



**Dr. iur. Andrea Zbinden**

# **Das Pfandrecht an Aktien**

Ausgewählte dogmatische und praktische Aspekte des Pfandrechts an Aktien in der Form von Wertpapieren, Wertrechten und Bucheffekten

**Unverkäufliches Pflichtexemplar**



Andrea Zbinden    Das Pfandrecht an Aktien

# Abhandlungen zum schweizerischen Recht

Neue Folge

Begründet von † Prof. Dr. Max Gmür  
Fortgesetzt durch † Prof. Dr. Theo Guhl  
und † Prof. Dr. Hans Merz

Herausgegeben von

**Dr. Dr. h.c. Heinz Hausheer**

em. Professor an der Universität Bern



Stämpfli Verlag AG Bern · 2010

Andrea Zbinden

Dr. iur.

---

## Das Pfandrecht an Aktien

Ausgewählte dogmatische und praktische  
Aspekte des Pfandrechts an Aktien in  
der Form von Wertpapieren, Wertrechten  
und Bucheffekten



Stämpfli Verlag AG Bern · 2010

Inauguraldissertation zur Erlangung der Würde eines Doctor iuris der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern.

Die Fakultät hat diese Arbeit am 27. Mai 2010 auf Antrag der beiden Gutachter, Prof. Dr. Susan Emmenegger (Erstgutachterin) und Prof. Dr. Stephan Wolf (Zweitgutachter), als Dissertation angenommen.

Die vorliegende Arbeit reflektiert den Stand der Gesetzgebung, Rechtsprechung und Rechtsentwicklung per 30. April 2010.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten, insbesondere das Recht der Vervielfältigung, der Verbreitung und der Übersetzung. Das Werk oder Teile davon dürfen ausser in den gesetzlich vorgesehenen Fällen ohne schriftliche Genehmigung des Verlags weder in irgendeiner Form reproduziert (z. B. fotokopiert) noch elektronisch gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

© Stämpfli Verlag AG Bern · 2010

Gesamtherstellung:  
Stämpfli Publikationen AG, Bern  
Printed in Switzerland

ISBN 978-3-7272-0041-0

---

## VORWORT

Es liegt mir daran, an dieser Stelle all jenen zu danken, die zum Gelingen der vorliegenden Schrift beigetragen haben:

Frau Prof. Dr. Susan Emmenegger danke ich herzlich für ihr stetes, mir auf mannigfache Weise entgegengebrachtes Wohlwollen. Die diversen Denkanstösse, insbesondere bei den massgeblichen Weichenstellungen dieser Arbeit und beim Durchbruch der „Piora-Mulde“ waren für mich äusserst wertvoll. Herrn Prof. Dr. Stephan Wolf danke ich für die verschiedenen Hinweise und Anregungen, insbesondere bezüglich der sachenrechtlichen Aspekte dieser Schrift. Herrn Prof. Dr. Heinz Hausheer möchte ich meinen Dank für die Aufnahme in die vorliegende Schriftenreihe aussprechen.

Sodann haben weitere Personen aus meinem persönlichen, universitären und beruflichen Umfeld Teile dieser Arbeit kritisch reflektiert und mit inhaltlichen und stilistischen Hinweisen dazu beigetragen, dass die Schrift zu dem reifte, was sie heute ist. Namentlich möchte ich ein Dankeschön aussprechen (in alphabetischer Reihenfolge): RA lic.iur. Hans Claas Bernhardt, RA Dr. iur. Franca Contratto, LL.M., RA lic.iur. Marcel Kuchler und Dr. iur. Giorgio Meier, dipl. Treuhand- und Steuerexperte.

Ein ganz besonderer Dank geht an Reto Meinhardt: Er war für mich während der gesamten Entstehungszeit dieser Schrift immer wieder ein kritischer Gesprächspartner und hat mich in jeder Hinsicht vorbehaltlos unterstützt. Aber nicht nur das: Er hat den Puls während der Entstehung dieser Arbeit 1:1 mitgeföhlt und es immer wieder geschafft, mit seinem Optimismus und mit liebevoller Zuneigung auch hohe Pulsfrequenzen in den Ausdauerbereich zu manövrieren. Ihm und meinen Eltern ist dieses Buch gewidmet.

Aarau, im Juni 2010

Andrea Zbinden



---

*Reto  
und  
meinen Eltern*





---

## INHALTSÜBERSICHT

VORWORT.....	V
INHALTSÜBERSICHT.....	IX
INHALTSVERZEICHNIS.....	XI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XXIII
LITERATURVERZEICHNIS.....	XXVII
MATERIALIENVERZEICHNIS.....	XXXVII
EINLEITUNG.....	1
ERSTER TEIL: DOGMATISCHE GRUNDLAGEN.....	5
§ 1 Pfandrecht und Rechtssystematik.....	6
§ 2 Pfandrecht und Pfandgegenstand.....	29
ZWEITER TEIL: ERRICHTUNGSPHASE.....	41
§ 3 Pfanderrichtung an nicht mediatisierten Aktien (Wertpapiere, Wertrechte).....	42
§ 4 Pfanderrichtung an mediatisierten Aktien (Bucheffekten).....	61
DRITTER TEIL: BESTANDESPHASE.....	79
§ 5 Pfandrecht und Aktienkapitalerhöhung.....	80
§ 6 Pfandrecht und Aktienkapitalherabsetzung.....	102
§ 7 Pfandrecht und Fusion.....	111
§ 8 Pfandrecht und Vertragsschutz.....	121
VIERTER TEIL: ÜBERTRAGUNGSPHASE.....	137
§ 9 Pfandrecht und Konsortialdarlehen.....	138
SCHLUSSFOLGERUNG.....	175



---

# INHALTSVERZEICHNIS

VORWORT.....	V
INHALTSÜBERSICHT.....	IX
INHALTSVERZEICHNIS.....	XI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XXIII
LITERATURVERZEICHNIS.....	XXVII
MATERIALIENVERZEICHNIS.....	XXXVII
EINLEITUNG.....	1
I. Untersuchungsgegenstand.....	1
II. Zielsetzung.....	2
III. Aufbau der Untersuchung.....	3
ERSTER TEIL: DOGMATISCHE GRUNDLAGEN.....	5
§ 1 Pfandrecht und Rechtssystematik.....	6
I. Das Pfandrecht an Aktien im System des Sachenrechts.....	6
1. Pfandrecht als beschränktes dingliches Recht.....	6
2. Kategorien des Pfandrechts und Zuordnung des Pfandrechts an Aktien.....	6
a) Kategorien des Pfandrechts.....	6
b) Zuordnung des Pfandrechts an Aktien.....	6
aa) Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten.....	6
bb) Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten.....	7
(1) Möglichkeit der Errichtung eines Pfandrechts an Bucheffekten.....	7
(2) Zuordnung des Pfandrechts an Bucheffekten.....	7
3. Zwischenergebnis.....	9
II. Normierung des Pfandrechts an Aktien.....	10
1. Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren oder Wertrechten.....	10
2. Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten.....	10
III. Prinzipien des Fahrnispfandrechts.....	11
1. Kategorisierung der Prinzipien und Folgerung für das Pfandrecht an Aktien.....	11

2. Begriffsnotwendige Prinzipien .....	12
a) Akzessorietätsprinzip .....	12
aa) Inhalt.....	12
bb) Sinn und Zweck .....	13
cc) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien .....	13
b) Spezialitätsprinzip .....	13
aa) Inhalt.....	13
bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien .....	14
3. Nicht begriffsnotwendige Prinzipien .....	15
a) Publizitätsprinzip.....	15
aa) Inhalt.....	15
(1) Faustpfandprinzip .....	16
(2) Kontrollprinzip.....	16
bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien .....	17
(1) Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten.....	17
(2) Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten .....	18
b) Prinzip der Alterspriorität .....	19
aa) Inhalt.....	19
bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien .....	20
c) Prinzip des Gutgläubenschutzes.....	20
aa) Inhalt.....	20
(1) Ausgangslage: fehlende Verfügungsmacht des Verpfänders .....	20
(2) Die Vermutung des guten Glaubens nach Art. 3 Abs. 1 ZGB .....	21
(3) Die Entkräftung der Gutgläubensvermutung, insbesondere die Beweiserleichterungsregel von Art. 3 Abs. 2 ZGB .....	21
bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien .....	22
d) Surrogationsprinzip.....	23
aa) Inhalt.....	23
bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien .....	23
e) Kausalitätsprinzip .....	24
aa) Inhalt.....	24
bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien .....	24
(1) Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten.....	24
(2) Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten .....	25
IV. Ergebnisse.....	26

§ 2	Pfandrecht und Pfandgegenstand .....	29
I.	Theorie der subjektiven Rechte des mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnisses als Pfandgegenstand .....	29
1.	Verständnis der Mitgliedschaft als Rechtsverhältnis .....	29
2.	Pfandgegenstand .....	29
a)	Pfandgegenstand sind ausschliesslich vermögensmässige Rechte.....	30
b)	Pfandgegenstand sind vermögensmässige und nicht vermögensmässige Rechte.....	31
II.	Theorie der Mitgliedschaft als Pfandgegenstand .....	31
III.	Stellungnahme .....	32
1.	Die Mitgliedschaft als subjektives Recht? .....	32
a)	Theorie der kombinierten subjektiven Rechte .....	32
b)	Die Mitgliedschaft: kombiniertes subjektives Recht? .....	33
aa)	Mitgliedschaftspflichten als Hinderungsgrund? .....	33
bb)	Verdichtungskennzeichen.....	35
(1)	Bindungsintensität.....	35
(2)	Parallele zwischen der Mitgliedschaft zu anerkannten kombinierten subjektiven Rechten.....	36
2.	Ablehnung der Theorie der subjektiven Rechte des mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnisses als Pfandgegenstand...	37
3.	Zwischenergebnis: Pfandgegenstand ist die Mitgliedschaft .....	39
IV.	Ergebnisse.....	39
<b>ZWEITER TEIL: ERRICHTUNGSPHASE.....</b>		<b>41</b>
§ 3	Pfanderrichtung an nicht mediatisierten Aktien (Wertpapiere, Wertrechte).....	42
I.	Wertpapiere.....	42
1.	Wertpapiermässige Pfanderrichtung (Art. 901 ZGB).....	42
a)	Pfandvertrag .....	42
b)	Verfügungshandlung .....	43
aa)	Inhaberaktie.....	43
bb)	Namenaktie .....	44
(1)	Übertragung des Urkundenbesitzes und Über- tragungserklärung .....	44
(2)	Varianten der Übertragungserklärung .....	44
(3)	Keine Eintragungspflicht bezüglich des Pfandrechts im Aktienbuch .....	46
(4)	Keine Zustimmung der Gesellschaft zur Errichtung des Pfandrechts bei vinkulierten Namenaktien .....	46
cc)	Rektaaktie .....	48
c)	Erfordernis der Verfügungsmacht des Verpfänders .....	48

aa) Grundsatz .....	48
bb) Pfandrechterwerb kraft guten Glaubens .....	49
(1) Inhaberaktien .....	49
(2) Namenaktien .....	50
(3) Rektaaktien .....	51
d) Präzisierung des Pfandgegenstands .....	52
2. Nicht wertpapiermässige Pfanderrichtung	
(Art. 900 Abs. 3 ZGB) .....	52
a) Pfandvertrag .....	52
b) Verfügungshandlung .....	52
c) Erfordernis der Verfügungsmacht des Verpfänders .....	53
aa) Grundsatz .....	53
bb) Pfandrechterwerb kraft guten Glaubens .....	53
(1) Grundsatz: kein Gutglaubensschutz .....	53
(2) Ausnahmen: Gutglaubensschutz nach	
Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR .....	54
II. Wertrechte .....	56
1. Vorbemerkung .....	56
2. Pfanderrichtung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB .....	56
a) Pfandvertrag .....	56
b) Verfügungshandlung .....	57
aa) Übertragung eines Mitgliedschaftsausweises .....	57
bb) Keine Eintragungspflicht im Wertrechtebuch .....	57
c) Verfügungsmacht des Verpfänders .....	58
aa) Grundsatz .....	58
bb) Pfandrechterwerb kraft guten Glaubens .....	58
(1) Grundsatz: kein Gutglaubensschutz .....	58
(2) Ausnahmen: Gutglaubensschutz nach Art. 18	
Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR .....	59
cc) Konsequenz des weitgehend fehlenden	
Gutglaubenschutzes .....	59
III. Ergebnisse .....	60
§ 4 Pfanderrichtung an mediatisierten Aktien (Bucheffekten) .....	61
I. Entstehung von Bucheffekten .....	61
1. Modellfall: dreistufige Verwahrungspyramide .....	61
2. Bei Aktien in Form von Wertpapieren .....	61
3. Bei Aktien in Form von Wertrechten .....	62
II. Pfanderrichtung an Bucheffekten nach Art. 900 Abs. 3 ZGB? .....	63
III. Keine Pfanderrichtung an Bucheffekten nach Art. 24 BEG .....	64
IV. Pfanderrichtung an Bucheffekten nach Art. 25 und 26 BEG .....	65
1. Pfanderrichtung an Bucheffekten zugunsten eines Dritten .....	65
a) Pfandvertrag .....	66

b) Kontrollvereinbarung.....	66
c) Verfügungsmacht des Verpfänders.....	67
2. Pfanderrichtung an Bucheffekten zugunsten der Verwahrungsstelle.....	68
a) Pfandvertrag.....	68
b) Kein Erfordernis zum Abschluss einer Kontrollvereinbarung.....	68
c) Erfordernis der Verfügungsmacht des Verpfänders.....	68
V. Pfanderrichtung an Bucheffekten kraft guten Glaubens nach Art. 29 BEG.....	69
1. Ausgangslage.....	69
2. Erfordernis der Entgeltlichkeit.....	69
3. Art. 29 BEG als einfacher oder qualifizierter Gutglaubens-tatbestand?.....	71
a) Die Publizitätseinrichtung bei Art. 29 BEG.....	72
b) Beurteilung der Publizitätseinrichtung.....	72
4. Gutglaubensschutz bei Personen in unmittelbarer Übertragungskette.....	73
VI. Ergebnisse.....	75
<b>DRITTER TEIL: BESTANDESPHASE.....</b>	<b>79</b>
§ 5 Pfandrecht und Aktienkapitalerhöhung.....	80
I. Risiken für den Pfandgläubiger.....	80
1. Risiko der sinkenden Beteiligungsquote.....	81
a) Entstehung.....	81
b) Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers..	81
aa) Stimmrechtsverwässerung.....	81
bb) Verminderung des Anspruchs auf Haftungssubstrat.....	81
2. Risiko der Kapitalverwässerung.....	82
a) Entstehung.....	82
b) Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers: Reduktion des Haftungssubstrates.....	82
3. Zwischenergebnis.....	82
II. Pfandgläubigerschutz durch Stimmrecht.....	83
1. Kein Schutz durch Ausübungskompetenz des Pfandgläubigers.	83
a) Pfandrechtliche Erfassung des Stimmrechts.....	83
b) Ausübungskompetenz.....	83
aa) Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten	83
bb) Aktien in der Form von Bucheffekten.....	84
2. Schutz durch gesetzliche Ausübungsschranken.....	84
a) Schranken des Obligationenrechts.....	85
b) Schranken des Strafrechts.....	86



c)	Schranken des Sachenrechts.....	88
aa)	Kein Zustimmungsrecht des Pfandgläubigers.....	88
bb)	Kein Besitzes(rechts)schutz.....	89
cc)	Kein dinglicher Schutz.....	89
dd)	Analoge Anwendung der grundpfandrechtlichen Sicherungsbefugnisse? .....	90
3.	Zwischenergebnis .....	91
III.	Pfandgläubigerschutz durch Bezugsrecht.....	91
1.	Kein Schutz durch Ausübungskompetenz des Pfandgläubigers .	92
a)	Pfandrechtliche Erfassung des Bezugsrechts .....	92
b)	Ausübungskompetenz .....	92
aa)	Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten	92
bb)	Aktien in der Form von Bucheffekten .....	92
2.	Schutz durch gesetzliche Ausgestaltung des Bezugsrechts .....	93
a)	Schutz bei effektiver Kapitalerhöhung .....	93
aa)	Schutz vor sinkender Beteiligungsquote?.....	93
(1)	Bei Ausübung des Bezugsrechts.....	93
(2)	Bei Verkauf des Bezugsrechts .....	94
(3)	Bei Verfall des Bezugsrechts.....	94
bb)	Schutz vor Kapitalverwässerung? .....	95
(1)	Bei Ausübung des Bezugsrechts.....	95
(2)	Bei Verkauf des Bezugsrechts .....	95
(3)	Bei Verfall des Bezugsrechts.....	96
cc)	Zwischenfazit .....	96
b)	Schutz bei Kapitalerhöhung aus Eigenkapital.....	97
aa)	Liberierung durch Eigenkapital ohne Ertragscharakter ..	97
(1)	Schutz vor sinkender Beteiligungsquote? .....	97
(2)	Schutz vor Kapitalverwässerung? .....	97
bb)	Liberierung durch Gewinnvortrag .....	98
(1)	Ertragscharakter der Gratisaktien .....	98
(2)	Schutz vor sinkender Beteiligungsquote? .....	99
(3)	Schutz vor Kapitalverwässerung? .....	99
cc)	Zwischenfazit .....	99
3.	Kein Schutz bei Ausschluss des Bezugsrechts durch die Generalversammlung.....	100
IV.	Ergebnisse.....	100
§ 6	Pfandrecht und Aktienkapitalherabsetzung.....	102
I.	Risiken für den Pfandgläubiger .....	102
1.	Risiko der sinkenden Beteiligungsquote .....	102
a)	Entstehung .....	102
aa)	Bei Nennwertherabsetzung.....	103
bb)	Bei Aktienrückkauf.....	103

b)	Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers..	105
aa)	Stimmrechtsverwässerung.....	105
bb)	Verminderung des Anspruchs auf das Haftungs-	
	substrat.....	106
2.	Risiko des Rückkaufpreises unter dem inneren Wert.....	106
a)	Entstehung .....	106
b)	Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers:	
	sinkendes Haftungssubstrat .....	106
3.	Zwischenergebnis.....	107
II.	Pfandgläubigerschutz durch Stimmrecht.....	107
III.	Pfandgläubigerschutz durch Gleichbehandlungsprinzip.....	107
1.	Schutz vor sinkender Beteiligungsquote?.....	108
2.	Schutz vor Rückkaufpreis unter innerem Wert?.....	109
IV.	Ergebnisse.....	110
§ 7	Pfandrecht und Fusion.....	111
I.	Risiken des Pfandgläubigers.....	111
1.	Risiko der fehlenden Abgeltungsleistung.....	111
a)	Entstehung .....	111
b)	Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers:	
	Untergang des Pfandrechts .....	113
2.	Risiko der unangemessenen Abgeltungsleistung.....	113
a)	Entstehung .....	113
b)	Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers:	
	Senkung des Haftungssubstrates.....	114
3.	Risiko der sinkenden Beteiligungsquote.....	114
a)	Entstehung .....	114
b)	Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers..	115
aa)	Verminderung des Stimmgewichts .....	115
bb)	Verminderung des Anspruchs auf das	
	Haftungssubstrat .....	115
4.	Zwischenergebnis.....	115
II.	Pfandgläubigerschutz durch Stimmrecht.....	116
III.	Pfandgläubigerschutz durch Ausgleichsklage (Art. 105 FusG) .....	116
1.	Schutz vor fehlender Abgeltungsleistung?.....	116
2.	Schutz vor unangemessener Abgeltungsleistung? .....	116
3.	Schutz vor sinkender Beteiligungsquote? .....	117
4.	Zwischenergebnis.....	118
IV.	Pfandgläubigerschutz durch fusionsrechtlichen Gläubigerschutz	
	(Art. 25 FusG).....	118
V.	Ergebnisse.....	119
§ 8	Pfandrecht und Vertragsschutz .....	121
I.	Ausgangslage: unzureichender gesetzlicher Pfandgläubigerschutz.	121

