklarheitenregel betreffen den Fall, in dem die Anleihsgläubiger vernünftigerweise, gestützt

auf die Anleihsbedingungen, eine Restriktion der Emittentin in ihrem Geschäftsverhalten erwarten dürfen. Können aber auch nicht aus den Anleihsbedingungen hervorgehende Pflichten der Emittenten mittels Lückenfüllung entstehen? Hätten beispielsweise die Anleihsgläubiger im Marriott-Beispiel unter Schweizer Recht den Spin-off verhindern können, obwohl in den Anleihsbedingungen der Spin-off nicht geregelt war?

Zweck der Lückenfüllung besteht darin, den Vertragsparteien eine Regelung für einen Fall zur Verfügung zu stellen, den die Parteien bei Vertragsabschluss nicht bedacht haben. Die richterliche Vertragsergänzung soll somit Fragen regeln, die im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses gar keiner Regelung bedurften⁹⁸. Sie dient damit den Interessen beider Parteien, auf unvorhergesehene Umstände eine passende Regelung zu finden⁹⁹. Im Falle von Anleihsbedingungen besteht jedoch eine andere Interessenlage. Die Emittentin will sich eine möglichst grosse Handlungsfreiheit bewahren¹⁰⁰. Unterwirft sich die Emittentin in den Anleihsbedingungen nicht einer Restriktion, macht sie dies mit dem Willen, sich nicht binden zu wollen. Mithin kann auf Grund einer objektiven Auslegung darauf geschlossen werden, dass keine offen gebliebene Frage vorliegt, die der Vertragsergänzung bedarf, sondern ein qualifiziertes Schweigen. In einer solchen Situation können die Investoren folglich nicht darauf vertrauen, dass die Emittentin sich in ihrer Handlungsfreiheit einschränkt.

Die Schaffung neuer Pflichten mittels richterlicher Vertragsergänzung würde auch dem Sinn der standardisierten Anleihsbedingungen widersprechen. Die Emittenten bzw. die Emissionsbanken verwenden die standardisierten Anleihsbedingungen, um Sicherheit darüber zu haben, welchen Restriktionen die Emittentin unterworfen ist. Müssten Emittenten damit rechnen, für ihre Handlungen haftbar gemacht zu werden, die nicht ausdrücklich verboten sind, hätte dies eine unerwünschte Rechtsunsicherheit zur Folge¹⁰¹. Ausserdem

⁹⁰ PETER GAUCH/WALTER R. SCHLUEP/PETER SCHMID/HEINZ REY, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, Band I, 8. Aufl., Luzern/Zürich 2003, N 1231 ff.

⁹¹ Nach BGE 82 II 452 sind vom Versicherer aufgestellte Vertragsbedingungen nicht automatisch *in dubio contra stipulatorem* oder *contra proferentem* auszulegen, sondern der klare Wortlaut des Policentexts ist in erster Linie massgebend (ähnlich BGE 118 II 342).

⁹² Unveröffentlichtes Urteil des Schweizer Bundesgerichts, I. Zivilabteilung, vom 29. Februar 2000, 4P.180/1999/rnd, Ziff. 4b.

⁹³ Kein Anwendungsfall der Unklarheitenregel liegt dagegen vor, wenn geschäftskundige Investoren in Verhandlungen über die Anleihsbedingungen treten, was namentlich bei privat platzierten Emissionen vorkommt. In dieser Situation können die unklaren Vertragsbestimmungen keiner Partei vorgeworfen werden.

⁹⁴ Vgl. Abschnitt IV.1.2.

⁹⁵ Vgl. Abschnitt IV.1.1.

⁹⁶ Vgl. *Morgan Stanley & Co. v. Archer Daniels Midland Co.*, 570 F. Supp. 1529 (S.D.N.Y. 1983).

⁹⁷ In diesem Sinne auch PFENNINGER (FN 24), 195 ff.

⁹⁸ ERNST KRAMER, Berner Kommentar, Kommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, Bern 1985, N 225 zu Art. 18 OR.

⁹⁹ BGE 115 II 487 f.: unveröffentlichtes Urteil des Schweizer Bundesgerichts, I. Zivilabteilung, vom 8. Februar 2001, 4C.287/2000/zga, Ziff. 2a.

¹⁰⁰ Vgl. Abschnitt II.2.

¹⁰¹ PFENNINGER (FN 24), 199 f.; so auch die Argumentation in verschiedenen US-amerikanischen Entscheiden: «A large degree of uniformity in the language of debenture indentures is essential to the effective functioning of the financial markets: uniformity of the indentures that govern competing debenture issues is what makes it possible meaningfully to compare one debenture issue with another, focusing only on the business provisions of the issue.» (Broad v. Rockwell, 642 F.2d 943); «Uniformity in interpretation is important to the efficiency of capital markets. The creation of enduring uncertainties as to the meaning of boilerplate provisions would decrease the value of all debenture issues and greatly impair the efficient working of capital markets.» (*Sharon Steel Corporation v. Chase Manhattan Bank*, N.A., 691 f.2d 1039, 1048 [2D Cir. 1982]).

könnten die verschiedenen Anleihen nicht mehr untereinander verglichen oder bewertet werden, wenn nicht klar ist, ob eine ungeschriebene Pflicht besteht oder nicht.