II. Pfandgläubigerschutz durch Stimmrechtsvollmacht .....	121
1. Zulässigkeit.....	121
2. Eignung? .....	122
III. Pfandgläubigerschutz durch Stimmrechtsbindungen.....	123
1. Definition .....	123
2. Zulässigkeit als Grundsatz.....	123
3. Grenzen der Zulässigkeit.....	123
a) Verbot der übermässigen Bindung.....	123
b) Verbot der Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen .....	124
c) Verbot des Stimmkaufs .....	125
d) Verbot der Umgehung der Vinkulierungsordnung.....	126
e) Zwischenfazit.....	126
4. Leistungsstörung und Durchsetzung .....	127
a) Realerfüllung .....	127
b) Schadenersatz .....	128
aa) Problematik .....	128
bb) Lösungsansatz: Konventionalstrafe .....	128
c) Verzugsfall .....	129
5. Wirkungsgrenzen .....	130
a) Massgebliche Stimmkraft.....	130
b) Inter partes-Wirkung.....	130
aa) Problem: Veräusserung der verpfändeten Aktien.....	130
bb) Lösung: obligatorisches Veräusserungsverbot .....	130
6. Vertragliche Ausgestaltung.....	131
7. Zwischenergebnis .....	132
IV. Pfandgläubigerschutz durch Nachdeckungsklausel .....	133
1. Inhalt.....	133
2. Leistungsstörung und Durchsetzung .....	133
3. Vertragliche Ausgestaltung.....	134
4. Zwischenergebnis .....	135
V. Ergebnisse.....	135
<b>VIERTER TEIL: ÜBERTRAGUNGSPHASE .....</b>	<b>137</b>
§ 9 Pfandrecht und Konsortialdarlehen.....	138
I. Neukonsorten im Syndizierungsprozess.....	139
1. Begriff des Neukonsorten.....	139
2. Relevante Syndizierungskonstellationen .....	139
II. Risiken des Neukonsorten .....	139
1. Risiko der Syndizierung durch <i>Novation</i> .....	139
a) Entstehung .....	140
b) Auswirkung auf die Rechtsstellung des Neukonsorten: keine gleichrangige Pfandbesicherung von Gesetzes wegen.	141

c)	Zwischenfazit.....	142
2.	Risiko der fehlenden Parteistellung unter dem Pfandvertrag .....	142
a)	Entstehung .....	142
b)	Auswirkung auf die Rechtsstellung des Neukonsorten: keine automatische Überbindung von Rechten und Pflichten unter dem Pfandvertrag .....	143
3.	Risiko der treuhänderischen Sicherheitenverwaltung.....	144
a)	Ausgangslage.....	144
aa)	Bedürfnis nach einheitlicher Sicherheitenverwaltung und -verwertung.....	144
bb)	Sicherstellen der einheitlichen Sicherheitenverwaltung und -verwertung durch Einsetzung eines Sicherheiten- treuhänders.....	145
cc)	Spannungsfeld: quotale Mitberechtigung und Akzessorietät.....	145
(1)	Akzessorietätsprinzip.....	146
(2)	Vereinbarung quotaler Mitberechtigung .....	146
b)	Risikoentstehung: Missachtung des Spannungsfeldes „quotale Mitberechtigung und Akzessorietät“.....	148
c)	Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Neukonsorten: Keine gültige Pfandbestellung .....	148
4.	Zwischenergebnis.....	148
III.	Vertragsschutz im Interesse des pfandbesicherten Neukonsorten...	149
1.	Rekapitulation des vertraglichen Regelungsbedarfs.....	149
a)	Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei <i>Novation</i> ..	149
b)	Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag .....	150
c)	Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung.	150
2.	Future-Pledgee-Konzept.....	151
a)	Konzept.....	151
aa)	Erläuterung.....	151
bb)	Beispiel .....	151
b)	Zulässigkeit des <i>Future-Pledgee-Konzeptes</i> unter schweizerischem Recht.....	152
aa)	Handeln für einen unbekanntenen Vertretenen .....	152
bb)	Genehmigung der Stellvertretung ohne Vertretungs- macht mit Wirkung <i>ex tunc</i> .....	153
c)	Effektivität.....	154
aa)	Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei <i>Novation</i> ?.....	154
(1)	Problem .....	154
(2)	Beurteilung.....	155
bb)	Übertragung der Parteistellung unter dem Pfand- vertrag? .....	155

(1) Problem .....	155
(2) Beurteilung.....	156
cc) Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung? .....	156
(1) Problem .....	156
(2) Beurteilung.....	157
d) Zwischenfazit.....	157
3. Parallel-Debt-Konzept.....	157
a) Konzept.....	158
aa) Erläuterung.....	158
bb) Beispiel .....	159
b) Zulässigkeit des <i>Parallel-Debt-Konzeptes</i> unter schweizeri- schem Recht .....	160
aa) Möglichkeit der Besicherung abstrakter Schuld- bekenntnisse? .....	160
(1) Rechtsnatur der <i>Parallel Debt</i> .....	160
(2) Auswirkung auf die Besicherung .....	161
bb) Keine Simulation .....	161
cc) Kein Verstoss gegen den Numerus clausus der dinglichen Rechte .....	162
dd) Kein Verstoss gegen das Akzessorietätsprinzip .....	162
(1) Formelle Kohärenz.....	162
(2) Materielle Kohärenz .....	163
(3) Folgerung .....	164
c) Effektivität.....	164
aa) Gleichrangige Besicherung des Neukonsortien bei Novation?.....	164
(1) Problem .....	164
(2) Beurteilung.....	165
bb) Übertragung der Parteistellung unter dem Pfand- vertrag? .....	165
(1) Problem .....	165
(2) Beurteilung.....	165
cc) Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung? .....	166
(1) Problem .....	166
(2) Beurteilung.....	166
d) Zwischenfazit.....	166
4. Joint-Creditor-Konzept .....	167
a) Konzept.....	167
aa) Erläuterung.....	167
bb) Beispiel .....	168

b) Zulässigkeit des <i>Joint-Creditor-Konzepts</i> unter schweizerischem Recht .....	169
aa) Kein Verstoss gegen den Grundsatz des Numerus clausus .....	169
bb) Kein Verstoss gegen das Akzessorietätsprinzip .....	169
c) Effektivität .....	170
aa) Gleichrangige Besicherung des Neukonsortens bei Novation .....	170
(1) Problem .....	170
(2) Beurteilung.....	170
bb) Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag? .....	171
(1) Problem .....	171
(2) Beurteilung.....	171
cc) Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung? .....	171
(1) Problem .....	171
(2) Beurteilung.....	172
d) Zwischenfazit.....	172
IV. Ergebnisse.....	172
<b>SCHLUSSFOLGERUNG .....</b>	<b>175</b>



---

## ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

a.A.	anderer Ansicht
aArt.	alter Artikel
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für civilistische Praxis (Deutschland)
AG	Aktiengesellschaft
AJP	Aktuelle Juristische Praxis
Art.	Artikel
AS	Amtliche Sammlung des Bundesrechts
AT	Allgemeiner Teil
BankG	Bundesgesetz vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen, SR 952.0
BBl	Bundesblatt der Schweizerischen Eidgenossenschaft
Bd.	Band
BEG	Bundesgesetz vom 3. Oktober 2008 über Bucheffekten, SR 957.1
BEHG	Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel, SR 954.1
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch für das Deutsche Reich vom 18. August 1896
BGE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts. Bundesgerichtsentscheid
BGer	Bundesgericht
BK	Berner Kommentar
BSK	Basler Kommentar
bzw.	beziehungsweise
CC	Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations), SR 220
CHK	Schweizer Handkommentar
DBG	Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer vom 14. Dezember 1990, SR 642.11
d.h.	das heisst
Diss.	Dissertation
E.	Erwägung
EG	Europäische Gemeinschaft
E-OR	Entwurf für eine Änderung des Obligationenrechts, Botschaft vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, 1751 ff.
et al.	et aliter



## Abkürzungsverzeichnis

---

etc.	et cetera
f.	und folgende (Seite/Randnote)
ff.	und folgende (Seiten/Randnoten)
FN	Fussnote
FS	Festschrift
FusG	Bundesgesetz vom 3. Oktober 2003 über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, SR 221.301
GesKR	(Zeitschrift für) Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
gl.A.	gleicher Ansicht
HGer	Handelsgericht
HK	Handkommentar
h.L.	herrschende Lehre
Hrsg.	Herausgeber
i.e.S.	im engeren Sinne
insb.	insbesondere
i.S.	im Sinne
ISIN	International Securities Identification Number
i.S.v.	im Sinne von
i.v.m	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
JuS	Juristische Schulung (Deutschland)
Kap.	Kapitel
Komm.	Kommentar
Lit.	Litera (Buchstabe)
LMA	Loan Market Association
LTI	Loi fédérale du 3 octobre 2008 sur les titres intermédiés, SR 957.1
Mio.	Million
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
N	Note(n)
NJW	Neue juristische Wochenschrift (Deutschland)
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911, SR 220
RNotZ	Rheinische Notar-Zeitschrift (Deutschland)
Rz.	Randziffer(n)
S.	Seite

SchKG	Bundesgesetz vom 11. April 1889 über Schuldbetreibung und Konkurs, SR 281.1
SchIT ZGB	Schlusstitel des Schweizerischen Zivilgesetzbuches
SJ	Semaine Judiciaire
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
sog.	sogenannt
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts
ST	Der Schweizer Treuhänder
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937, SR 311.0
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
u.a.	unter anderem
VE-WVG	Vorentwurf zum Wertpapierverwahrungsgesetz vom 6. Januar 2003
vgl.	vergleiche
VStG	Bundesgesetz vom 13. Oktober 1965 über die Verrechnungssteuer, SR 642.21
VStV	Verordnung vom 19. Dezember 1966 über die Verrechnungssteuer, SR 642.211
WM	Wertpapier-Mitteilungen: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Deutschland)
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Deutschland)
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907, SR 210
Ziff.	Ziffer
ZK	Zürcher Kommentar
ZR	Blätter für Zürcherische Rechtsprechung
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht



---

## LITERATURVERZEICHNIS

- ACOCELLA, DOMENICO, Kommentierung: Art. 38-45 SchKG, in: Adrian Staehelin u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs, SchKG I, Basel u.a. 1998.
- APFELBAUM, SEBASTIAN, Die Verpfändung der Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft (Diss. Bayreuth 2004), Berlin 2005.
- APPENZELLER, HANSJÜRIG, Stimmbindungsabsprachen in Kapitalgesellschaften. Rechtsvergleichung und Internationales Privatrecht, Diss. Zürich 1996.
- BÄRTSCHI, HARALD, Die rechtliche Umsetzung des Bucheffektengesetzes, in: AJP 2009, S. 1071-1087.
- BAUDENBACHER, CARL, Kommentierung: Art. 552-556, 594-597, 620-625, 772-774, 775, 828-831 OR, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht II, Art. 530-1186 OR, 3. Auflage, Basel u.a. 2008.
- BAUER, THOMAS, Kommentierung: Art. 884-894, 899-918 ZGB, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Zivilgesetzbuch II, Art. 457-977 ZGB, Art. 1-61 SchlT ZGB, 3. Auflage, Basel u.a. 2007.
- BAUMANN, MAX, Vorb. Art. 2-3 ZGB; Art. 2-3 ZGB, in: Peter Gauch u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar), I. Band: Einleitung – Personenrecht, 1. Teilband: Art. 1-7 ZGB, 3. Auflage, Zürich 1998.
- BENSAHEL, FREDERIQUE/MICOTTI, SEBASTIEN/VILLA, MARCO, L'objet et le rang des sûretés selon la loi sur les titres intermédiés (LTI). Questions choisies, in : SJ (doctrine) 2009, S. 321-369.
- BENTELE, ROLAND, Die Konventionalstrafe nach Art. 160-163 OR, Diss. Freiburg 1994.
- BERGER-STEINER, ISABELLE, Das Beweismass im Privatrecht. Eine dogmatische Untersuchung mit Erkenntniswert für die Praxis und die Rechtsfigur der Wahrscheinlichkeitshaftung (Diss. Bern 2007), Bern 2008.
- BERTSCHINGER, URS, Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, in: AJP 1997, S. 283-289.
- BESSENICH, BALTHASAR, Kommentierung: Art. 477-480, 487-492 ZGB, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Zivilgesetzbuch II, Art. 457-977 ZGB, Art. 1-61 SchlT ZGB, 3. Auflage, Basel u.a. 2007.
- BIERI, DIETER, Kredit und Konsortium. Kreditformen und Kreditsicherungen: Konsortialvereinbarungen unter Banken in bezug auf einen gemeinsamen Kreditnehmer, Diss. Zürich 1987.

- BIRCHER, EUGEN, Gutgläubiger Erwerb des Forderungspfandrechtes (Diss. Bern 1945), Bern 1946.
- BÖCKLI, PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Auflage, Zürich u.a. 2009.
- Das Aktienstimmrecht und seine Ausübung durch Stellvertreter (Diss. Basel 1960), Basel 1961.
- BOEMLE, MAX/STOLZ, CARSTEN, Unternehmungsfinanzierung, 13. Auflage, Zürich 2002.
- BÖSCH, RENÉ, Kommentierung: Art. 4<sup>ter</sup>, 4<sup>quater</sup>, 17 BankG, in: Rolf Watter u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Bankengesetz (Basler Kommentar), Basel 2005.
- BÖTTCHER, CHRISTINA, Das abstrakte Schuldversprechen in der Kreditsicherung (Diss. Münster 2007), Frankfurt a.M. u.a. 2007.
- BREHM, ROLAND, Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Berner Kommentar), Band VI: Obligationenrecht, 1. Abteilung: Allgemeine Bestimmungen, 3. Teilband, 1. Unterteilband: Die Entstehung durch unerlaubte Handlungen, Art. 41-61 OR, 3. Auflage, Bern 2006.
- BRUNNER, CHRISTOPH, Wertrechte – nicht verkündete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere. Ein Beitrag zur rechtlichen Erfassung des Effektingerverkehrs, Diss. Bern 1996.
- BUCHER, EUGEN, Schweizerisches Obligationenrecht. Allgemeiner Teil ohne Deliktsrecht, 2. Auflage, Zürich 1988.
- CHRISTEN, BERNHARD, Kommentierung: Art. 1145-1152, 1153-1155 OR, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht II, Art. 530-1186 OR, 3. Auflage, Basel u.a. 2008.
- DALLA TORRE, LUCA/GERMANN, MARTIN, 12 Antworten zum neuen Bucheffektengesetz, in: GesKR 2009, S. 573-582.
- DALLA TORRE, LUCA/LEISINGER, BENJAMIN/MOSIMANN, OLIVIER/REY, MATTHIAS/SCHOTT, ANSGAR/WEBER, MARTIN KARL, Sicherheiten nach Bucheffektengesetz – theoretische und praktische Aspekte, in: recht 2010, S. 16-29.
- DANIELEWSKY, MIKE/DETTMAR, JASMIN ISABEL, Instrumente der Vertragsgestaltung zur Übertragung akzessorischer Sicherheiten im Rahmen von Konsortialkreditverträgen, in: WM 2008, S. 713-718.
- DE MEO, FRANCESCO, Bankenkonsortien. Eine Untersuchung zum Innen- und Ausenrecht von Emissions-, Kredit- und Sanierungskonsortien sowie deren Haftung für das Handeln von Konsortialvertretern (Diss. Tübingen 1994), München 1994.
- DRUEY, JEAN NICOLAS, Stimmbindung in der Generalversammlung und im Verwaltungsrat, in: Jean Nicolas Druey u.a. (Hrsg.), Schriften zum neuen Aktienrecht. Rechtsfragen um die Aktionärsbindungsverträge, Basel u.a. 1998, S. 7-33.
- DUBS, DIETER, Kommentierung: Art. 105-107 FusG, in: Rolf Watter u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Fusionsgesetz (Basler Kommentar), 1. Auflage, Basel u.a. 2005.

- Die bedingte Beschlussfassung der Aktionäre an der Generalversammlung, in: Rainer J. Schweizer (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich 2002, S. 355-381.
- DUBS, DIETER/TRUFFER, ROLAND, Kommentierung: Art. 698-706b, 804-808c, 816 OR, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht II, Art. 530-1186 OR, 3. Auflage, Basel u.a. 2008.
- EGGEN, MIRJAM, Sicherheiten an Wertrechten – eine Untersuchung der Rechtslage ab Inkrafttreten des Bucheffektengesetzes, in: SZW 2009, S. 116-127.
- EIGENMANN, ANTOINE, La réalisation des sûretés sur les titres intermédiés, in: Jean-Tristan Michel (Hrsg.), Placements collectifs et titres intermédiés: Le renouveau de la place financière suisse. Travaux de la journée d'étude organisée à l'Université de Lausanne le 7 novembre 2007, Lausanne 2008, S. 127-143.
- Projet de loi sur le dépôt et le transfert des titres intermédiés. Aspects choisis, in : SZW 2006, S. 104-119.
  - L'effectivité des sûretés mobilières. Etude critique en droit suisse au regard du droit américain et propositions législatives, Diss. Fribourg 2001.
- EMCH, DANIEL, System des Rechtsschutzes im Fusionsgesetz. Materiell- und prozessrechtliche Überlegungen zu den Klagen des FusG bei Umstrukturierungen unter Beteiligung von Aktiengesellschaften, Diss. Bern 2006.
- EMCH, URS/RENZ, HUGO/ARPAGAU, RETO, Das Schweizerische Bankgeschäft. Das praktische Lehrbuch und Nachschlagewerk, 6. Auflage, Zürich u.a. 2004.
- FISCHER, DAMIAN, Änderungen im Vertragsparteienbestand von Aktionärbindungsverträgen. Vertrags-, gesellschafts- und börsenrechtliche Aspekte, Diss. Zürich 2009.
- FLUME, WERNER, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Erster Band, Zweiter Teil: Die juristische Person, Berlin u.a. 1983.
- FÖEX, BENEDICT, Les sûretés sur les titres détenus auprès d'une Banque en Suisse selon la loi sur les titres intermédiés, in : Luc Thévenoz u.a. (Hrsg.), Journée 2008 de droit bancaire et financier, Zürich 2009, S. 123-146.
- Les actes de disposition sur les titres intermédiés, in : Jean-Tristan Michel (Hrsg.), Placements collectifs et titres intermédiés : Le renouveau de la place financière suisse. Travaux de la journée d'étude organisée à l'Université de Lausanne le 7 novembre 2007, Lausanne 2008, S. 83-105.
  - Le contrat de gage mobilier, Basel 1997.
- FÖRL, THOMAS, Die Absicherung von Neukonsorten in Share Pledge Agreements, in: RNotZ 2007, S. 433-455.
- FORRER, HANS RUDOLF, Die Mitgliedschaft und ihre Beurkundung, Diss. Zürich 1959.
- FORSTMOSER, PETER, Der Aktionärbindungsvertrag an der Schnittstelle zwischen Vertragsrecht und Körperschaftsrecht, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Aktuelle As-

- pekte des Schuld- und Sachenrechts, Festschrift für Heinz Rey zum 60. Geburtstag, Zürich u.a. 2003, S. 375-407.
- Aktionärbindungsverträge, in: Peter Forstmoser u.a. (Hrsg.), Innominatverträge, Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schluep, Zürich 1988, S. 359-381.
- FORSTMOSER, PETER/MEIER-HAYOZ, ARTHUR/NOBEL, PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- FRANCIONI, RETO, Konsortialverträge bei Konsortialdarlehen im schweizerischen Recht, Diss. Zürich 1987.
- GAUCH, PETER/SCHLUEP, WALTER R./SCHMID, JÖRG, Schweizerisches Obligationenrecht. Allgemeiner Teil. Ohne ausservertragliches Haftpflichtrecht, Band I, 9. Auflage, Zürich u.a. 2008.
- GAUCH, PETER/SCHLUEP, WALTER R./EMMENEGGER, SUSAN, Schweizerisches Obligationenrecht. Allgemeiner Teil. Ohne ausservertragliches Haftpflichtrecht, Band II, 9. Auflage, Zürich u.a. 2008.
- GIGER, ERNST, Der Erwerb eigener Aktien aus aktienrechtlicher und steuerrechtlicher Sicht, Diss. Bern 1995.
- GIRSBERGER, ANDREAS, Die dingliche Surrogation. Der Begriff und seine praktische Bedeutung für das schweizerische Recht, Diss. Zürich 1955.
- GLANZMANN, LUKAS, Umstrukturierungen: Eine systematische Darstellung des schweizerischen Fusionsgesetzes, 2. Auflage, Bern 2008.
- GLATTFELDER, HANS, Die Aktionärbindungs-Verträge, in: Schweizerischer Juristenverein (Referate und Mitteilungen, Heft 2, 1959), S. 141a-355a.
- GLETTIG, OSKAR, Die dinglichen Rechte an Aktien nach Schweizer Recht, Diss. St. Gallen 1953.
- GOMEZ RICHIA, LUCIA/VEUVE JOËL, Les titres intermédiés et leurs instruments financiers sous-jacents, in: GesKR 2010, S. 6-23.
- HABERSACK, MATHIAS, Die Mitgliedschaft – subjektives und „sonstiges“ Recht, Tübingen 1996.
- HADDING, WALTHER, Verfügungen über Mitgliedschaftsrechte, in: Jürgen F. Baur u.a. (Hrsg.), Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990, Berlin u.a. 1990, S. 31-44.
- HAEBERLI, DANIEL, Pfandrechtliche Probleme bei der Besicherung von Konsortialkrediten, in: GesKR 2007, S. 355-364.
- HARPERING, GUIDO, Die Übertragung akzessorisch besicherter Forderungen im Rahmen von *syndicated loans* (Diss. Münster 2002), Berlin 2003.
- HAUSHEER, HEINZ/JAUN, MANUEL, Die Einleitungsartikel des ZGB: Art. 1-10 ZGB, Bern 2003.
- HEINRICHS, HELMUT, Kommentierung: §§ 1-307 BGB, in: Peter Bassenge u.a. (Hrsg.), Palandt Bürgerliches Gesetzbuch (Beck'sche Kurzkommentare), Band 7, 66. Auflage, München 2007.

- HEINZMANN, MICHEL, Die Herabsetzung des Aktienkapitals (Diss. Freiburg 2004), Zürich 2004.
- HESS, MARTIN/FRIEDRICH, ALAIN, Das neue Bucheffektengesetz (BEG). Hinweise auf Grundlagen und praktische Auswirkungen, in: GesKR 2008, S. 98-118.
- HESS, MARTIN/STÖCKLI, KATJA, Bestellung von Sicherheiten an Bucheffekten, SJZ 2010, S. 153-162.
- HINTZ-BÜHLER, MONIKA, Aktionärbindungsverträge, Diss. Bern 2001.
- HIRSIGER, CAROLINE, Der Schutz der Gesellschafter, Gläubiger und Arbeitnehmer bei der Fusion von Kapitalgesellschaften nach schweizerischem und europäischem Fusionsrecht (Diss. Basel 2006), Zürich u.a. 2006.
- HOFFMANN, GUIDO, Parallel Debt, in: WM 2009, S. 1452-1458.
- Die Verpfändung von Aktien in der Konsortialkreditpraxis, in: WM 2007, S. 1547-1554.
- HUBER, ULRICH, Vermögensanteil, Kapitalanteil und Gesellschaftsanteil an Personengesellschaften des Handelsrechts, Heidelberg 1970.
- HUGENIN JAACOBS, CLAIRE, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Zürich 1994.
- KADERLI, RUDOLPH J., Die Sicherung des Bankkredites (Diss. Bern 1936), Bern 1938.
- KILLIAS, MARTIN/KUHN, ANDRÉ/DONGOIS, NATHALIE/AEBI, MARCELO F., Grundriss des Allgemeinen Teils des Schweizerischen Strafgesetzbuchs, Bern 2009.
- KLEINER, BEAT/ROTH, URS P./SCHWOB, RENATE, Kommentierung. Art. 1-2 BankG, in: Beat Kleiner u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 sowie zu der Verordnung vom 17. Mai 1972 (V) und der Vollziehungsverordnung vom 30. August 1961 (VV), Zürich, Loseblatt (2009).
- KLEINER, BEAT/ROTH, URS P./ZOBL, DIETER/SCHWOB, RENATE, Kommentierung: Art. 3-3<sup>quater</sup> BankG, in: Beat Kleiner u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 sowie zu der Verordnung vom 17. Mai 1972 (V) und der Vollziehungsverordnung vom 30. August 1961 (VV), Zürich, Loseblatt (2009).
- KLINK, HEINZ G., Die Mitgliedschaft als „sonstiges Recht“ im Sinne des § 823 I BGB?, Diss. Mainz 1993.
- KOFMEL EHRENZELLER, SABINE, Kommentierung: Art. 67, 68a-68e SchKG, in: Kommentar zum Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs, Adrian Staehelin, u.a. (Hrsg.), SchKG I, Basel u.a. 1998.
- KOHLER, DANIEL, Das Konsortium im schweizerischen Kreditgeschäft (Diss. St. Gallen 1989), St. Gallen 1990.
- KRAMER, ERNST A./SCHMIDLIN, BRUNO, Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Berner Kommentar), Band VI, 1. Abteilung: Allgemeine Bestimmungen, 1. Teil-



- band: Allgemeine Einleitung in das schweizerische Obligationenrecht und Kommentar zu Art. 1-18 OR, Bern 1986.
- KRAUSKOPF, FREDERIC, Die Schuldanerkennung im schweizerischen Obligationenrecht, Diss. Freiburg 2003.
- KRUMMENACHER, RETO, Die Verpfändung von Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck. Unter besonderer Berücksichtigung der statutarischen Behandlung von Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck sowie der in der Praxis verwendeten Pfandverträge und Allgemeinen Geschäftsbedingungen (Diss. Basel 1998), Basel 1999.
- KÜNG, MANFRED, Kommentierung: Art. 732-735, 782, OR, Art. 1-11 Übest., in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht II, Art. 530-1186 OR, 3. Auflage, Basel u.a. 2008.
- KUT, AHMED/SCHNYDER, ANTON K., Kommentierung: Art. 1-40g OR, in: Marc Amstutz u.a. (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Zürich u.a. 2007.
- LANG, THEODOR, Die Durchsetzung des Aktionärbindungsvertrages (Diss. Basel 2002), Zürich u.a. 2003.
- LANZ, MARTIN, Aktientransfers unter dem neuen Bucheffektengesetz, in: Thomas Reutter u.a. (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IV, Zürich u.a. 2009, S. 189-223.
- LANZ, MARTIN/FAVRE, OLIVIER, Inhaberaktien in der Form von Wertrechten. Neue Möglichkeiten unter Art. 973c OR, in: GesKR 2009, S. 548-553.
- LARENZ, KARL/WOLF, MANFRED, Allgemeiner Teil des bürgerlichen Rechts, 9. Auflage, München 2004.
- LUTTER, MARCUS, Theorie der Mitgliedschaft. Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporationsrechts, in: AcP 1980, S. 85-159.
- MALACRIDA, RALPH, Der Konsortialvertrag, in: Thomas Reutter u.a. (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen III, Zürich u.a. 2008, S. 191-210.
- MARTI, MARIO, Aktienemission im Internet (Diss. Bern 2007), Bern 2008.
- MEIER-HAYOZ, ARTHUR, Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Berner Kommentar), Band IV: Das Sachenrecht, 1. Abteilung: Das Eigentum, 1. Teilband: Systematischer Teil und allgemeine Bestimmungen, Art. 641-654 ZGB, Bern 1981.
- MEIER-HAYOZ, ARTHUR/FORSTMOSER, PETER, Schweizerisches Gesellschaftsrecht. Mit neuem Recht der GmbH, der Revision und der kollektiven Kapitalanlagen, 10. Auflage, Bern 2007.
- MEIER-HAYOZ, ARTHUR/VON DER CRONE, HANS CASPAR, Wertpapierrecht, 2. Auflage, Bern 2000.
- MIDDENDORF, PATRICK/GROB, BEATRICE, Art. 1-4 ZGB, in: Marc Amstutz u.a. (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Zürich u.a. 2007.
- MITTENDORFER, ROLAND, Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung. Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen, Wiesbaden 2007.

- MORSCHER, LUKAS, Kommentierung: Art. 1, 2, 4 FusG, in: Rolf Watter u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Fusionsgesetz (Basler Kommentar), 1. Auflage, Basel u.a. 2005.
- MOSKRIC, ELISABETH, Der Lombardkredit, Diss. Zürich 2003.
- MÜLBERT, PETER O., Die Aktie zwischen mitgliedschafts- und wertpapierrechtlichen Vorstellungen, in: Mathias Habersack u.a. (Hrsg.), Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Gerd Nobbe, Köln 2009, S. 691-724.
- MÜLLER, KARIN, Die Übertragung der Mitgliedschaft bei der einfachen Gesellschaft (Diss. Luzern 2003), Zürich u.a. 2003.
- NÄGELE, GUSTAV, Die Mitgliedschaftspapiere, Heidelberg 1937.
- NIGGLI, MARCEL ALEXANDER, Kommentierung: Art. 145 StGB, in: Marcel A. Niggli u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Strafrecht (Basler Kommentar), Strafgesetzbuch II, Art. 111-401 StGB, Basel 2007.
- OERTLE, MATTHIAS/DU PASQUIER, SHELBY R., Kommentierung: Art. 683-688, 784-791 OR, Art. 4-6 SchlT, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht II, Art. 530-1186 OR, 3. Auflage, Basel u.a. 2008.
- OFTINGER, KARL/BÄR, ROLF, Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar), Band IV: Das Sachenrecht, Abteilung 2/c: Das Fahrnispfand (Art. 884-918, mit ergänzender Darstellung der im Gesetz nicht geordneten Arten dinglicher Sicherung mittels Fahrnis), Zürich 1981.
- PESTALOZZI, CHRISTOPH M./HETTICH, PETER, Kommentierung: Art. 543, 544, 562-573, 602-618 OR, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht II, Art. 530-1186 OR, 3. Auflage, Basel u.a. 2008.
- PESTALOZZI-HENGGELER, REGULA, Die Namenaktie und ihre Vinkulierung, Diss. Zürich 1948.
- PORTMANN, WOLFGANG, Wesen und System der subjektiven Privatrechte, Zürich 1996.
- RECHSTEINER, CHRISTOPH/SIGRIST, JONAS, Das Kapitaleinlageprinzip der USTR II. Unklarheiten in der Praxis klären und vorbeugend handeln, in: ST 2008, S. 783-788.
- REETZ, PETER/GRABER, MICHAEL, Kommentierung: Art. 884-894, 899-918 ZGB, in: Marc Amstutz u.a. (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Zürich u.a. 2007.
- REHBERG, JÖRG/SCHMID, NIKLAUS/DONATSCH, ANDREAS, Strafrecht III. Delikte gegen den Einzelnen, 8. Auflage, Zürich u.a. 2003.
- REY, HEINZ, Die Grundlagen des Sachenrechts und das Eigentum. Grundriss des schweizerischen Sachenrechts. Band I, 3. Auflage, Bern 2007.
- ROSAT, CHRISTOPHE, Der Anlageschaden, Diss. Bern 2009.
- RÖTTGER, ROBERT, Die Kernbereichslehre im Recht der Personenhandelsgesellschaften (Diss. Hamburg 1989), Heidelberg 1989.

- SCHAAD, HANS-PETER, Kommentierung: Art. 689-689e OR, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht II, Art. 530-1186 OR, 3. Auflage, Basel u.a. 2008.
- SCHMID, CHRISTOPH, Kommentierung: Art. 675-688 OR, in: Marc Amstutz u.a. (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Zürich u.a. 2007.
- SCHMID, JÖRG/HÜRLIMANN-KAUP, BETTINA, Sachenrecht, 3. Auflage, Zürich u.a. 2009.
- SCHMIDT, KARSTEN, Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, Köln u.a. 2002.
- Offene Stellvertretung. Der „Offenkundigkeitsgrundsatz“ als Teil der allgemeinen Rechtsgeschäftslehre, in: JuS 1987, S. 425-433.
- SCHRELL, THOMAS K./KIRCHNER, ANDREAS, Akquisitionsfinanzierung mit Hilfe eines Vertreters ohne Vertretungsmacht. Der unbekannt Vertretene bei der Sicherheitenbestellung, in: ZBB 2002, S. 230-232.
- SCHWENZER, INGEBORG, Schweizerisches Obligationenrecht. Allgemeiner Teil, 5. Auflage, Bern 2009.
- Kommentierung: Art. 11-17, 23-31 OR, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht I, Art. 1-529 OR, 4. Auflage, Basel u.a. 2007.
- SCHWERI, RENÉ, Die Verpfändung von Namenaktien, Diss. Bern 1973.
- SEELMANN, KURT, Strafrecht. Allgemeiner Teil, 4. Auflage, Basel 2009.
- STARK, EMIL W., Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Berner Kommentar), Band IV: Das Sachenrecht, 3. Abteilung: Besitz und Grundbuch, 1. Teilband: Der Besitz (Art. 919-941 ZGB), 2. Auflage, Bern 1984.
- STEINER, CHRISTOPH/BÜCHI, RAFFAEL, vom Wertrecht zur Bucheffekte – Kristallisation aus dem Nichts?, in: GesKR 2007, S. 73-78.
- STRATENWERTH, GÜNTER/JENNY, GUIDO, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I: Straftaten gegen Individualinteressen, 6. Auflage, Bern 2008.
- TRECHSEL, STEFAN, Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937. Kurzkomentar, 2. Auflage, Zürich 1997.
- TRUFFER, ROLAND, Kommentierung: Art. 25, 26 FusG, in: Rolf Watter u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Fusionsgesetz (Basler Kommentar), 1. Auflage, Basel u.a. 2005.
- TSCHÄNI, RUDOLF/PAPA, ROBERTA, Kommentierung: Art. 3, 7, 8, 22 FusG; Art. 181 Abs. 2 und 4 OR in: Rolf Watter u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Fusionsgesetz (Basler Kommentar), 1. Auflage, Basel u.a. 2005.
- VIOLAND, GEORGES, Die Stellvertretung ohne Ermächtigung (Art. 38 und 39 OR) (Diss. St. Gallen 1987), Bern 1988.
- VOEGELI, PAUL, Der gutgläubige Erwerb von Wertpapieren. Unter besonderer Berücksichtigung kriegsbedingter Erscheinungen im Wertpapierhandel, Diss. Zürich 1951.

- VON BÜREN, ROLAND/LÜTHI, BENDICHT, Sicherung von Krediten Dritter im Konzern, in: Susan Emmenegger (Hrsg.), Schweizerische Bankrechtstagung 2008, Kreditsicherheiten, Basel 2008, S. 55-107.
- VON DER CRONE, HANS CASPAR/BILEK, EVA, Aktienrechtliche Querbezüge zum geplanten Bucheffektengesetz (BEG), in: SZW 2008, S. 193-207.
- VON DER CRONE, HANS CASPAR/GERSBACH, ANDREAS/KESSLER, FRANZ J./DIETRICH, MARTIN/BERLINGER, KATJA, Das Fusionsgesetz, 1. Auflage, Zürich 2004.
- VON SALIS-LÜTOLF, ULYSSES, Private Equity Finanzierungsverträge. Funktion, Recht, Steuern, Zürich u.a. 2002.
- VON TUHR, ANDREAS, Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts. Erster Band mit den Registern zu beiden Bänden, 3. Auflage, Zürich 1979.
- Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts (I. Halbband), Tübingen 1925.
- WATTER, ROLF, Kommentierung: Art. 32-40, 485-465 OR, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht I, Art. 1-529 OR, 4. Auflage, Basel u.a. 2007.
- WIEDEMANN, HERBERT, Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften, München u.a. 1965.
- WIEGAND, WOLFGANG, Kommentierung: Art. 18, Art. 97-109, Art. 119 OR, in: Heinrich Honsell u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar), Obligationenrecht I, Art. 1-529 OR, 4. Auflage, Basel u.a. 2007.
- Eigentumsvorbehalt, Sicherungsübereignung und Fahrnispfand, in: Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Mobiliarsicherheiten: Sicherungszession und –übereignung, Pfandrechte und Eigentumsvorbehalt aus privat- und verfahrensrechtlicher Sicht, Berner Bankrechtstag 1998, Bern 1998, S. 75-135.
  - Akzessorietät und Spezialität. Zum Verhältnis zwischen Forderung und Sicherungsgegenstand, in: Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Probleme der Kreditsicherung, Berner Tage für die juristische Praxis 1981, Bern 1982, S. 35-59.
- WIESER, CHARLOTTE, Gutgläubiger Fahrniswerb und Besitzesrechtsklage. Unter besonderer Berücksichtigung der Rückforderung „entarteter“ Kunstgegenstände, Diss. Basel 2004.
- WILLER, RALF, Die *parallel debt* als Sicherheitsträger, in: AcP 2009, S. 807-839.
- WOLF, STEPHAN, Erb- und (immobiliarsachenrechtliche Aspekte der einfachen Gesellschaft, insbesondere im Zusammenhang mit personellen Wechseln im Bestand der Gesellschafter, in: Stephan Wolf (Hrsg.), Güter- und erbrechtliche Fragen zur einfachen Gesellschaft und zum bäuerlichen Bodenrecht, Institut für Notariatsrecht und notarielle Praxis (INR) Band I, Bern 2005, S. 47-97.
- Grundfragen der Auflösung der Erbengemeinschaft mit besonderer Berücksichtigung der rechtsgeschäftlichen Aufhebungsmöglichkeiten, Bern 2004.

- ZÄCH, ROGER, Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Berner Kommentar), Band VI: Das Obligationenrecht, 1. Abteilung: Allgemeine Bestimmungen, 2. Teilband: Stellvertretung, 2. Unterteilband: Kommentar zu Art. 32-40 OR, Bern 1990.
- ZINDEL, GAUDENZ, Bezugsrechte in der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 1984.
- ZOBL, DIETER, Kommentierung: Art. 17 BankG, in: Beat Kleiner u.a. (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 sowie zu der Verordnung vom 17. Mai 1972 (V) und der Vollziehungsverordnung vom 30. August 1961 (VV), Zürich, Loseblatt (2009).
- Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Berner Kommentar), Band IV: Das Sachenrecht, 2. Abteilung: Die beschränkten dinglichen Rechte, 5. Teilband: Das Fahrnispfand, 2. Unterteilband: Art. 888-906 ZGB mit kurzem Überblick über das Versatzpfand (Art. 907-915 ZGB), Bern 1996.
  - Zur Verpfändung vinkulierter Namenaktien nach neuem Aktienrecht, SZW 1994, S. 162-168.
  - Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Berner Kommentar), Band IV: Das Sachenrecht, 2. Abteilung: Die beschränkten dinglichen Rechte, 5. Teilband: Das Fahrnispfand, 1. Unterteilband: Systematischer Teil und Art. 884-887 ZGB, 2. Auflage, Bern 1982.

---

## MATERIALIENVERZEICHNIS

SCHWEIZERISCHER BUNDESRAT, Botschaft zum Bucheffektengesetz und zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. November 2006, BBl 2006 9315 ff.

SCHWEIZERISCHER BUNDESRAT, Botschaft über die Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches und des Militärstrafgesetzes (Strafbare Handlungen gegen das Vermögen und Urkundenfälschung) sowie betreffend die Änderung des Bundesgesetzes über die wirtschaftliche Landesversorgung (Strafbestimmungen) vom 24. April 1991, BBl 1991 II 969 ff.

SCHWEIZERISCHER BUNDESRAT, Botschaft zu einem Gesetzesentwurf enthaltend das schweizerische Strafgesetzbuch vom 23. Juli 1918, BBl 1918 IV 1 ff.



---

## EINLEITUNG

Das Pfandrecht an Aktien ist ein bedeutendes Instrument zur Besicherung von Krediten. Es dient dem Kreditinstitut beispielsweise als Sicherheit bei fremdfinanzierten Unternehmensakquisitionen, indem die Aktien der Zielgesellschaft oder die Aktien der mit dem Kreditnehmer verbundenen Gruppengesellschaften verpfändet werden<sup>1</sup>. Aber nicht nur bei Finanzierungstransaktionen, sondern auch im operativen Geschäft ist das Pfandrecht an Aktien von Bedeutung. In dieser Konstellation dient das Pfandrecht dem Kreditinstitut beispielsweise als Sicherheit für die Gewährung von Betriebskrediten, indem die Gesellschafter die Aktien der kreditnehmenden Gesellschaft verpfänden<sup>2</sup>.

Vor diesem rechtspraktischen Hintergrund will die vorliegende Arbeit ausgewählte dogmatische und praktische Aspekte des Pfandrechts an Aktien vertiefen.

### I. Untersuchungsgegenstand

Untersucht wird das *vertragliche (reguläre) Pfandrecht*<sup>3</sup> unter *schweizerischem Recht*.

Der Untersuchungsgegenstand erstreckt sich auf Aktien unabhängig von deren Ausgestaltungsform. Bei den verpfändeten Aktien kann es sich somit um solche in der *Form von Wertpapieren*<sup>4</sup>, *Wertrechten*<sup>5</sup> oder *Bucheffekten*<sup>6</sup> handeln<sup>7</sup>. Sofern es sich bei

---

<sup>1</sup> Vgl. APFELBAUM, Mitgliedschaft, 19; MITTENDORFER, Akquisitionsfinanzierung, 204.

<sup>2</sup> Vgl. APFELBAUM, Mitgliedschaft, 19.

<sup>3</sup> Nicht Gegenstand der Untersuchung ist demnach das Pfandrecht aufgrund einer Verfügung von Todes wegen, welches nebst dem vertraglichen Pfandrecht ebenfalls den rechtsgeschäftlichen Pfandrechten zuzuordnen ist. Ebenfalls nicht vom Untersuchungsgegenstand erfasst ist das gesetzliche und behördliche Pfandrecht. Siehe zu dieser Einteilung BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 450 ff. Die Untersuchung befasst sich sodann nicht mit dem irregulären Pfandrecht, siehe dazu etwa BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 1106 ff.

<sup>4</sup> Art. 965 OR (Begriff des Wertpapiers).

<sup>5</sup> Art. 973c OR (Begriff des Wertrechts).

<sup>6</sup> Art. 3 BEG (Begriff der Bucheffekte).