Interessant ist in diesem Zusammenhang ein Entscheid des Bundesgerichts, in dem es die Klage eines Anleihsgläubigers gegen eine Emittentin abwies¹⁰². Die Emittentin, die Stadt Salzburg, nahm in den 1920er Jahren in der Schweiz mittels einer Anleihsobligation CHF 15 Mio. auf. Im Jahre 1944 informierte die Emittentin in Schweizer Tageszeitungen und im SHAB über die Kündigung der Anleihe. Ein Anleihsgläubiger, der während des zweiten Weltkrieges auf der Flucht war, erfuhr erst 1958 von der Kündigung der Anleihe. Die Stadt Salzburg weigerte sich, ihm die Obligation zurückzahlen, da der Anspruch verjährt war. Nach Ansicht des Bundesgerichts verstieß die Emittentin bei der Wahl des Zeitpunktes und der Bedingungen der Kündigung nicht gegen Treu und Glauben. Das Bundesgericht führte aus, dass nicht der Schuldner, sondern der Anleihsgläubiger die Gefahr trage, von einer vertragsgemässen veröffentlichten Anzeige nicht Kenntnis zu erhalten¹⁰³. So tragisch der Fall heute im Nachhinein erscheint, zeigt der Entscheid doch, dass das Bundesgericht bewusst keine zusätzlichen (ungeschriebenen) Pflichten der Emittentin, etwa diejenige zur persönlichen Information ihrer bekannter Investoren, zwecks Schaffung von Rechtssicherheit und -klarheit schaffen wollte¹⁰⁴.

V. Zusammenfassung

Der Markt für Anleihsobligationen mildert den Interessengegensatz zwischen den Leitungsorganen der

Gesellschaft, die idealerweise den Aktienkurs steigern wollen, und den Anleihsgläubigern, die an der Erhaltung des finanziellen status quo der Emittentin interessiert sind. Schadenersatzansprüche von Anleihsinhabern gegenüber der Emittentin würden zu einem ungerechtfertigten Gewinn für diversifizierte Anleger führen, da diese mittels eines Risikoabschlags für die Gefahr des Vermögenstransfers von Gläubigern auf Aktionäre vollständig kompensiert werden. Fraglich ist, ob eine investorenfreundliche Auslegung von Anleihsbedingungen zugunsten nicht diversifizierter Investoren effizient wäre. Eine solche Interpretation könnte wertsteigernde Transaktionen der Emittentin verhindern. Zwecks Herstellung von Sicherheit im Kapitalmarkt sollten zumindest keine neuen, d.h. nicht aus den Anleihsbedingungen hervorgehenden, Pflichten geschaffen werden.

¹⁰² BGE 88 II 283.

¹⁰³ BGE 88 II 288.

¹⁰⁴ Gleich verhält es sich in den USA, in der keine Lückenfüllung von *bond contracts* stattfindet. Bekanntestes Beispiel ist der RJR Nabisco-Entscheid: Verschiedene Anleihsgläubiger klagten gegen ihre Emittentin RJR Nabisco, weil deren Management einen *leveraged buyout* (LBO) durchführte. Das Management der Emittentin erwarb die Aktienmehrheit, indem es den Aktienkauf mittels Aufnahme erheblicher Verbindlichkeiten finanzierte, für welche die Gesellschaft haftete. Ausserdem plante das Management den Verkauf eines wesentlichen Teils der Aktiven von RJR Nabisco, um die mit dem Aktienkauf aufgenommenen Verbindlichkeiten zu reduzieren. Folge der erheblichen Erhöhung des Fremdkapitals von RJR Nabisco war ein massiver Wertverlust der *bonds*, da unsicher war, ob die Emittentin diese zurückzahlen würde. Das von den *bond holders* angerufene Gericht wies die Klage mit der Begründung ab, dass in den Anleihsbestimmungen der LBO oder die Aufnahme neuer Verbindlichkeiten nicht ausdrücklich verboten war. Investoren konnten damit nicht erwarten, dass die geplante Transaktion nicht stattfinden würde. Das Gericht lehnte namentlich die Schutzbedürftigkeit der Kläger, institutioneller Kläger, ab. Diese hätten entsprechende Restriktionen aufgrund ihrer Verhandlungsstärke einfügen können (*Metropolitan Life Insurance Company and Jefferson-Pilot Life Insurance Company v. RJR Nabisco, Inc. and F. Ross Johnson*, 716 F. Supp. 1504, 1521 [1989 U.S. Dist.]).