<sup>7</sup> Damit unterscheidet sich die Abhandlung von anderen veröffentlichten Dissertationen zum Thema Pfandrecht an Aktien unter schweizerischem Recht: Die Arbeiten von KRUMMENACHER (1999) und BRUNNER (1996, vgl. daselbst § 8) behandeln ausschliesslich das Pfandrecht an Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck bzw. das Pfandrecht an Wertrechten. Die Dissertation von SCHWERI (1973) fokussiert auf das Pfandrecht an Namenaktien in der Form von Wertpapieren. Die Doktorarbeit von GLETTIG (1953) befasst sich mit Aktien in der Form von Wertpapieren (daselbst §§ 13-17). Das Pfandrecht an Bucheffekten wurde in Monografien, soweit ersichtlich, bisher noch nicht untersucht.



den verpfändeten Aktien um solche in der Form von Wertpapieren handelt, wird von deren Einzelverurkundung ausgegangen<sup>8</sup>.

Durch den Einbezug von Bucheffekten in den Untersuchungsgegenstand ist auch gesagt, dass die Abhandlung nicht nur die *nicht mediatisierte Aktienverwahrung*, sondern die *mediatisierte Aktienverwahrung* miteinbezieht. Unter „mediatisierter Aktienverwahrung“ ist in vorliegendem Zusammenhang jede Verwahrung von Aktien in der Form von Wertpapieren oder Wertrechten zu verstehen, die geeignet ist, Bucheffekten entstehen zu lassen. Liegen Wertpapiere vor, so ist hierfür die Hinterlegung derselben bei einer Verwahrungsstelle<sup>9</sup> zwecks Sammelverwahrung<sup>10</sup> und anschließender Gutschrift in Effektenkonten<sup>11</sup> erforderlich<sup>12</sup>. Im Falle von Wertrechten bedarf die Entstehung von Bucheffekten einer Eintragung derselben im Hauptregister der Verwahrungsstelle sowie der entsprechenden kontenmässigen Gutschrift<sup>13</sup>. Entsprechend bedeutet „nicht mediatisierte Aktienverwahrung“ jede Verwahrung der (verpfändeten) Aktien, die nicht geeignet ist, Bucheffekten entstehen zu lassen.

Die vorliegende Arbeit untersucht das Pfandrecht an *nicht börsenkotierten Aktien*. Bei den verpfändeten Aktien kann es sich somit um Aktien von Gesellschaften in privater Hand oder aber um Aktien von nicht börsenkotierten Publikumsgesellschaften handeln<sup>14</sup>.

## II. Zielsetzung

Diese Arbeit will einen Beitrag leisten zur Beantwortung von grundlegenden Fragen, die sich im Zusammenhang mit dem Pfandrecht an Aktien stellen. Insbesondere sollen Antworten auf folgende Fragen gefunden werden:

- Fragen zur Dogmatik: Wie ordnet sich das Pfandrecht an Aktien in den jeweiligen Ausgestaltungsformen im System des Sachenrechts ein? Welche Erkenntnisse lassen sich daraus für die Normierung des Pfandrechts an Aktien ableiten? Wie ist der Pfandgegenstand zu umschreiben?

---

<sup>8</sup> Nicht Gegenstand der Untersuchung sind demnach Aktien in der Form von Globalurkunden. Zum Begriff der Globalurkunden siehe etwa BRUNNER, Wertrechte, 38 ff.

<sup>9</sup> Art. 4 BEG.

<sup>10</sup> Art. 973a OR.

<sup>11</sup> In der Bankpraxis wird das „Effektenkonto“ häufig auch als Depot oder Depotkonto bezeichnet, BOTSCHAFT BEG, 9343.

<sup>12</sup> Art. 6 Abs. 1 lit. a BEG.

<sup>13</sup> Art. 6 Abs. 1 lit. c BEG.

<sup>14</sup> Publikumsgesellschaften zeichnen sich durch ein breites Aktionariat aus und stellen damit einen Gegenpol zu den privaten Aktiengesellschaften dar, denen eine entsprechende Öffentlichkeit abgeht. Zwar sind Publikumsgesellschaften häufig an einer Börse kotiert, dies ist indessen nicht zwingend der Fall, siehe MARTI, Aktienemission, 10 f.

- Fragen zur Errichtungsphase: Welches sind die gesetzlichen Anforderungen an die rechtsgültige Errichtung des Pfandrechts an nicht mediatisierten Aktien einerseits und an mediatisierten Aktien andererseits?
- Fragen zur Bestandesphase: Wie ist der gesetzliche Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers bei Generalversammlungsbeschlüssen zu beurteilen? Wie kann dieser Schutz vertraglich optimiert werden?
- Fragen zur Übertragungsphase: Wie gestaltet sich die Rechtsstellung des Pfandgläubigers in seiner Eigenschaft als Neukonsorte bei Konsortialdarlehen, die mittels Pfandrechts an Aktien besichert werden? Tragen die in der Praxis verwendeten Vertragskonzepte (*Future-Pledgee*-, *Parallel-Debt*- und *Joint-Creditor-Konzept*) seinen Interessen hinreichend Rechnung, und sind diese Modelle mit schweizerischem Recht vereinbar?

### III. Aufbau der Untersuchung

Ausgehend von der unter Ziff. II dargelegten Zielsetzung ergibt sich folgender Aufbau der Untersuchung:

- Der *erste Teil* gibt eine dogmatische Sicht auf das Pfandrecht an Aktien: Nach einer Einführung in die Rechtssystematik des Fahrnispfandrechts (§ 1) wird der Pfandgegenstand analysiert (§ 2). Dieser Teil beantwortet unter „Ergebnisse“ die *Fragen zur Dogmatik*.
- Der *zweite Teil* widmet sich der Errichtungsphase des Pfandrechts an Aktien: Während in § 3 die Errichtung des Pfandrechts an nicht mediatisierten Aktien betrachtet wird, ist Gegenstand von § 4 die Errichtung des Pfandrechts an mediatisierten Aktien. Dieser Teil beantwortet unter „Ergebnisse“ die *Fragen zur Errichtungsphase*.
- Der *dritte Teil* handelt von der Bestandesphase des Pfandrechts an Aktien. Die §§ 5-7 untersuchen die Risiken und den gesetzlichen Schutz des Pfandgläubigers bei Kapitalerhöhungen, -herabsetzungen und bei Fusionen. In § 8 werden Vertragsgestaltungsmöglichkeiten im Interesse des Pfandgläubigers diskutiert. Dieser Teil beantwortet unter „Ergebnisse“ die *Fragen zur Bestandesphase*.
- Der *vierte Teil* handelt von der Übertragung des Pfandrechts an Aktien: § 9 diskutiert einerseits die Rechtsstellung des Pfandgläubigers in seiner Eigenschaft als Neukonsorte bei Konsortialkrediten. Andererseits werden Vertragsgestaltungsmöglichkeiten aufgezeigt, die seiner Interessenlage Rechnung tragen. Dieser Teil beantwortet unter „Ergebnisse“ die *Fragen zur Übertragungsphase*.
- Die Untersuchung schliesst mit der *Schlussfolgerung*.



---

## ERSTER TEIL: DOGMATISCHE GRUNDLAGEN

Dieser erste Teil behandelt dogmatische Fragen rund um das Aktienpfand. Der Praktiker mag es bevorzugen, diesen Abschnitt zu überspringen und sich in den nächsten Teilen der Untersuchung jeweils direkt auf die Erkenntnisse aus diesem ersten Teil verweisen zu lassen.

§ 1 befasst sich mit der Einordnung des Aktienpfandrechts im System des Sachenrechts und mit dem Normierungssystem des Pfandrechts an Aktien. Dabei wird auch in die auf das Pfandrecht an Aktien anwendbaren Prinzipien eingeführt, soweit diese für die weiteren Ausführungen dienlich sind. Schliesslich wird in § 2 der Pfandgegenstand untersucht.

Es ist Ziel dieses ersten Teils, folgende Fragen zu beantworten: *Wie ordnet sich das Pfandrecht an Aktien in den jeweiligen Ausgestaltungsformen im System des Sachenrechts ein? Welche Erkenntnisse lassen sich daraus für die Normierung des Pfandrechts an Aktien ableiten? Wie ist der Pfandgegenstand zu umschreiben?*

## § 1 Pfandrecht und Rechtssystematik

### I. Das Pfandrecht an Aktien im System des Sachenrechts

#### 1. Pfandrecht als beschränktes dingliches Recht

Dingliche Rechte unterteilen sich einerseits in beschränkte dingliche Rechte, andererseits in das Eigentum i.S.v. Art. 641 ZGB als das dingliche Vollrecht. Im Gegensatz zum Eigentum vermitteln die beschränkten dinglichen Rechte dem Berechtigten die Herrschaft über die Sache nur in beschränkter Hinsicht, nämlich entweder bezüglich der Nutzung der Sache oder bezüglich deren Verwertung.

Pfandrechte sind beschränkte dingliche Rechte, die dem Berechtigten ein Teilherrschaftsrecht hinsichtlich der Verwertung vermitteln<sup>15</sup>.

#### 2. Kategorien des Pfandrechts und Zuordnung des Pfandrechts an Aktien

##### a) Kategorien des Pfandrechts

Abhängig vom Pfandgegenstand werden zwei Kategorien des Pfandrechts unterschieden, nämlich einerseits das Grundpfandrecht<sup>16</sup> und andererseits das Fahrnispfandrecht<sup>17</sup>. Während Pfandgegenstand bei Grundpfandrechten Grundstücke<sup>18</sup> bilden, ist Pfandobjekt beim Fahrnispfandrecht Fahrnis im weitesten Sinn. Der Begriff „Fahrnis“ ist im pfandrechtlichen Kontext weiter gefasst als derjenige von Art. 713 ZGB: In der Terminologie des ZGB ist jedes Pfandrecht, das nicht ein Grundpfandrecht darstellt, ein Fahrnispfandrecht<sup>19</sup>.

##### b) Zuordnung des Pfandrechts an Aktien

###### aa) Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten

Werden Wertpapiere und Wertrechte verpfändet, so handelt es sich dabei um ein Rechtspfandrecht i.S.v. Art. 899 ff. ZGB.

Mit Bezug auf Wertpapiere lässt sich diese Zuordnung ohne Weiteres aus der systematischen Einordnung von Art. 901 ZGB in die Kategorie der Rechtspfandrechte herleiten. Mit Bezug auf die Wertrechte ergibt sich die Zuordnung aus Art. 973c Abs. 4 OR: Gemäss dieser Bestimmung richtet sich die Verpfändung von Wertrechten nach den Vorschriften über das Rechtspfandrecht.

---

<sup>15</sup> Siehe etwa SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 32 f. und N 38.

<sup>16</sup> Art. 793 ff. ZGB.

<sup>17</sup> Art. 884 ff. ZGB.

<sup>18</sup> Art. 655 Abs. 2 ZGB (Grundstücksbegriff); vgl. auch Art. 943 Abs. 1 ZGB.

<sup>19</sup> SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 1866; ZK-OFTINGER/BÄR, Systematischer Teil, N 9.

bb) *Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten*

(1) Möglichkeit der Errichtung eines Pfandrechts an Bucheffekten

Bevor der Frage nach der Zuordnung des Pfandrechts an Bucheffekten nachgegangen werden kann, ist zu prüfen, ob bei Aktien in der Form von Bucheffekten überhaupt ein Pfandrecht errichtet werden kann. Das BEG spricht nämlich nur von „Sicherheiten“<sup>20</sup>, verwendet indessen den Begriff „Pfandrecht“ nicht.

In der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz wird festgehalten, dass das BEG „den Begriff der Sicherheit in einem funktionalen Sinne, also unter Einschluss sowohl von Pfandrechten als auch von Vollrechtsübertragungen für Sicherungszwecke [verwendet]“<sup>21</sup>. Ein Teil der Lehre schliesst daraus, dass Pfandrechte an Bucheffekten nicht existieren, sondern dass es sich bei den Sicherheiten nach dem BEG um besondere Sicherheiten handelt<sup>22</sup>. Diese Ansicht ist abzulehnen. Es ist davon auszugehen, dass das Bucheffektengesetz keine materielle Neuerung der Sicherungsrechte vorsieht, sondern die bestehenden Sicherungsrechte und damit insbesondere auch das Pfandrecht übernimmt<sup>23</sup>. Mit Bezug auf das Pfandrecht ergibt sich dies direkt aus dem Wortlaut von Art. 901 Abs. 3 ZGB, wonach sich die „Verpfändung von Bucheffekten“ ausschliesslich nach dem Bucheffektengesetz zu richten hat. Auch aus der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz kann bei den Erläuterungen zu dieser Bestimmung nicht entnommen werden, dass es sich beim Pfandrecht an den Bucheffekten nicht um ein Pfandrecht im herkömmlichen Sinne handeln würde<sup>24</sup>.

(2) Zuordnung des Pfandrechts an Bucheffekten

Fraglich ist sodann, ob es sich beim Pfandrecht an Bucheffekten um ein Fahrnispfandrecht handelt. Anders formuliert: Handelt es sich bei Bucheffekten um Fahrnis?

Einerseits sind Bucheffekten mehr als einfache schuldrechtliche Forderungen. Andererseits sind ihnen sämtliche Merkmale eines Wertpapiers inhärent, ohne eine körperliche Dimension zu haben und sich als Sache im Sinne der Privatrechtsordnung zu qualifizieren. Ausgehend davon bezeichnet die BOTSCHAFT zum Bucheffek-

---

<sup>20</sup> Siehe etwa Art. 25 f. BEG.

<sup>21</sup> BOTSCHAFT BEG, 9370.

<sup>22</sup> DALLA TORRE (ET AL.), recht 2010, 16; DALLA TORRE/GERMANN, GesKR, 578; BÄRTSCHL, AJP 2009, 1079. Ähnlich wohl auch LANZ, Aktientransfers nach BEG, 208: „Dieses [BEG] basiert auf einem funktionalen Ansatz und unterscheidet nicht zwischen Pfandrechten und Sicherungsübereignungen oder -zessionen (...)“.

<sup>23</sup> Gl.A. EGGEN, SZW 2009, 124; HESS/STÖCKLI, SJZ 2010, 155; HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 116, insb. FN 159. Vgl. auch FOËX, Titres intermédiés, 92 f.: „En définitive, par, sûreté’ au sens des articles 25 et 26 LTI, il faut à mon sens comprendre les «sûretés réelles conventionnelles», à savoir le gage (ordinaire ou irrégulier) constitué volontairement et le transfert de titularité aux fins de garantie“.

<sup>24</sup> BOTSCHAFT BEG, 9386.

tengesetz Bucheffekten als Vermögensobjekte *sui generis*<sup>25</sup>. Es spricht nun nichts dagegen, das Pfandrecht an Bucheffekten als Fahrnispfandrecht zu qualifizieren<sup>26</sup>. Wie dargelegt wurde, entspricht der Begriff „Fahrnis“ im pfandrechtlichen Sinn nämlich nicht dem Fahrnisbegriff von Art. 713 ZGB. Fahrnis in Bezug auf Pfandrechte ist vielmehr umfassend zu verstehen, nämlich in dem Sinne, dass jedes Pfandrecht, das nicht Grundpfandrecht ist, der Kategorie der Fahrnispfandrechte zugeordnet werden kann<sup>27</sup>. Ein derart weiter Fahrnisbegriff aber vermag auch Bucheffekten in ihrer Eigenschaft als Vermögensobjekte *sui generis* zu umfassen.

Handelt es sich beim Pfandrecht an Bucheffekten um ein Fahrnispfandrecht, so bleibt die Frage nach der Zuordnung der Bucheffekten innerhalb dieser Pfandrechtsart zu klären. Fahrnispfandrechte werden in vier Unterkategorien unterteilt, nämlich in das Faustpfand und das Retentionsrecht<sup>28</sup>, das Pfandrecht an Forderungen und andern Rechten (sog. Rechtspfandrecht)<sup>29</sup>, das Versatzpfand<sup>30</sup> und in den in einem separaten Erlass geregelten Pfandbrief<sup>31</sup>. Ausgehend davon ist zu prüfen, ob es sich bei den Bucheffekten um ein Rechtspfandrecht handelt oder aber um eine weitere, fünfte Unterkategorie von Fahrnispfandrechten.

Für die Zuordnung zur Unterkategorie der Rechtspfandrechte spricht *prima vista* der Wortlaut und die Rechtssystematik von Art. 901 Abs. 3 ZGB: Diese Bestimmung ist unter dem Rechtspfandrecht eingeordnet und besagt, dass sich die Verpfändung, d.h. die Errichtung des Pfandrechts, nach den Bestimmungen des BEG zu richten hat<sup>32</sup>. Würde dem Wortlaut und der systematischen Ordnung dieser Bestimmung gefolgt, so müsste in der Konsequenz Folgendes gelten: Für Fragen im Zusammenhang

---

<sup>25</sup> Zur Qualifizierung der Bucheffekten als Vermögensobjekte *sui generis* BOTSCHAFT BEG, 9339, 9345.

<sup>26</sup> Vgl. EIGENMANN, Réalisation des sûretés, 128: „Les sûretés sur les titres intermédiaires s'apparentent néanmoins *mutatis mutandis* aux sûretés mobilières“.

<sup>27</sup> Siehe S. 6 (Kategorien des Pfandrechts).

<sup>28</sup> Art. 884 - 898 ZGB.

<sup>29</sup> Art. 899 - 906 ZGB. Beim Pfandrecht an Forderungen und andern Rechten ist Pfandgegenstand entweder eine Forderung oder ein anderes Recht, wobei es sich bei den „andern Rechten“ um den Oberbegriff, bei den „Forderungen“ um den Unterbegriff handelt. Es wird aus diesem Grunde kurz auch von „Rechtspfandrecht“ gesprochen. Die vorbehaltlose Qualifizierung des Rechtspfandrechts als beschränktes dingliches Recht ist in der Lehre umstritten. In der wissenschaftlichen Diskussion wird das Pfandrecht an Forderungen und anderen Rechten insbesondere auch als absolutes, indessen dem beschränkten dinglichen Recht nur verwandtes Recht qualifiziert. Zur wissenschaftlichen Diskussion siehe BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 153 b, und WIEGAND, Fahrnispfand, 109. Die diesbezügliche Diskussion ist indessen von „theoretischer Art und ohne praktische Bedeutung“, so BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 153 a.

<sup>30</sup> Art. 907 - 915 ZGB.

<sup>31</sup> Pfandbriefgesetz (PfbG) vom 25. Juni 1930: SR 211.423.4.

<sup>32</sup> Art. 901 Abs. 3 ZGB hat folgenden Wortlaut: „Die Verpfändung von Bucheffekten richtet sich ausschliesslich nach dem Bucheffektengesetz vom 3. Oktober 2008“.

mit der Errichtung des Pfandrechts an Bucheffekten ist auf das BEG zurückzugreifen. Für Fragen ausserhalb der Errichtung des Pfandrechts an Bucheffekten ist primär auf die Normierung des Rechtspfandrechts bzw. subsidiär auf das Faustpfandrecht<sup>33</sup> zurückzugreifen. Einem solchen Verständnis aber ist entgegenzuhalten, dass das BEG nebst der Errichtung des Pfandrechts auch zahlreiche andere Fragen im Zusammenhang mit dem Pfandrecht regelt, die weit über dessen Errichtung hinausgehen<sup>34</sup>. Dass auch diese über die Errichtung hinauszielenden Normen auf das Pfandrecht an Bucheffekten zur Anwendung gelangen sollen, steht ausser Zweifel<sup>35</sup>. Wortlaut und Rechtssystematik von Art. 901 Abs. 3 ZGB lassen demnach keinen Rückschluss auf die Zuordnung des Pfandrechts an Bucheffekten zur Unterkategorie der Rechtspfandrechte zu.

Gegen eine Zuordnung des Pfandrechts an Bucheffekten zu den Rechtspfandrechten spricht der Wille des Gesetzgebers, wonach bei Gesetzeslücken „die Lösung unter Beachtung des in Artikel 1 [BEG] festgelegten Regelungszwecks aus der Systematik des Gesetzes heraus zu suchen [ist], [und] nicht durch Rückgriff auf das Sachenrecht des ZGB (...) oder das Schuldrecht des OR (...)“<sup>36</sup>. Würde das Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten dem Rechtspfandrecht zugeordnet, so müsste bei Lücken im BEG, entgegen der Intention des Gesetzgebers, auf die Regulierung des Rechtspfandrechts bzw. subsidiär des Faustpfandrechts zurückgegriffen werden.

Viel eher entspricht es dem Willen des Gesetzgebers, das Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten als eine neue, fünfte Unterkategorie von Fahrnispfandrechten aufzufassen. Dies erlaubt einerseits eine umfassende Anwendung des BEG und damit eine Anwendung der Normen dieses Erlasses über die Errichtung des Pfandrechts hinaus. Andererseits wird bei einem solchen Verständnis sichergestellt, dass bei Gesetzeslücken innerhalb des BEG die Regeln des Rechtspfandrechts bzw. subsidiär des Faustpfandrechts *nicht direkt* zur Anwendung gelangen<sup>37</sup>.

### 3. Zwischenergebnis

Das Pfandrecht an Aktien ist der Kategorie der Fahrnispfandrechte zuzuordnen. Dies gilt unabhängig davon, ob es sich bei den Aktien um solche in der Form von Wertpapieren, Wertrechten oder Bucheffekten handelt.

---

<sup>33</sup> Aufgrund Art. 899 Abs. 2 ZGB.

<sup>34</sup> So etwa die Verwertung der Sicherheit (Art. 31 f. BEG), die Wirkungen gegenüber Dritten (Art. 29 BEG) oder die Rangfolge (Art. 30 BEG).

<sup>35</sup> Dies lässt sich aus Art. 1 BEG ableiten: Demnach regelt das Gesetz die (gesamte) Verwahrung und Übertragung von mediatisierten Wertpapieren und Wertrechten.

<sup>36</sup> BOTSCHAFT BEG, 9342.

<sup>37</sup> Zur Frage, ob bei Regelungslücken im BEG diese Bestimmungen *per analogiam* hinzuzuziehen sind, siehe S. 10 (Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten).



Das Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten ist der Unterkategorie des Rechtspfandrechts zuzuordnen. Anders das Pfandrecht an Bucheffekten: Mit der Inkraftsetzung des BEG wurde eine neue Unterkategorie von Fahrnispfandrechten geschaffen, nämlich das Pfandrecht an Bucheffekten.

## II. Normierung des Pfandrechts an Aktien

### 1. Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren oder Wertrechten

Handelt es sich bei den verpfändeten Aktien um Wertpapiere oder Wertrechte, so kommen primär die Bestimmungen des Rechtspfandrechts, nämlich Art. 899 - 906 ZGB zur Anwendung. Subsidiär, gestützt auf Art. 899 Abs. 2 ZGB, greifen die Bestimmungen des Faustpfandrechts, nämlich Art. 884 - 894 ZGB.

Da das Grundpfandrecht eine viel umfassendere Regelung als das Fahrnispfandrecht erfahren hat, kann sich im Einzelfall die Frage stellen, ob die grundpfandrechtlichen Normen auch auf das Rechtspfandrecht (analog) anwendbar sind. Dies ist immer dann zu bejahen, wenn die Gleichheit der Interessenlage und die Ähnlichkeit der rechtlichen Struktur die vom Gesetz für das Grundpfandrecht getroffene Lösung als angemessen erscheinen lassen<sup>38</sup>.

### 2. Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten

Die Frage nach den anwendbaren gesetzlichen Bestimmungen auf das Pfandrecht an Bucheffekten lässt sich aus Art. 901 Abs. 3 ZGB herleiten. Demnach richtet sich die Errichtung des Pfandrechts an Bucheffekten „ausschliesslich nach dem Bucheffektengesetz“. Darüber hinausgehend hält die BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz fest, dass bei der Füllung von Gesetzeslücken die Lösung aus dem in Art. 1 BEG festgelegten Regelungszweck und aus der Systematik des Gesetzes heraus zu suchen ist und nicht durch Rückgriff auf das Sachenrecht des ZGB oder auf das Schuldrecht des OR<sup>39</sup>.

Damit ist allein gesagt, dass den Normen des BEG gesamthaft Vorrang gegenüber denjenigen des ZGB oder des OR zukommt. Dass ein Rückgriff auf schuld- bzw. sachenrechtliche Instrumente grundsätzlich ausgeschlossen sein soll, lässt sich dem BEG, entgegen der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz, nicht entnehmen und könnte daher im Einzelfall mit Art. 1 ZGB kollidieren<sup>40</sup>. Die Folgerung darf allein sein, dass

---

<sup>38</sup> Siehe BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 334 ff.; ZK-OFTINGER/BÄR, Systematischer Teil, N 28 f. (je mit einer eingehenden Aufzählung von analog anwendbaren Normen). Ferner BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 13.

<sup>39</sup> BOTSCHAFT BEG, 9342.

<sup>40</sup> Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang insbesondere darauf, dass das BEG selbst einen Rückgriff auf die Bestimmungen des OR vornimmt, indem es gemäss Art. 30 Abs. 3 BEG eine Übertragung von Bucheffekten mittels Zession zulässt.

ein *direkter* Rückgriff auf die Normen des ZGB bzw. des OR nicht in Frage kommt. Ein Rückgriff auf die Bestimmungen des OR oder des ZGB *per analogiam* im Falle einer Regelungslücke im BEG drängt sich aber immer dann auf, wenn sich dies aus dem Regelungszweck oder aus der Systematik des BEG ergibt<sup>41</sup>.

### III. Prinzipien des Fahrnispfandrechts

#### 1. Kategorisierung der Prinzipien und Folgerung für das Pfandrecht an Aktien

Das Fahrnispfandrecht basiert auf zahlreichen Strukturprinzipien, die durch Lehre und Rechtsprechung mittels Abstraktion unterschiedlicher sachenrechtlicher Institute und Vorschriften geschaffen worden sind<sup>42</sup>. Zu unterscheiden sind dabei zwei Kategorien<sup>43</sup>:

Eine erste Kategorie umfasst Prinzipien, die sich direkt aus dem Pfandrechtsbegriff ergeben. Sie bilden dessen „juristisches Signalement“<sup>44</sup>. Es handelt sich um die *begriffsnotwendigen* Prinzipien. Diese Grundsätze sind indessen kein bindendes Dogma: Der Gesetzgeber ist immer dann frei, von ihnen abzuweichen, wo entsprechende, legitime Bedürfnisse bestehen. Auch der Richter muss von diesen zwingenden Axiomen ausgehen, „behält sich aber, wenn das Gesetz ihn nicht von vornherein bindet, die kritische Wertung der durch sie zu gewinnenden Ergebnisse vor, um, wo nötig, ebenfalls eine sich vom Grundsatz entfernende und ihn damit einschränkende Lösung zu treffen“<sup>45</sup>. Es handelt sich aber bei diesen Abweichungen immer nur um einzelfallweise Durchbrechungen der zwingenden Axiome.

Eine zweite Kategorie umfasst diejenigen Prinzipien, die vom Pfandrechtsbegriff nicht zwingend vorausgesetzt werden und allein kraft positiv-rechtlicher Anordnung oder gefestigter Rechtsprechung angewendet werden<sup>46</sup>. Es handelt sich um die *nicht begriffsnotwendigen* Prinzipien.

Aus der Unterscheidung dieser beiden Kategorien lässt sich mit Bezug auf das Pfandrecht an Aktien für die vorliegende Untersuchung Folgendes festhalten: Soweit

---

<sup>41</sup> A.A. DALLA TORRE/GERMANN, GesKR, 577, welche selbst eine analoge Anwendung der sachenrechtlichen und schuldrechtlichen Instrumente ausschliessen.

<sup>42</sup> An dieser Stelle sei wiederholt, dass die pfandrechtlichen Prinzipien im Rahmen dieser Arbeit nur so weit dargestellt werden, als dies für die weiteren Ausführungen notwendig scheint. Für eine umfassende Darstellung der fahrnispfandrechtlichen Prinzipien siehe etwa BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 240 ff., ZK-OFTINGER/BÄR, Systematischer Teil, N 25 f. (m.w.H. in N 26).

<sup>43</sup> Zu diesen zwei Kategorien von Prinzipien siehe BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 240 f.

<sup>44</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 241.

<sup>45</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 152 zu Art. 884 ZGB.

<sup>46</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 241; siehe auch N 243: „Mangels einer anderslautenden positivrechtlichen Norm hat sich indessen der *Richter* aus Gründen der Rechtssicherheit und Gerechtigkeit grundsätzlich auch an die im Gesetz nicht ausdrücklich erwähnten Prinzipien zu halten“ (Hervorhebung im Originaltext).

es sich um begriffsnotwendige Prinzipien handelt, ist von deren Anwendbarkeit auszugehen. Durchbrechungen dieser Prinzipien können sich aber im Einzelfall aufgrund gesetzlicher Grundlage oder Rechtsprechung ergeben. Soweit es sich indessen um nicht begriffsnotwendige Prinzipien handelt, wird zu prüfen sein, inwieweit sie kraft positiv-rechtlicher Anordnung oder gefestigter Rechtsprechung überhaupt zur Anwendung gelangen.

## 2. Begriffsnotwendige Prinzipien

Wie erwähnt, handelt es sich bei den begriffsnotwendigen Prinzipien um solche, die sich direkt aus dem Pfandrechtsbegriff ergeben. Von ihrer Anwendbarkeit ist auszugehen. Durchbrechungen zufolge gesetzlicher Grundlage oder entsprechender Rechtsprechung sind indessen möglich.

Für den weiteren Gang der Untersuchung von Relevanz sind zwei begriffsnotwendige Prinzipien: das Akzessorietätsprinzip einerseits und das Spezialitätsprinzip andererseits. Sie werden nachfolgend im Kontext mit dem Pfandrecht an Aktien beleuchtet:

### a) Akzessorietätsprinzip

#### aa) Inhalt

Als Akzessorietät wird die Abhängigkeit eines Rechts von einem andern Recht bezeichnet. Auf das Pfandrecht übertragen bezeichnet Akzessorietät das Abhängigkeitsverhältnis zwischen dem Pfandrecht als Nebenrecht und der Pfandforderung als Hauptrecht<sup>47</sup>.

Die Wirkung des Akzessorietätsprinzips zeigt sich darin, dass das Pfandrecht zur Entstehung grundsätzlich<sup>48</sup> eine gültige Forderung voraussetzt und beim Untergang der Pfandforderung erlischt. Wird die Pfandforderung zediert, so geht das Pfandrecht von Gesetzes wegen auf den Zessionar der Pfandforderung über<sup>49</sup>. Zwingende Folge des Akzessorietätsprinzips ist somit die Identität zwischen dem Gläubiger der Pfandforderung und dem Inhaber des Pfandrechts<sup>50</sup>.

---

<sup>47</sup> Siehe etwa BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 246.

<sup>48</sup> In der Lehre und Rechtsprechung ist unbestritten, dass das Pfandrecht auch für künftige oder suspensivbedingte Forderungen bestellt werden kann. Zu dieser Durchbrechung des Akzessorietätsprinzips siehe BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 251.

<sup>49</sup> Zu den Wirkungen des Akzessorietätsprinzips siehe SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 1873; WIEGAND, Fahrnispfand, 112; WIEGAND, Akzessorietät und Spezialität, 38; BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 246; ZK-OFTINGER/BÄR, N 158 ff. zu Art. 884 ZGB.

<sup>50</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 7 zu Art. 884 ZGB; BK-ZOBL, N 28 und 180 zu Art. 884 ZGB.

*bb) Sinn und Zweck*

Mit der Akzessorietät ist die Vorstellung verbunden, „dass die Sicherungsrechte ausschliesslich zum Zweck der Sicherung und nur im Umfang der zu sichernden, bestimmaren Forderung entstehen. Grundgedanke der dahinterstehenden Konzeption ist die sachliche und zeitliche Begrenzung der Sicherungsrechte, die dazu führt, dass nach jeder erfolgten Tilgung eine Neubegründung der Sicherheiten vorgenommen werden muss. (...) [E]s soll der Kuchen jeweils neu verteilt werden“<sup>51</sup>.

Aus dieser Umschreibung lässt sich der Regelungszweck der Akzessorietät ableiten<sup>52</sup>. Erstens dient die Akzessorietät dem Schutz des Verpfänders. Bei Wegfall des Sicherungszweckes wird ihm der Pfandgegenstand freigegeben. Zweitens dient die Akzessorietät dem Nachpfandgläubiger, indem bei Untergang der vorrangig besicherten Pfandforderung dieser einen Rang nachrücken kann. Drittens dient die Akzessorietät dazu, den Haftungsrahmen einem Automatismus zu unterstellen: Pfandgegenstand und Pfandforderung sind derart miteinander verbunden, dass das Pfandrecht automatisch an den jeweiligen Bestand der zu besichernden Forderung angepasst wird<sup>53</sup>.

*cc) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien*

Beim Akzessorietätsprinzip handelt es sich um ein begriffsnotwendiges Prinzip<sup>54</sup>. Entsprechend findet dieses Prinzip als Grundsatz auf sämtliche Pfandrechte und damit auch auf das Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren, Wertrechten und Bucheffekten Anwendung<sup>55</sup>. Durchbrechungen des Grundsatzes, basierend auf gesetzlicher Grundlage oder Rechtsprechung, sind möglich.

Das Akzessorietätsprinzip gilt im Fahrnispfandrecht (und damit beim Pfandrecht an Aktien) denn auch nicht ausnahmslos. Für die zahlreichen Ausnahmen sei an dieser Stelle auf die Literatur verwiesen<sup>56</sup>.

**b) Spezialitätsprinzip**

*aa) Inhalt*

Im Zusammenhang mit der Frage nach dem Sinn und Zweck des Akzessorietätsprinzips wurde aufgezeigt, dass Grundgedanke der dahinterstehenden Konzeption

---

<sup>51</sup> WIEGAND, Akzessorietät und Spezialität, 43. Vgl. WIEGAND, Fahrnispfand, 112.

<sup>52</sup> Zum Regelungszweck des Akzessorietätsprinzips unter deutschem Recht siehe APFELBAUM, Mitgliedschaft, 259 f.

<sup>53</sup> WIEGAND, Akzessorietät und Spezialität, 38.

<sup>54</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 241.

<sup>55</sup> Die Geltung des Akzessorietätsprinzips bei Pfandrechten an Bucheffekten ebenfalls behandelnd: HESS/STÖCKLI, SJZ 2010, 158.

<sup>56</sup> Zu den Ausnahmen im Einzelnen: BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 250 f.

tion die sachliche und zeitliche Begrenzung des Pfandrechts ist<sup>57</sup>. In die gleiche Richtung zielt das Spezialitätsprinzip. Zusammen mit dem Akzessorietätsprinzip dient das Spezialitätsprinzip dazu, den Haftungsrahmen des Pfandrechts einzugrenzen: „[B]eide zusammen ermöglichen die Feststellung, welche Teile des durch Kreditsicherung gebundenen Vermögens zu welchem Zeitpunkt wofür haften“<sup>58</sup>.

Der Haftungsrahmen wird durch das Spezialitätsprinzip mit dem Erfordernis der Bestimmung des Pfandgegenstandes eingegrenzt<sup>59</sup>. Das Erfordernis der Bestimmung des Pfandgegenstandes besagt, dass das Pfandrecht nur an einzelnen, individualisierten Pfandgegenständen bestellt werden kann.

*bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien*

Beim Spezialitätsprinzip handelt es sich um ein begriffsnotwendiges Prinzip<sup>60</sup>. Entsprechend findet dieser Grundsatz auf sämtliche Pfandrechte und damit auch auf das Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren, Wertrechten und Bucheffekten Anwendung<sup>61</sup>. Durchbrechungen des Grundsatzes, basierend auf gesetzlicher Grundlage oder Rechtsprechung, sind möglich.

Die Lehre scheint beim Pfandrecht an Bucheffekten von einer gesetzlichen Ausnahme vom Spezialitätsprinzip auszugehen<sup>62</sup>. Argumentiert wird vorab (meist implizit) über Art. 25 Abs. 2 lit. c BEG. Gemäss dieser Bestimmung kann ein wertmässig bestimmter Anteil der Bucheffekten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind und damit eine Wertquote darstellen, verpfändet werden. Damit aber sehe der Gesetzgeber von der Anwendbarkeit des Spezialitätsprinzips ab, da in der Verpfändung einer Wertquote keine Bestimmung des Pfandgegenstandes i.S. des Spezialitätsprinzips mehr gesehen werden könne. Diese Ansicht wird abgelehnt:

Zweifelsohne kann die Spezifikation durch Angabe einer Wertquote nicht mehr mit der Spezifikation bei einem physisch vorliegenden Pfandgegenstand, wie dies

---

<sup>57</sup> Siehe S. 13 (Sinn und Zweck).

<sup>58</sup> WIEGAND, Akzessorietät und Spezialität, 37.

<sup>59</sup> Vgl. BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 257; ZK-OFTINGER/BÄR, N 18 zu Art. 884 ZGB.

<sup>60</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 241.

<sup>61</sup> Das Spezialitätsprinzip beim Pfandrecht an Bucheffekten ablehnend: HESS/STÖCKLI, SJZ 2010, 157. Kritisch: FOËX, Titres intermédiés, 99; EIGENMANN, Réalisation des sûretés, 130.

<sup>62</sup> HESS/STÖCKLI, SJZ 2010, 157; BENSANEL/MICOTTI/VILLA, SJ 2009, 341. EIGENMANN, Réalisation des sûretés, 130: „La LTI permet donc de grever une universalité et s'écarte du strict respect de ce principe“. Ähnlich auch FOËX, Titres intermédiés, 99. Auch die BOTSCHAFT BEG, 9371, scheint von einer Durchbrechung des Spezialitätsprinzips bei Art. 28 Abs. 2 lit. c BEG auszugehen: „Eine buchstabengetreue Anwendung des Grundsatzes [Spezialitätsprinzip] würde bei der Bestellung von Sicherheiten an Bucheffekten dazu zwingen, entweder sämtliche einem Konto gutgeschriebenen Effekten zu verpfänden oder das Pfandobjekt durch Angabe der ISIN- oder Valorennummer bis auf Titelsebene“ zu spezifizieren.

etwa noch bei der Verpfändung von Aktien in der Form von Wertpapieren zutrifft, verglichen werden. Auch ist sie diffuser als bei der Verpfändung sämtlicher dem Effektenkonto gutgeschriebenen Bucheffekten, wo immerhin eine Bestimmung des Pfandgegenstandes anhand des Effektenkontos erfolgen kann. Allein deshalb darf indessen nicht gefolgert werden, dass dem Spezialitätsprinzip durch Verpfändung einer Wertquote nicht Rechnung getragen wird. Zu fragen ist vielmehr, ob durch die Angabe einer Wertquote dem Sinn und Zweck des Spezialitätsprinzips Rechnung getragen wird. Das Spezialitätsprinzip dient, wie erwähnt, zusammen mit dem Akzesessoritätsprinzip dazu, den Haftungsrahmen einzugrenzen. Genau das geschieht aber durch die Festlegung einer Wertquote. Es ist keine Notwendigkeit ersichtlich, für die Begrenzung des Haftungsrahmens die Bucheffekten zusätzlich bis auf Titelebene zu spezifizieren. Dem Zweck der Begrenzung des Haftungsrahmens wird vielmehr gerade durch die Möglichkeit der Bestellung eines Pfandrechts an einem wirtschaftlich bestimmten Anteil an einem Effektenkonto gutgeschriebenen Bucheffekten Rechnung getragen. Damit wird dem Verpfänder nämlich die Möglichkeit eingeräumt, über die freie Quote anderweitig zu disponieren<sup>63</sup>.

Das Spezialitätsprinzip findet auf das Pfandrecht an Aktien auch in der Form von Bucheffekten uneingeschränkt Anwendung.

### 3. Nicht begriffsnotwendige Prinzipien

Die nicht begriffsnotwendigen Prinzipien werden vom Pfandrechtsbegriff nicht zwingend vorausgesetzt und gelten allein kraft positiv-rechtlicher Anordnung oder gefestigter Rechtsprechung. Soweit diese Prinzipien für den Gang der folgenden Untersuchung von Relevanz sind, sind sie nachfolgend im Kontext mit dem Pfandrecht an Aktien darzustellen.

#### a) Publizitätsprinzip

##### aa) Inhalt

Das Publizitätsprinzip regelt die Kundbarmachung des Pfandrechts nach aussen<sup>64</sup>. Dazu bedient sich der Gesetzgeber unterschiedlicher Publizitätsmittel.

In aller Regel erfolgt die Publizität im Bereich des Fahrnispfandrechts durch Besitz am Pfandgegenstand (sog. Faustpfandprinzip)<sup>65</sup>. Möglich ist indessen auch eine Kundbarmachung nach aussen durch Aufgabe der ausschliesslichen Dispositions-

---

<sup>63</sup> BOTSCHAFT BEG, 9371.

<sup>64</sup> Siehe etwa SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 1874; BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 272 (Publizitätsprinzip).

<sup>65</sup> Art. 884 Abs. 1 ZGB. Zum Zusammenhang zwischen dem Publizitätsprinzip und dem Traditionsprinzip (Faustpfandprinzip) siehe etwa REY, Sachenrecht, N 304 ff.

macht seitens des Verpfänders (sog. Kontrollprinzip). In den seltensten Fällen wird die Publizität durch Registereintrag sichergestellt<sup>66</sup>.

Im vorliegenden Kontext von Relevanz sind das Faustpfandprinzip und das Kontrollprinzip. Diese Prinzipien sind deshalb näher zu beleuchten:

### (1) Faustpfandprinzip

Dient der Besitz am Pfandgegenstand als Publizitätsmittel, so muss der Besitz des Pfandgläubigers aufgrund von Art. 884 Abs. 3 ZGB dergestalt sein, dass dem Verpfänder keine ausschliessliche Gewalt über den Pfandgegenstand mehr zusteht<sup>67</sup>. Hingegen ist nicht erforderlich, dass der Pfandgläubiger die ausschliessliche Gewalt am Pfandgegenstand erlangt<sup>68</sup>. Zulässig ist etwa die Konstituierung von Gesamtbesitz zwischen Pfandgläubiger und Verpfänder<sup>69</sup>.

Nebst der Aufgabe der ausschliesslichen Gewalt des Verpfänders über den Pfandgegenstand ist erforderlich, dass ein interessierter Dritter das Pfandverhältnis erkennen kann. Diese Erkennbarkeit des Pfandverhältnisses für interessierte Dritte erfordert nicht, dass das Pfandverhältnis für jeden unbeteiligten Dritten ohne weitere Prüfung erkennbar ist. Das Pfandverhältnis muss vielmehr so gestaltet sein, dass der Verpfänder nicht die Pfandfreiheit des Pfandgegenstandes vortäuschen kann<sup>70</sup>.

### (2) Kontrollprinzip

EIGENMANN diskutiert im Zusammenhang mit dem Fahrnispfandrecht ein weiteres Publizitätsmittel: das Kontrollprinzip<sup>71</sup>. Demnach erfolge beim Kontrollprinzip die Kundbarmachung des Pfandrechts nach aussen nicht durch den Besitz am Pfandgegenstand oder durch Registereintrag, sondern durch die Aufgabe der exklusiven Dispositionsmacht des Verpfänders bezüglich des Pfandgegenstandes und durch

---

<sup>66</sup> Im Fahrnispfandrecht kommt der Registereintrag bei der Verpfändung von Schiffen, Luftfahrzeugen oder bei der Viehverpfändung als Publizitätsmittel zur Anwendung, siehe etwa REY, Sachenrecht, N 278 ff.; BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 273.

<sup>67</sup> BK-ZOBL, N 496 zu Art. 884 ZGB; EIGENMANN, *Sûretés mobilières*, N 355.

<sup>68</sup> EIGENMANN, *Sûretés mobilières*, N 355.

<sup>69</sup> Indessen wäre etwa Mitbesitz keine taugliche Form des Besitzes, weil Pfandgläubiger und Verpfänder je einzeln über den Pfandgegenstand verfügen können, siehe BK-ZOBL, N 582 zu Art. 884 ZGB.

<sup>70</sup> BK-ZOBL, N 521 zu Art. 884 ZGB.

<sup>71</sup> Auch Art. 2 Abs. 2 der EU-Finanzsicherheitenrichtlinie (Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002) geht vom Kontrollprinzips aus. Diese Bestimmung sieht Folgendes vor: „Bestellung‘ bzw. ‚bestell‘ im Sinne dieser Richtlinie bedeutet, dass dem Sicherungsnehmer oder seinem Vertreter eine Finanzsicherheit geliefert oder im Wege des Effektingiros gutgeschrieben wurde oder ihnen auf sonstige Weise der Besitz oder die Kontrolle daran verschafft wurde, sofern er den Besitz oder die Kontrolle nicht bereits innehatte“.

Verschaffung von Dispositionsmacht zugunsten des Pfandgläubigers<sup>72</sup>. Dem ist grundsätzlich zuzustimmen. Zwei Ergänzungen sind anzubringen, die sich beide in Anlehnung an das Faustpfandprinzip ergeben:

Die erste Ergänzung betrifft die Erkennbarkeit des Pfandrechts für interessierte Dritte: Diese kann nicht allein in der Aufgabe der exklusiven Dispositionsmacht des Verpfänders liegen. Es muss zusätzlich sichergestellt werden, dass der Verpfänder einem Dritten keine Pfandfreiheit bezüglich des Pfandgegenstandes vortäuschen kann. Dies erfordert die Implementierung eines Kontrollmechanismus. Die zweite Ergänzung betrifft die Dispositionsmacht: Erforderlich ist, dass der Verpfänder seine exklusive Dispositionsmacht aufgibt. Indessen ist nicht erforderlich, dass der Pfandgläubiger seinerseits die exklusive Dispositionsmacht bezüglich des Pfandgegenstands erlangt. Möglich ist, dass Verpfänder und Pfandgläubiger gemeinsam Dispositionsmacht ausüben<sup>73</sup>. Abzulehnen ist aber, dass beide je einzeln Dispositionsmacht ausüben<sup>74</sup>.

*bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien*

Das Publizitätsprinzip gilt nur kraft positiv-rechtlicher Anordnung oder konstanter Rechtsprechung; es ist dem Pfandrechtsbegriff nicht inhärent<sup>75</sup>. Nachfolgend ist deshalb zu prüfen, inwiefern das Publizitätsprinzip beim Pfandrecht an Aktien Anwendung findet.

(1) Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten

Werden Aktien in der Form von Wertpapieren verpfändet, so greift das Publizitätsprinzip in der Form des Faustpfandprinzips<sup>76</sup>.

Das Faustpfandprinzip wirkt auch bei der Verpfändung von Aktien in der Form von Wertrechten in beschränktem Umfang nach: Sofern ausnahmsweise ein Mit-

---

<sup>72</sup> „En effet, la publicité a entre autres objectifs de montrer aux tiers qu’une sûreté existe sur un bien du constituant. Cette connaissance est généralement assurée par la perte de la maîtrise exclusive du constituant de la sûreté (la dépossession)“, EIGENMANN, Sûretés mobilières, N 422.

<sup>73</sup> Entsprechend ist beim Faustpfandprinzip auch die Vereinbarung von Gesamtbesitz möglich.

<sup>74</sup> Entsprechend ist beim Faustpfandprinzip die Vereinbarung von Mitbesitz nicht zulässig, siehe dazu auch FN 69.

<sup>75</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 241 sowie N 63 ff., 82 ff., 87 ff., 99 ff., 106 (historische Entwicklung) und N 1002 ff. (Rechtsvergleichen).

<sup>76</sup> Das Faustpfandprinzip ist in Art. 884 Abs. 1 ZGB geregelt. Aufgrund von Art. 899 Abs. 2 ZGB findet Art. 884 Abs. 1 ZGB auch auf das Rechtspfandrecht (und somit auf das Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten) Anwendung. Siehe etwa SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 1876; BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 284 ff.



gliedschaftsausweis ausgestellt worden ist, ist dieser auf den Pfandgläubiger zu übertragen<sup>77</sup>. Wird über die Mitgliedschaft kein Mitgliedschaftsausweis ausgegeben, so findet das Faustpfandprinzip keine Anwendung und es ist diesfalls von einem Dispens vom Publizitätsprinzip auszugehen<sup>78</sup>. Insbesondere dient das Wertrechtbuch nicht als Publizitätsmittel. Dies ergibt sich daraus, dass es aufgrund gesetzlicher Vorgabe nicht öffentlich ist<sup>79</sup>.

(2) Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten

Aufgrund der vollständig vollzogenen Entmaterialisierung im Bereich der Bucheffekten kann das Faustpfandprinzip hier keine Anwendung mehr finden. Auch der Eintrag des Pfandrechts in einem Register mit Aussenwirkung ist nicht vorgesehen. Dennoch kann nicht davon ausgegangen werden, dass der Gesetzgeber auf eine Publizität verzichten wollte. Das BEG sieht nämlich einen Gutglaubensschutz vor<sup>80</sup>. Der gute Glaube aber knüpft immer an eine Publizitätseinrichtung an<sup>81</sup>. Zu prüfen ist deshalb, ob das Publizitätsprinzip in der Form des Kontrollprinzips zur Anwendung gelangt. Dabei ist vorwegzunehmen, dass das Pfandrecht an Bucheffekten entweder nach Art. 25 oder 26 BEG errichtet werden kann<sup>82</sup>.

Bei der Errichtung des Pfandrechts nach Art. 25 BEG schliessen Verpfänder und Kontrollstelle eine unwiderrufliche Kontrollvereinbarung ab, wonach die Verwahrungsstelle fortan (nicht zwingend exklusiv) die Weisungen des Pfandgläubigers zu befolgen hat. Diese Kontrollvereinbarung erfüllt ein Zweifaches: Erstens stellt sie sicher, dass dem Verpfänder keine exklusive Dispositionsmacht über die verpfändeten Bucheffekten mehr zukommt. Die Verwahrungsstelle wird nämlich, wie gesagt, künftig (nicht zwingend exklusiv) die Weisungen des Pfandgläubigers befolgen<sup>83</sup>.

---

<sup>77</sup> Die Verpfändung von Wertrechten richtet sich nach Art. 900 Abs. 3 ZGB, siehe S. 56 (Vorbemerkung). Zum Erfordernis der Übertragung der Beweisurkunden (u.a. Mitgliedschaftsausweis) nach Art. 900 Abs. 3 ZGB siehe S. 57 (Übertragung eines Mitgliedschaftsausweises). Zur Geltung des Faustpfandprinzips bei Wertrechten vgl. auch SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 1876; BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 284.

<sup>78</sup> EIGENMANN spricht bei Sicherheiten, bei denen keine Publizität gefordert ist, von den „*sûretés occultes*“, siehe EIGENMANN, *Sûretés mobilières*, N 407, 413 f.

<sup>79</sup> Art. 973c Abs. 2 OR *in fine*.

<sup>80</sup> Art. 29 BEG.

<sup>81</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 277. Entsprechend ist der gutgläubige Erwerb von Wertrechten mangels Publizität grundsätzlich nicht geschützt, siehe S. 58 (Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens).

<sup>82</sup> Siehe zur Errichtung des Pfandrechts im Einzelnen S. 65 (Pfanderrichtung an Bucheffekten zugunsten eines Dritten sowie S. 68 (Pfanderrichtung an Bucheffekten zugunsten der Verwahrungsstelle). Abgelehnt wird die Errichtung des Pfandrechts an Bucheffekten nach Art. 24 BEG, siehe S. 64 (Keine Pfanderrichtung an Bucheffekten nach Art. 24 BEG).

<sup>83</sup> Nicht erforderlich ist, dass der Pfandgläubiger gestützt auf die Kontrollvereinbarung ausschliessliche Dispositionsmacht erlangt. Erforderlich ist allein, dass der Verpfänder

Zweitens stellt die Kontrollvereinbarung die Erkennbarkeit des Pfandrechts für interessierte Dritte sicher, indem es dem Verpfänder aufgrund der Kontrollvereinbarung nicht mehr möglich ist, Pfandfreiheit bezüglich der Bucheffekten vorzutäuschen.

Erfolgt die Errichtung des Pfandrechts zugunsten der Verwahrungsstelle selbst und somit nach Art. 26 BEG, so ist keine Kontrollvereinbarung notwendig. Dennoch ist auch hier das Kontrollprinzip gesetzlich implementiert: Der Verpfänder begibt sich seiner exklusiven Dispositionsmacht, indem die Verwahrungsstelle eine Verfügung über die Bucheffekten, die ihr zu Pfand dienen, aus eigenem Interesse heraus, nicht mehr zulassen wird. Damit aber kann der Verpfänder interessierten Dritten auch keine Pfandfreiheit bezüglich der Bucheffekten vortäuschen, womit die Erkennbarkeit des Pfandrechts sichergestellt ist. Macht die Verwahrungsstelle das ihr zustehende Pfandrecht an den Bucheffekten Dritten gegenüber ausnahmsweise nicht erkennbar, indem sie die zur ihren Gunsten verpfändeten Bucheffekten einem Effektkonto eines Dritten gutschreibt, so erlischt ihr Pfandrecht<sup>84</sup>. Lässt sie eine Weiterverpfändung der Bucheffekten an einen Dritten zu, ohne diesen auf das ihr zeitlich prioritäre Pfandrecht aufmerksam zu machen, so geht das Pfandrecht des Dritten dem Pfandrecht der Verwahrungsstelle vor<sup>85</sup>.

Damit aber sind die Anforderungen an das Kontrollprinzip erfüllt. Im Folgenden wird von der Anwendbarkeit des Publizitätsprinzips beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten ausgegangen<sup>86</sup>. Als Publizitätsmittel dient das Kontrollprinzip<sup>87</sup>.

## **b) Prinzip der Alterspriorität**

### *aa) Inhalt*

Das Prinzip der Alterspriorität regelt die Rangordnung, falls an einer Sache oder an einem Recht mehrere beschränkte dingliche Rechte bestehen. Dabei geht das ältere Recht dem jüngeren grundsätzlich vor<sup>88</sup>.

---

seine ausschliessliche Dispositionsmacht aufgibt. Vgl. auch DALLA TORRE (ET AL.), recht 2010, 21.

<sup>84</sup> Art. 26 Abs. 2 BEG.

<sup>85</sup> Art. 30 Abs. 2 BEG.

<sup>86</sup> Gl.A. EIGENMANN, *Réalisation des sûretés*, 128 f.: „A notre sens, la mesure de publicité proposée est suffisante. Il s’agit de la notion de contrôle (...), soit du *pouvoir de décision quant à la disposition du bien*“. A.A. (wohl) FOËX, *Sûretés*, 135.

<sup>87</sup> Für die gesetzliche Implementierung Kontrollprinzips im Rahmen des BEG spricht zudem, dass das BEG in weiten Teilen der EU-Finanzsicherheitenrichtlinie (Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002) folgt (vgl. etwa die Bezugnahme der BOTSCHAFT BEG, 9370, auf diese Richtlinie). Siehe dazu auch DALLA TORRE (ET AL.), recht 2010, 21.

<sup>88</sup> Siehe etwa SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, *Sachenrecht*, N 1880; REY, *Sachenrecht*, N 550; BK-ZOBL, *Systematischer Teil*, N 302.

bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien

Das Prinzip der Alterspriorität gehört zu denjenigen Prinzipien, welche allein kraft positiv-rechtlicher Anordnung oder konstanter Rechtsprechung bestehen<sup>89</sup>. Es handelt sich demnach um ein nicht begriffsnotwendiges Prinzip. Für das Pfandrecht an Aktien besteht eine entsprechende gesetzliche Grundlage<sup>90</sup>. Demnach gelangt das Prinzip der Alterspriorität zur Anwendung, sofern das Gesetz keine Ausnahme<sup>91</sup> vorsieht und die Parteien keine Rangvereinbarung<sup>92</sup> getroffen haben.

Wird eine Rangvereinbarung beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten getroffen, so ist diese mit Wirkungen auch für Dritte verbunden (sog. dingliche Wirkung)<sup>93</sup>. Die dingliche Wirkung der Rangvereinbarung bedeutet, dass der durch die Vereinbarung bestimmte Rang von Dritten zu beachten ist, namentlich auch bei der Verwertung des Pfandrechts. Anders bei einer Rangvereinbarung bezüglich eines Pfandrechts an Bucheffekten: Diesfalls entfaltet die Rangvereinbarung von Gesetzes wegen nur Wirkungen *inter partes*<sup>94</sup>. Gründe, welche diese Abweichung zu rechtfertigen vermöchten, sind nicht ersichtlich<sup>95</sup>.

c) **Prinzip des Gutgläubenschutzes**

aa) *Inhalt*

(1) Ausgangslage: fehlende Verfügungsmacht des Verpfänders

Um das Pfandrecht gültig errichten zu können, muss der Verpfänder Verfügungsmacht über den Pfandgegenstand haben. Fehlt diese Rechtszuständigkeit des Verpfänders, so kann grundsätzlich kein gültiges Pfandrecht errichtet werden.

---

<sup>89</sup> Vgl. BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 301 ff.

<sup>90</sup> Art. 899 Abs. 2 i.V.m. Art. 893 Abs. 2 ZGB (Wertpapiere und Wertrechte); Art. 30 Abs. 1 BEG (Bucheffekten).

<sup>91</sup> Eine bedeutende gesetzliche Ausnahme vom Prinzip der Alterspriorität ist etwa der Rechtserwerb kraft guten Glaubens: Erwirbt ein Dritter an einer bereits verpfändeten Sache oder einem bereits verpfändeten Recht ein Pfandrecht und wird er in seinem Erwerb kraft guten Glaubens geschützt, so geht das jüngere Recht dem älteren vor, BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 303.

<sup>92</sup> Zur Zulässigkeit von Rangvereinbarungen siehe etwa SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 1880. Die Möglichkeit einer Rangvereinbarung wird in Art. 30 Abs. 4 BEG ausdrücklich geregelt.

<sup>93</sup> Zur dinglichen Wirkung von Rangvereinbarungen siehe CHK-REETZ/GRABER, N 6 zu Art. 893 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 25 zu Art. 893 ZGB. BGE 119 III 32 E. 1c S. 35.

<sup>94</sup> Art. 30 Abs. 4 BEG.

<sup>95</sup> Vgl. FOËX, Titres intermédiés, 100. Auch die BOTSCHAFT BEG gibt keinen Aufschluss darüber, sondern bestätigt allein die *inter partes*-Wirkung der Rangvereinbarung, BOTSCHAFT BEG, 9380.

Das Prinzip des Gutgläubenschutzes bewirkt, dass unter gewissen Umständen der gute Glaube des Pfandgläubigers hinsichtlich der Berechtigung des Verpfänders zur Pfanderrichtung an die Stelle der fehlenden Verfügungsmacht tritt und das Pfandrecht kraft guten Glaubens entstehen lässt<sup>96</sup>.

(2) Die Vermutung des guten Glaubens nach Art. 3 Abs. 1 ZGB

Der gute Glaube wird in Art. 3 ZGB geregelt und gemeinhin negativ umschrieben, nämlich als das Fehlen des Unrechtsbewusstseins trotz Vorhandensein eines Rechtsmangels<sup>97</sup>.

Es gibt keinen allgemeinen Gutgläubenschutz<sup>98</sup>. Wird der Schutz des guten Glaubens kraft positiv-rechtlicher Anordnung vorgesehen und gelingt demjenigen, der den Beweis des guten Glaubens zu erbringen hat, der Nachweis der Vermutungsbasis, so wird das Dasein des guten Glaubens vermutet<sup>99</sup>.

(3) Die Entkräftung der Gutgläubensvermutung, insbesondere die Beweiserleichterungsregel von Art. 3 Abs. 2 ZGB

Die Gutgläubensvermutung nach Art. 3 Abs. 1 ZGB kann in dreifacher Hinsicht entkräftet werden: Erstens durch den Gegenbeweis gegen den Beweis der Vermutungsbasis<sup>100</sup>. Zweitens kann die Entkräftung der Gutgläubensvermutung mit dem Beweis des Gegenteils und somit mit dem direkten Nachweis der Bösgläubigkeit erfolgen<sup>101</sup>. Dieser Nachweis der Bösgläubigkeit entspricht dem Nachweis einer inneren Tatsache, was praktisch unmöglich ist. Deshalb stellt der Gesetzgeber drittens in Art. 3 Abs. 2 ZGB eine Beweiserleichterungsregel zur Verfügung: Wer nicht mit der gebotenen Aufmerksamkeit handelt, kann sich demnach nicht auf den Gutgläubenschutz berufen. Mit dem Nachweis, dass nicht mit der gebotenen Aufmerksamkeit gehandelt wurde, kann somit die Gutgläubensvermutung entkräftet werden.

Das Mass an gebotener Aufmerksamkeit richtet sich nach der vom Durchschnittsmenschen aufzubringenden Aufmerksamkeit in einer bestimmten Situation<sup>102</sup>. Die er-

---

<sup>96</sup> Siehe etwa SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 1877; BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 277; ZK-OFTINGER/BÄR, N 325 zu Art. 884 ZGB.

<sup>97</sup> Siehe etwa SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 289; CHK-MIDDENDORF/GROB, N 2 zu Art. 3 ZGB; BK-ZOBL, N 815 zu Art. 884 ZGB (mit Verweisen auf die Lehre und Rechtsprechung).

<sup>98</sup> Siehe etwa BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 277; BK-ZOBL, N 773 zu Art. 884 ZGB; ZK-BAUMANN, N 17 zu Art. 3 ZGB; HAUSHEER/JAUN, Einleitungsartikel, N 8 zu Art. 3 ZGB.

<sup>99</sup> Art. 3 Abs. 1 ZGB *in fine*. HAUSHEER/JAUN, Einleitungsartikel, N 34 f. zu Art. 3 ZGB.

<sup>100</sup> HAUSHEER/JAUN, Einleitungsartikel, N 37 zu Art. 3 ZGB.

<sup>101</sup> HAUSHEER/JAUN, Einleitungsartikel, N 38 zu Art. 3 ZGB.

<sup>102</sup> HAUSHEER/JAUN, Einleitungsartikel, N 42 zu Art. 3 ZGB (mit Verweis auf BGE 119 II 27 und BGE 113 II 399).

forderliche Aufmerksamkeit wird demnach nach einem objektiven Massstab beurteilt. Mit Bezug auf das Pfandrecht an Aktien ist dies vor allem bei gewerbsmässigen Pfandgläubigern, so bei Banken, von Relevanz: „Es gilt z.B., dass ein Privatbankier gleich aufmerksam sein muss wie eine Grossbank“<sup>103</sup>.

Hat der Pfandgläubiger mit der gebotenen Aufmerksamkeit gehandelt und zieht er hinsichtlich der Verfügungsmacht des Verpfänders dennoch einen unzutreffenden Schluss, so wird er in seinem guten Glauben geschützt. Hat der Pfandgläubiger indessen nicht mit der gebotenen Aufmerksamkeit gehandelt, so stellt sich die Frage, welcher Grad an Fahrlässigkeit letztlich zu einem Ausschluss des Gutgläubensschutzes führt: Bei gewöhnlichen Gutgläubensstatbeständen schliesst jeder Grad von Fahrlässigkeit in Bezug auf die gebotene Aufmerksamkeit den Schutz des guten Glaubens aus; bereits leichte Fahrlässigkeit vermag somit den guten Glauben zu zerstören<sup>104</sup>. Bei gewissen qualifizierten Gutgläubensstatbeständen reicht indessen leichte Fahrlässigkeit nicht aus; hier vermag erst ein grob fahrlässiges oder gar absichtliches Verhalten den guten Glauben zu zerstören<sup>105</sup>.

*bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien*

Beim gutgläubigen Pfandrechtserwerb geht es, dies sei wiederholt, um die Frage des Pfandrechtserwerbs trotz fehlender Verfügungsmacht des Verpfänders. Der gutgläubige Pfandrechtserwerb stellt bei Aktien ein komplexes Konstrukt dar, auf welches im Einzelnen einzugehen sein wird<sup>106</sup>. Beim Gutgläubensschutz handelt es sich um ein nicht begriffsnotwendiges Prinzip. Nachfolgend werden allein die einschlägigen Schutznormen aufgezeigt, aufgrund welcher der gute Glaube (bei Nachweis der Vermutungsbasis) vermutet wird. Hingewiesen wird sodann auf den Grad der Fahrlässigkeit mit Bezug auf die Abweichung von der gebotenen Sorgfalt seitens des Pfandgläubigers, welcher die Gutgläubensvermutung zu entkräften vermag:

Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren ist nach der Wertpapierart zu unterscheiden. Bei Inhaberaktien richtet sich der Gutgläubensschutz nach 935 ZGB: Demnach vermag bereits der Nachweis leichter Fahrlässigkeit seitens

---

<sup>103</sup> BK-ZOBL, N 822 zu Art. 884 ZGB.

<sup>104</sup> Zur Gruppe der gewöhnlichen Gutgläubensstatbestände vgl. ZK-BAUMANN, N 19, 56 zu Art. 3 ZGB, und zum Grad der den Gutgläubensschutz ausschliessenden Fahrlässigkeit N 59.

<sup>105</sup> Zur Gruppe der qualifizierten Gutgläubensstatbestände vgl. ZK-BAUMANN, N 61 ff. insb. 63 ff. zu Art. 3 ZGB, und zum Grad der den Gutgläubensschutz ausschliessenden Fahrlässigkeit N 64.

<sup>106</sup> Siehe zum Pfandrechtserwerb an Aktien kraft guten Glaubens im Einzelnen: Bei der Verpfändung von Wertpapieren nach Art. 901 ZGB: S. 49 (Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens). Bei der Verpfändung von Wertpapieren nach Art. 900 Abs. 3 ZGB: S. 53 (Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens). Bei der Verpfändung von Wertrechten: S. 58 (Verfügungsmacht des Verpfänders). Bei der Verpfändung an Bucheffekten: S. 69 (Pfanderrichtung an Bucheffekten kraft guten Glaubens nach Art. 29 BEG).

des Pfandgläubigers die Gutglaubensvermutung zu entkräften. Bei Namenaktien hängt der Gutglaubenschutz von der gewählten Indossierung ab: Beim Erwerb des Pfandrechts gestützt auf eine voll- oder blankoindossierte Namensaktie greift ein weitgehender Gutglaubenschutz gestützt auf Art. 1006 Abs. 2 OR. Demnach kann erst grobe Fahrlässigkeit seitens des Pfandgläubigers die Vermutung des guten Glaubens entkräften. Bei einem Erwerb des Pfandrechts gestützt auf ein offenes Pfandindossament wird der Gutglaubenschutz ausgeschaltet. Werden Rektaaktien verpfändet oder werden Inhaber- und Namenaktien nach Art. 900 Abs. 3 ZGB verpfändet, so besteht, von einigen Ausnahmen abgesehen, ebenfalls kein Gutglaubenschutz. Dasselbe gilt bei Erwerb des Pfandrechts an Wertrechten. Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten richtet sich der gute Glaube nach Art. 29 BEG. Dabei handelt es sich um einen qualifizierten Gutglaubenstatbestand: Erst grobe Fahrlässigkeit seitens des Pfandgläubigers kann die Vermutung des guten Glaubens entkräften.

#### **d) Surrogationsprinzip**

##### *aa) Inhalt*

Unter dinglicher Surrogation wird der Wechsel eines der Anknüpfungselemente in einem bestehenden Rechtsverhältnis verstanden, ohne dass durch diesen Wechsel das Rechtsverhältnis aufgehoben und an dem neu hinzutretenden Element wieder begründet werden müsste<sup>107</sup>.

##### *bb) Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien*

Das Surrogationsprinzip gehört zu den nicht begriffsnotwendigen Prinzipien und gilt demnach allein kraft positiv-rechtlicher Anordnung oder konstanter Rechtsprechung<sup>108</sup>.

Eine gesetzliche Bestimmung, welche besagt, dass durch den Wechsel des Pfandgegenstandes die Rechtslage unverändert auch für den neuen Pfandgegenstand massgeblich wäre, findet sich im Pfandrecht nicht<sup>109</sup>. Eine solche positiv rechtliche Regelung ist etwa bei der Nutzniessung vorgesehen<sup>110</sup>. Eine analoge Anwendung dieser nutzniessungsrechtlichen Surrogationsklausel auf das Pfandrecht wird in der Lehre abgelehnt<sup>111</sup>. Indessen ist die Zulässigkeit von Surrogationsklauseln in Pfandverträgen in der Lehre und Rechtsprechung anerkannt<sup>112</sup>.

---

<sup>107</sup> GIRSBERGER, Dingliche Surrogation, 79; vgl. BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 315.

<sup>108</sup> Vgl. BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 315.

<sup>109</sup> Vgl. aber immerhin Art. 822 ZGB für das Grundpfandrecht.

<sup>110</sup> Art. 774 Abs. 2 ZGB.

<sup>111</sup> GIRSBERGER, Dingliche Surrogation, 121.

<sup>112</sup> BK-ZOBL, N 393 f. zu Art. 884 ZGB, m.w.H.

e) **Kausalitätsprinzip**

aa) *Inhalt*

Das Kausalitätsprinzip besagt, dass sachenrechtliche Verfügungen von einem gültigen Rechtsgrund abhängig sind<sup>113</sup>. Mit Bezug auf das rechtsgeschäftliche Pfandrecht bedeutet dies, dass bei fehlendem Rechtsgrund kein Pfandrecht entstehen kann.

bb) *Geltungsbereich beim Pfandrecht an Aktien*

Das Kausalitätsprinzip gilt nur kraft positiv-rechtlicher Anordnung oder konstanter Rechtsprechung. Es ist dem Pfandrechtsbegriff somit nicht inhärent<sup>114</sup>. Nachfolgend ist demnach zu prüfen, inwiefern das Kausalitätsprinzip beim Pfandrecht an Aktien Anwendung findet.

(1) **Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten**

Eine gesetzliche Grundlage, welche die Anwendbarkeit des Kausalitätsprinzips statuiert, findet sich zwar im Immobiliarsachenrecht<sup>115</sup>, nicht aber im Mobiliarsachenrecht. In der Lehre und Rechtsprechung ist indessen unbestritten, dass dieser Grundsatz auch im Mobiliarsachenrecht gilt<sup>116</sup>.

Unbestritten ist die Geltung des Kausalitätsprinzips im Mobiliarsachenrecht so dann nicht nur bei Veräusserungen von Fahrnis, sondern auch bei der Verpfändung von Fahrnis<sup>117</sup>. Dabei ist hervorzuheben, dass das Kausalitätsprinzip beim Fahrnispfandrecht unabhängig davon Geltung beansprucht, ob es sich im Einzelfall beim Pfandgegenstand um Sachen oder um Rechte handelt<sup>118</sup>. Damit kann festgehalten

---

<sup>113</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 296.

<sup>114</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 295 ff.

<sup>115</sup> Art. 974 Abs. 2 ZGB.

<sup>116</sup> BGE 93 II 373 E. 1b S. 375 f.; BGE 55 II 302 E. 2 S. 306 ff.; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 1501; BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 297 (mit zahlreichen Verweisen auf Lehre und Rechtsprechung).

<sup>117</sup> REY, Sachenrecht, N 354; BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 298.

<sup>118</sup> BK-ZOBL, N 15 zu Art. 900 ZGB: „[B]ei der *Forderungsverpfändung* [gilt] das *Kausalitätsprinzip*, da die Verpfändung als solche unabhängig vom Pfandobjekt kausal ausgestaltet ist“. Im Vergleich dazu: Die Frage, ob die Zession über Forderungen abstrakter oder kausaler Natur ist, ist indessen umstritten. Die neuere Lehre bejaht tendenziell die Kausalität der Zession, siehe die Verweise bei MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 FN 12; GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT II, N 3514 ff., insb. N 3519. Ein Teil der Lehre will die Wirkungen der kausalen Natur der Zession durch den Vertrauensschutz begrenzen (sog. begrenzte Kausalität). Demnach hängt das Verfügungsgeschäft in seiner Gültigkeit zwar direkt vom Verpflichtungsgeschäft ab und ist somit kausal. Indessen findet die Kausalität im Vertrauensschutz ihre Grenzen. Immer dann, wenn der Zessionar im Vertrauen auf den Bestand der Verfügung gegenüber dem Ze-

werden, dass das Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten dem Kausalitätsprinzip unterliegt.

(2) Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten

Beim Pfandrecht an Bucheffekten handelt es sich um ein Fahrnispfandrecht<sup>119</sup>. Entsprechend gilt der Grundsatz der Kausalität auch hier, sofern der Gesetzgeber nicht davon abweichen wollte. Dies ist nachfolgend zu prüfen:

Während der Vorentwurf zum Wertpapierverwahrungsgesetz noch explizit die Geltung des Kausalitätsprinzips vorgesehen hat, ist mit Bezug auf das geltende Recht festzuhalten, dass sich der Gesetzgeber weder in der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz noch im Gesetzestext explizit zur Frage der Geltung des Kausalitätsprinzips äussert<sup>120</sup>. Ein Blick in das BEG sowie in den Botschaftstext ergibt folgendes Bild:

Art. 27 Abs. 1 lit. b Ziff. 1 BEG besagt, dass die Belastung von Bucheffekten in einem Effektenkonto zu stornieren ist, „wenn sie aufgrund einer Weisung erfolgt, die nichtig ist (...)“. Art. 28 Abs. 1 lit. a BEG sieht als Konsequenz davon vor, dass auch die Gutschrift im Effektenkonto zu stornieren ist, wenn die Belastung storniert wurde. Das Gesetz bezieht hier somit Position für die Geltung des Kausalitätsprinzips, indem eine nichtige Weisung zu Stornierungen führt: Einer solchen Weisung fehlt der Rechtsgrund. Ebenso deutet das Wort „aufgrund“ gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. b Ziff. 1 BEG auf die Geltung des Kausalitätsprinzips hin. Einen weiteren Hinweis auf die Geltung des Kausalitätsprinzips gibt auch die französische Version des BEG. Dort wird der Pfandvertrag an diversen Stellen nämlich als „*contrat constitutif de la sûreté*“ bezeichnet<sup>121</sup>.

Der BOTSCHAFT indessen sind Argumente für und gegen die Geltung des Kausalitätsprinzips zu entnehmen: Für die Geltung des Kausalitätsprinzips spricht der Botschaftstext zu Art. 28 Abs. 1 BEG. Als Grund für die Stornierung wird dort ausgeführt: „Die Gutschrift ist dann [in den Fällen von Art. 28 Abs. 1 lit. a und b BEG] ohne Rechtsgrund erfolgt und daher rückgängig zu machen“<sup>122</sup>. In Widerspruch dazu führt die BOTSCHAFT zu Art. 27 Abs. 1 lit. b Ziff. 1 BEG indessen aus: „Der Nich-

---

denten oder gegenüber dem Verkehr handelte, sollen die Verfügungswirkungen trotz des mangelhaften Verpflichtungsgeschäfts kraft Vertrauensschutzes eintreten, siehe MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 Rz. 31.

<sup>119</sup> Siehe S. 7 (Zuordnung des Pfandrechts an Bucheffekten).

<sup>120</sup> Das Kausalitätsprinzip war indessen noch im Vorentwurf für ein Wertpapierverwahrungsgesetz explizit erwähnt, siehe den Entwurf und Kommentar WVG an die Schweizerische Bankiervereinigung vom 6. Januar 2003, 43 f. (abrufbar unter <<http://www.vondercrone.ch/projekte.php>>), insbesondere auch den Wortlaut von Art. 21 VE-WVG: „Die Übertragung von Rechten an sammelverwahrten Wertpapieren, Globalurkunden und Bucheffekten setzt einen gültigen Rechtsgrund voraus“.

<sup>121</sup> So in Art. 23 Abs. 3 und 31 Abs. 1 BEG. Vgl. FOËX, Titres intermédiés, 94.

<sup>122</sup> BOTSCHAFT BEG, 9375.



tigkeitsgrund muss sich auf die Weisung beziehen; eine Weisung, die in Ausführung eines widerrechtlichen oder sittenwidrigen Rechtsgeschäfts erteilt wird, ist selber nicht notwendigerweise widerrechtlich oder sittenwidrig<sup>123</sup>. Mit andern Worten: Trotz eines nichtigen Rechtsgrundes kann, so die BOTSCHAFT, die Weisung gültig sein. Die BOTSCHAFT spricht sich zu Art. 27 Abs. 1 lit. b Ziff. 1 BEG also entgegen dem Gesetzeswortlaut und in Widerspruch zum Botschaftstext zu Art. 28 Abs. 1 BEG gegen das Kausalitätsprinzip aus<sup>124</sup>. An anderer Stelle scheint die BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz wiederum von der Geltung des Kausalitätsprinzips auszugehen. Im Zusammenhang mit Art. 25 BEG wird ausgeführt, dass der „Pfandvertrag als Kausalgeschäft der dinglichen Verfügung nicht Gegenstand des BEG [sei]“<sup>125</sup>.

Ausgehend davon, dass es sich beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten um ein Fahrnispfandrecht handelt, und ausgehend davon, dass beim Fahrnispfandrecht aufgrund unbestrittener Lehre und Rechtsprechung das Kausalitätsprinzip zur Anwendung gelangt, ist festzuhalten: Weder dem BEG noch der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz kann in der geforderten Klarheit entnommen werden, dass das Kausalitätsprinzip im Bereich der Bucheffekten im Sinne einer Ausnahme nicht zur Anwendung gelangt. Es sind auch keine Gründe ersichtlich, die eine Abwendung vom Kausalitätsprinzip erforderlich machen würden. Im Gegenteil: Würde das Abstraktionsprinzip gelten, so wäre dies mit stossenden Ergebnissen verbunden. Der Dritte könnte diesfalls Eigentum oder ein Pfandrecht erwerben, obschon er vom fehlenden Rechtsgrund des Verfügungsgeschäftes zwischen dem Rechtsvorgänger und dem Veräusserer Kenntnis hat und damit bösgläubig ist<sup>126</sup>. Art. 29 Abs. 1 lit. a BEG, der den Schutz des guten Glaubens beim Erwerb vom Nichtberechtigten regelt, wäre im Falle der Geltung des Abstraktionsprinzips weitgehend obsolet.

Im Folgenden wird von der Geltung des Kausalitätsprinzips auch im Bereich des Pfandrechts an Aktien in der Form von Bucheffekten ausgegangen<sup>127</sup>.

#### IV. Ergebnisse

Ausgangspunkt der Untersuchung in diesem Paragrafen bildeten folgende Fragen: Wie ordnet sich das Pfandrecht an Aktien in den jeweiligen Ausgestaltungsformen im System des Sachenrechts ein? Und: Welche Erkenntnisse lassen sich daraus für die Normierung des Pfandrechts an Aktien ableiten? Die Analyse hat zu folgenden Ergebnissen geführt:

---

<sup>123</sup> BOTSCHAFT BEG, 9373.

<sup>124</sup> Vgl. FOËX, Titres intermédiés, 88 f.

<sup>125</sup> BOTSCHAFT BEG, 9370.

<sup>126</sup> Siehe zu diesem Fall EIGENMANN, SZW 2006, 111.

<sup>127</sup> Gl.A. HESS/STÖCKLI, SJZ 2010, 158. Offengelassen bei FOËX, Titres intermédiés, 89. Die Notwendigkeit der Geltung des Kausalitätsprinzips hervorgehoben bei EIGENMANN, SZW 2006, 111.

1. Die Errichtung des Pfandrechts an Aktien ist unabhängig von der Ausgestaltungsform möglich, so insbesondere auch an Aktien in der Form von Bucheffekten.
2. Das Pfandrecht an Aktien ist der Kategorie der Fahrnispfandrechte zuzuordnen. Pfandrechte an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten sind innerhalb der Fahrnispfandrechte als Rechtspfandrechte zu qualifizieren. Bei den Pfandrechten an Aktien in der Form von Bucheffekten wird von einer neuen Unterkategorie von Fahrnispfandrechten ausgegangen, nämlich dem Pfandrecht an Bucheffekten.
3. Primäre Rechtsquelle des Pfandrechts an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten sind die Bestimmungen des Rechtspfandrechts. Subsidiär dazu gelangen die Bestimmungen des Faustpfandrechts zur Anwendung. Soweit weder dem Rechtspfand- noch dem Faustpfandrecht eine Regelung entnommen werden kann, ist die analoge Anwendbarkeit grundpfandrechtlicher Normen zu prüfen.
4. Primäre Rechtsquelle des Pfandrechts an Aktien in der Form von Bucheffekten sind die Bestimmungen des BEG. Bei Gesetzeslücken im BEG ist auf das Sachenrecht des ZGB bzw. das Schuldrecht des OR *per analogiam* zurückzugreifen.
5. Gewisse Pfandrechtsprinzipien sind dem Pfandrechtsbegriff inhärent, und entsprechend ist von deren Anwendbarkeit auszugehen. Es handelt sich um die begriffsnotwendigen Prinzipien. Durchbrechungen dieser Axiome, basierend auf gesetzlicher Grundlage oder auf Rechtsprechung, sind möglich. Andere Pfandrechtsprinzipien sind dem Pfandrechtsbegriff nicht inhärent, sie werden entsprechend als nicht begriffsnotwendige Prinzipien bezeichnet. Sie gelten aufgrund positiv-rechtlicher Anordnung oder aufgrund gefestigter Rechtsprechung.
6. Zu den begriffsnotwendigen Prinzipien gehören das Akzessorietäts- und das Spezialitätsprinzip. Das Akzessorietätsprinzip wird mannigfach durchbrochen. Mit Bezug auf das Spezialitätsprinzip hat die Untersuchung ergeben, dass Art. 25 Abs. 2 lit. c BEG keine Durchbrechung des Grundsatzes darstellt.
7. Zu den nicht begriffsnotwendigen Prinzipien zählt das Publizitätsprinzip. Es findet beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren kraft gesetzlicher Anordnung im Faustpfandprinzip Ausdruck. Das Faustpfandprinzip wirkt auch beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertrechten in beschränktem Umfang nach: So ist etwa ein Mitgliedschaftsausweis auf den Gläubiger zu übertragen. Bei Fehlen eines solchen ist bei Wertrechten von einer Dispens vom Publizitätsprinzip auszugehen. Bei Aktien in der Form von Bucheffekten findet das Publizitätsprinzip im Kontrollprinzip Ausdruck.
8. Ebenfalls zu den nicht begriffsnotwendigen Prinzipien gehört das Prinzip der Altpriorität. Kraft gesetzlicher Anordnung gilt dieses Prinzip beim Pfandrecht an

Aktien unabhängig von deren Ausgestaltung. Der Grundsatz gilt indessen nicht uneingeschränkt: Einerseits sieht das Gesetz selbst Ausnahmen von diesem Prinzip vor. Andererseits sind Rangvereinbarungen nach der Lehre und Rechtsprechung bzw. basierend auf gesetzlicher Grundlage zulässig. Während Rangvereinbarungen bei Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten dingliche Wirkung zukommen, trifft dies auf Rangvereinbarungen bei Bucheffekten nicht zu: Hier entfalten Rangvereinbarungen allein Wirkungen *inter partes*.

9. Auch der Gutgläubensschutz ist dem Pfandrechtsbegriff nicht inhärent. Das Gesetz sieht beim Pfandrecht an Aktien nur teilweise einen solchen vor. So greift die Vermutung des guten Glaubens (bei Nachweis der Vermutungsbasis) bei Inhaber- oder Namenaktien, sofern diese nach Art. 901 ZGB verpfändet werden. Sie greift ebenfalls bei Aktien in der Form von Bucheffekten, sofern die Vermutungsbasis nachgewiesen wird. Die Ausprägung der Vermutungswirkung variiert, da der Grad der Fahrlässigkeit mit Bezug auf die Abweichung von der gebotenen Sorgfalt seitens des Pfandgläubigers divergiert. Werden Rekraktien verpfändet oder werden Inhaber- und Namenaktien nach Art. 900 Abs. 3 ZGB verpfändet, so greift, von einigen Ausnahmen abgesehen, keine Gutgläubensschutzvermutung. Dasselbe gilt beim Pfandrecht an Wertrechten.
10. Obschon das Kausalitätsprinzip dem Pfandrechtsbegriff nicht inhärent ist, haben Lehre und Rechtsprechung vor Inkrafttreten des BEG die Anwendbarkeit des Prinzips auf das Mobiliarsachenrecht, und damit auch auf das Fahrnispfand, bejaht. Die Untersuchung hat ergeben, dass keine Gründe ersichtlich sind, von der Geltung des Kausalitätsprinzips beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten abzuweichen. Das Kausalitätsprinzip findet demnach auf das Pfandrecht unabhängig von der Ausgestaltungsform der Aktien Anwendung.
11. Das Surrogationsprinzip gehört zu den nicht begriffsnotwendigen Prinzipien: Lehre und Rechtsprechung anerkennen die Möglichkeit, das Surrogationsprinzip vertraglich zu vereinbaren. Ohne vertragliche Vereinbarung gelangt das Surrogationsprinzip beim Pfandrecht an Aktien nicht zur Anwendung.

## § 2 Pfandrecht und Pfandgegenstand

Pfandgegenstand beim Rechtspfandrecht sind subjektive Rechte. Dass es sich beim Pfandrecht an Aktien um ein Rechtspfandrecht handelt, wurde dargelegt<sup>128</sup>. Ausgehend davon stellt sich für das Pfandrecht an Aktien die Frage: Welche subjektiven Rechte werden vom Pfandrecht erfasst?

Ausgangspunkt ist die Qualifikation der aktienrechtlichen Mitgliedschaft. Hiezu finden sich zwei Lehrmeinungen: Die Vertreter der vornehmlich älteren Lehrmeinung verstehen die Mitgliedschaft als Rechtsverhältnis. Pfandgegenstand sind die diesem Rechtsverhältnis entspringenden subjektiven Rechte. Nach dem Verständnis der neueren Lehrmeinung wird die Mitgliedschaft als solche als subjektives Recht verstanden: Pfandgegenstand ist nach diesem Verständnis die Mitgliedschaft (als subjektives Recht).

Diese beiden Lehrmeinungen sind nachfolgend in einem ersten Schritt darzustellen, in einem zweiten Schritt ist dazu Stellung zu beziehen und das Verständnis des Pfandgegenstandes für die vorliegende Arbeit festzulegen.

### I. Theorie der subjektiven Rechte des mitgliederschaftlichen Rechtsverhältnisses als Pfandgegenstand

#### 1. Verständnis der Mitgliedschaft als Rechtsverhältnis

Ein Rechtsverhältnis regelt die Rechtsbeziehung zwischen Rechtssubjekten<sup>129</sup>. Ein Rechtsverhältnis enthält als eines seiner Elemente mindestens ein subjektives Recht. Es kann aber auch eine Mehrheit von Rechten, Pflichten, Befugnissen, Obliegenheiten und sonstigen rechtlichen Regelungen enthalten<sup>130</sup>.

Eine erste Lehrmeinung versteht die Mitgliedschaft als Rechtsverhältnis im soeben umschriebenen Sinn. Entsprechend sind die in diesem mitgliederschaftlichen Rechtsverhältnis enthaltenen subjektiven Rechte Gegenstand des Pfandrechts.

#### 2. Pfandgegenstand

Wie erwähnt, versteht ein Teil der Lehre die Mitgliedschaft als Rechtsverhältnis. Pfandgegenstand sind demnach die diesem Rechtsverhältnis entspringenden subjek-

---

<sup>128</sup> Siehe S. 6 (Zuordnung des Pfandrechts an Aktien).

<sup>129</sup> PORTMANN, Subjektive Privatrechte, N 43; LARENZ/WOLF, Allgemeiner Teil, § 13 Rz. 8.

<sup>130</sup> LARENZ/WOLF, Allgemeiner Teil, § 13 Rz. 5; so auch PORTMANN, Subjektive Privatrechte, N 42: „erscheint das subjektive Recht als Element des Rechtsverhältnisses - neben andern Elementen wie Pflichten, Obliegenheiten, Zuständigkeiten und Erwerbsaussichten“. HADDING umschreibt den Konnex zwischen Rechtsverhältnis und subjektivem Recht als „Tatbestand“ (Rechtsverhältnis) und „Rechtsfolge“ (subjektives Recht), siehe HADDING, Mitgliedschaftsrechte, 34.

tiven Rechte. Uneinigkeit besteht innerhalb dieser Lehrmeinung indessen darin, in welchem Umfang die dem Rechtsverhältnis entspringenden, subjektiven Rechte vom Pfandrecht beschlagen werden: Während die einen Vertreter dieser Lehrmeinung der Ansicht sind, dass allein die vermögensmässigen Rechte Gegenstand des Pfandrechts sind, sind die andern Vertreter der Ansicht, dass das Pfandrecht sämtliche dem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis entspringenden Rechte, somit die vermögensmässigen und die nicht vermögensmässigen Rechte, erfasst<sup>131</sup>. Diese beiden Ansichten sind nachfolgend zu beleuchten:

**a) Pfandgegenstand sind ausschliesslich vermögensmässige Rechte**

Zugunsten der Ansicht, dass nur die vermögensmässigen Rechte<sup>132</sup> vom Pfandrecht umfasst sind, werden vorab folgende Argumente vorgebracht<sup>133</sup>:

Begründet wird dies einmal mit der Intensität der Bindung der nicht vermögensmässigen Rechte an das Rechtsverhältnis<sup>134</sup>. Diese Bindung sei so stark, dass eine Loslösung dieser Rechte nicht möglich sei. Dies treffe auf die vermögensmässigen Rechte nicht zu: Hier sei die Bindung an das Rechtsverhältnis „denkbar lose“<sup>135</sup>. Das Pfandrecht könne entsprechend nur die vermögensmässigen Rechte, nicht aber die nicht vermögensmässigen Rechte, umfassen<sup>136</sup>.

Zur Begründung herangezogen wird im Weiteren der Zweck des Pfandrechtes als Sicherungsrecht. Demnach soll das Pfandrecht dem Pfandgläubiger einzig Sicherung

---

<sup>131</sup> Vertreter der Ansicht, wonach *allein vermögensmässige Rechte* Pfandgegenstand bilden: BSK-BAUER, N 40 zu Art. 899 ZGB; KRUMMENACHER, Aufgeschobener Titeldruck, 78; HADDING, Mitgliedschaftsrechte, 41; KLINK, Mitgliedschaft, 125 ff., insb. 132 ff.; ZK-OFTINGER/BÄR, N 32 zu Art. 899 ZGB; FORRER, Mitgliedschaft und Beurkundung, 342; GLETTIG, Dingliche Rechte an Aktien, 152 ff.; PESTALOZZI-HENGGELER, Namenaktie und Vinkulierung, 79 f. Vertreter der Ansicht, wonach *sowohl vermögensmässige als auch nicht vermögensmässige Rechte* Pfandgegenstand bilden: BK-ZOBL, N 90 zu Art. 899 ZGB (unklar, ob die Mitgliedschaft gar als subjektives Recht verstanden wird, vgl. N 90 zu Art. 899 ZGB); MOSKRIC, Lombardkredit, 198 FN 1070; SCHWERI, Verpfändung von Namenaktien, 75; NÄGELE, Mitgliedschaftspapiere, 115 ff.

<sup>132</sup> Zu den vermögensmässigen Rechten zählen das Dividendenrecht (Art. 660 OR), das Recht auf Liquidationserlös (Art. 660 OR), ein allfälliges Recht auf Bauzinsen (Art. 676 OR) sowie ein allfälliges Recht auf Benutzung von Gesellschaftsanlagen, siehe etwa die tabellarische Übersicht bei FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 40 Rz. 13. Zum teilweisen vermögensrechtlichen Charakter des Bezugs- und Vorwegzeichnungsrechts (Art. 652b OR; 653c OR) siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 40 Rz. 15. Zu den nicht vermögensmässigen Rechten siehe FN 139.

<sup>133</sup> Zu den Vertretern dieser Ansicht siehe FN 131.

<sup>134</sup> FORRER, Mitgliedschaft und Beurkundung, 60. Zu den nicht vermögensmässigen Rechten siehe FN 139.

<sup>135</sup> FORRER, Mitgliedschaft und Beurkundung, 64.

<sup>136</sup> FORRER, Mitgliedschaft und Beurkundung, 63.

gewähren. Daraus sei zu schliessen, dass die nicht vermögensmässigen Rechte, denen jegliche Werthaltigkeit entgehe, entsprechend auch nicht vom Pfandrecht erfasst seien<sup>137</sup>. Schliesslich wird auch mit Art. 905 ZGB argumentiert, wonach die Vertretung der verpfändeten Aktien in der Generalversammlung dem Aktionär bzw. Verpfänder und nicht dem Pfandgläubiger zukomme. Dies zeige, dass der Komplex der nicht vermögensmässigen Rechte nicht vom Pfandrecht erfasst sei<sup>138</sup>.

## **b) Pfandgegenstand sind vermögensmässige und nicht vermögensmässige Rechte**

Zugunsten der Ansicht, wonach sämtliche durch die Mitgliedschaft vermittelten subjektiven Rechte, somit die vermögensmässigen und die nicht vermögensmässigen Rechte<sup>139</sup>, vom Pfandrecht erfasst werden, finden sich im Wesentlichen folgende Argumente<sup>140</sup>:

Bei der Pfandverwertung wird dem Erwerber die gesamte Rechtsstellung als Aktionär übertragen. Umfasse aber die Verpfändung nur die vermögensmässigen Rechte, sei die Rechtsgrundlage für die Übertragung der gesamten Rechtsposition unklar<sup>141</sup>. Nach dieser Lehrmeinung steht auch Art. 905 ZGB mit der Annahme der Übertragung sämtlicher Rechte nicht im Widerspruch: Besagte Bestimmung sei einzig eine Aufteilung der Rechtsausübungskompetenzen vor der Pfandverwertung zwischen dem Verpfänder und dem Pfandgläubiger<sup>142</sup>.

## **II. Theorie der Mitgliedschaft als Pfandgegenstand**

Die neuere Lehre versteht die Mitgliedschaft nicht mehr nur als Rechtsverhältnis, sondern als subjektives Recht.

Ausgangspunkt dieses Verständnisses bildet auch hier der Konnex zwischen Rechtsverhältnis und den daraus fliessenden Elementen, mitunter den subjektiven Rechten und Rechtspflichten. Während nach der älteren Lehrmeinung das Rechtsverhältnis einen unvollkommenen Verfügungsgegenstand darstellt, wird in der neu-

---

<sup>137</sup> KRUMMENACHER, Aufgeschobener Titeldruck, 78; BSK-BAUER, N 40 zu Art. 899 ZGB. PESTALOZZI-HENGGELER, Namenaktie und Vinkulierung, 79; FORRER, Mitgliedschaft und Beurkundung, 342; GLETTIG, Dingliche Rechte an Aktien, 134 f.

<sup>138</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 2 zu Art. 905 ZGB.

<sup>139</sup> Zu den vermögensmässigen Rechten siehe FN 132. Zu den nicht vermögensmässigen Rechten zählen die Mitwirkungs- und Schutzrechte sowie teilweise auch das Bezugs- und das Vorwegzeichnungsrecht, siehe etwa die tabellarische Übersicht bei FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 40 N 13.

<sup>140</sup> Zu den Vertretern dieser Ansicht siehe FN 131.

<sup>141</sup> BK-ZOBL, N 90 zu Art. 899 ZGB. Ihm zustimmend MOSKRIC, Lombardkredit, 198 FN 1070. Ferner SCHWERI, Verpfändung von Namenaktien, 75.

<sup>142</sup> BK-ZOBL, N 90 zu Art. 899 ZGB.

eren Lehrmeinung die Ansicht vertreten, dass es sich bei der Mitgliedschaft ihrerseits um ein subjektives Recht handelt<sup>143</sup>. Dadurch wird die Mitgliedschaft Verfügungsgegenstand und kann Gegenstand dinglicher Belastung sein.

### III. Stellungnahme

#### 1. Die Mitgliedschaft als subjektives Recht?

Die Mitgliedschaft als solche kann überhaupt nur dann Gegenstand eines Pfandrechts sein, wenn sie als subjektives Recht qualifiziert. Demnach stellt sich die Frage, ob es sich bei der Mitgliedschaft um ein subjektives Recht handelt. Dies ist im Folgenden zu prüfen.

##### a) Theorie der kombinierten subjektiven Rechte

Bei subjektiven Rechten handelt es sich gemäss PORTMANN um „ein privatrechtliches Privileg der Person, wonach sie sich in bestimmter Weise verhalten darf, eine bestimmte Rechtswirkung herbeiführen kann oder (und) wonach ihr ein fremdes Verhalten geschuldet ist“<sup>144</sup>.

PORTMANN legt nun dar, dass als subjektive Rechte in diesem Sinne nicht nur einzelne Rechte qualifiziert werden können, sondern auch kombinierte Rechte. Ausgangspunkt von kombinierten Rechten ist das Vorhandensein eines Rechtskomplexes. Ein solcher liegt vor, wenn in einem Rechtsverhältnis nicht nur ein subjektives Recht enthalten ist, sondern diesem gleichzeitig mehrere Elemente wie etwa verschiedene subjektive Rechte, Pflichten und Obliegenheiten immanent sind<sup>145</sup>.

---

<sup>143</sup> Vertreter dieser Lehrmeinung sind: MÜLBERT, *Aktie*, 699; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 25 ff.; LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, § 15 Rz. 86; HABERSACK, *Mitgliedschaft*, 70 ff., insb. 92 f.; FLUME, *Juristische Person*, § 8 I, 258; RÖTTGER, *Kernbereichslehre*, 58 ff.; LUTTER, *AcP* 1980, 101 f.; WIEDEMANN, *Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten*, 39; SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, § 19 I, 549 f. Vgl. im Zusammenhang mit Gesamthandschaften: WOLF, *Grundfragen*, 47 ff., insb. 51; WOLF, *Einfache Gesellschaft*, 57; MÜLLER, *Einfache Gesellschaft*, N 274 ff.; HUBER, *Personalgesellschaften*, 164. Folgende Autoren sprechen sich explizit gegen das Verständnis der Mitgliedschaft als subjektives Recht aus: HADDING, *Mitgliedschaftsrechte*, 31, 39 ff.; KLINK, *Mitgliedschaft*, 126 ff.

<sup>144</sup> PORTMANN, *Subjektive Privatrechte*, N 70.

<sup>145</sup> PORTMANN, *Subjektive Privatrechte*, N 384. Ähnlich auch LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, § 13 Rz. 5 f.: LARENZ/WOLF verstehen unter einem „komplexen Rechtsverhältnis“ jedes Rechtsverhältnis, aus dem mehr als nur ein einzelnes subjektives Recht entspringt. Ein komplexes Rechtsverhältnis liegt demnach vor, wenn in einem Rechtsverhältnis „eine Mehrheit von Rechten, Pflichten, Befugnissen, Obliegenheiten und sonstigen rechtlichen Regelungen enthalten [sind], die untereinander in einem bestimmten Zusammenhang stehen“.

Die Verbindung der einzelnen Elemente untereinander kann nun so eng sein, dass der Rechtskomplex als kombiniertes subjektives Recht erscheint<sup>146</sup>.

## b) Die Mitgliedschaft: kombiniertes subjektives Recht?

Ausgehend davon, dass es sich bei den aus dem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis entspringenden Elementen unstreitig um einen Rechtskomplex im beschriebenen Sinn handelt, ist zu prüfen, ob es sich bei der Mitgliedschaft um ein kombiniertes subjektives Recht handelt, das seinerseits unter den Begriff des subjektiven Rechts fällt. Anders gewendet geht es um die Frage, ob sich der mitgliedschaftliche Rechtskomplex zu einem subjektiven Recht verdichtet.

Geprüft wird in einem ersten Schritt, ob die dem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis immanenten Pflichten der Annahme eines kombinierten subjektiven Rechts entgegenstehen. In einem zweiten Schritt werden rechtliche Kennzeichen geprüft, die auf eine Verdichtung des mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnisses zu einem kombinierten subjektiven Recht hinweisen.

### aa) *Mitgliedschaftspflichten als Hinderungsgrund?*

Pfandgegenstand des Rechtspfandrechts sind subjektive Rechte. Daher bleibt zu prüfen, ob das Vorhandensein von Pflichten im mitgliedschaftlichen Rechtskomplex einer Verdichtung zu einem kombinierten subjektiven Recht entgegensteht. Es geht somit konkret um die Frage, ob die Mitgliedschaft trotz der Mitgliedschaftspflichten als kombiniertes subjektives Recht anerkannt werden kann.

Als mitgliedschaftliche Pflicht steht bei Aktien vorab die Liberierungspflicht zur Diskussion<sup>147</sup>. Für Grossaktionäre resultieren zudem diverse weitere Pflichten aus dem Börsen- und Bankengesetz. Es handelt sich um die Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen, die Pflicht zu einem öffentlichen Kaufangebot sowie die Meldepflicht gegenüber der Aufsichtsbehörde<sup>148</sup>.

PORTMANN hält im Zusammenhang mit kombinierten Rechten fest, dass sich Rechte nicht nur mit Rechten, die ihrer Erfüllung oder Ausübung dienen, verbinden kön-

---

<sup>146</sup> PORTMANN, Subjektive Privatrechte, N 385.

<sup>147</sup> FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 42 N 2. Zum Fehlen weiterer vermögensrechtlicher und nicht vermögensrechtlicher Pflichten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 42 N 16 ff.

<sup>148</sup> Art. 20 BEHG, Art. 32 Abs. 1 BEHG und Art. 3 Abs. 5 BankG. Zu diesen Pflichten siehe etwa FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 42 Rz. 37 ff., sowie MEYER-HAYOZ/FORSTMOSER, Gesellschaftsrecht, § 16 Rz. 158 ff. Da die Frage, ob es sich bei der Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft um ein subjektives Recht handelt, für sämtliche Aktiengesellschaften einheitlich zu beurteilen ist, sind auch diese Pflichten in die Diskussion einzubeziehen, obschon der Untersuchungsgegenstand nur nicht börsennotierte Aktien umfasst.



nen, sondern auch mit Pflichten. Bei diesen Pflichten handle es sich „nicht um Pflichten, die Rechten als Korrelate gegenüberstehen (wie etwa die Schuld im Verhältnis zur Forderung), sondern um Pflichten, die den Inhaber der Rechte treffen, auf die sie sich beziehen“<sup>149</sup>. In die gleiche Richtung argumentiert HABERSACK<sup>150</sup>: Er hält fest, dass die Mitgliedschaft trotz der immanenten Pflichten als subjektives Recht zu anerkennen sei. Auszugehen sei nämlich davon, dass jedem Recht auch Pflichten folgen können. Solange diesen Pflichten ein untergeordnetes Gewicht im Verhältnis zu den Rechten zukomme, stehe einer Qualifikation der Mitgliedschaft als subjektivem Recht nichts entgegen, sondern es sei im Einzelfall zu prüfen, welches Gewicht den Pflichten im Verhältnis zu den Rechten zukomme.

Anders als eine Hauptleistungspflicht in einem gewöhnlichen Rechtsverhältnis hat die Liberierungspflicht eine rein „dienende Funktion“. Die Liberierungspflicht hat den Zweck, die objektive Grundlage zur Schaffung der gesellschaftlichen Organisation und deren anschliessender Aktivierung im Sinne der gesellschaftlichen Zweckerreichung sicherzustellen. Damit stellt die Liberierungspflicht sozusagen die „Kehrseite der Medaille“ dar, wonach jedem Recht auch Pflichten folgen können. Damit aber ist festzuhalten, dass einer Qualifikation des mitgliedschaftlichen Rechtskomplexes in der Gesamtheit als Recht trotz Vorhandenseins der Liberierungspflicht nichts im Wege steht<sup>151</sup>.

Ob es sich bei den aus dem Börsen- und Bankengesetz resultierenden Pflichten überhaupt um Pflichten aus dem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis handelt, ist fraglich. Diese Pflichten sind öffentlich-rechtlicher und somit zwingender Natur. Demnach sind sie unabhängig von einem rechtsgeschäftlichen Willen der Parteien zu erfüllen<sup>152</sup>. Es bestehen somit gute Gründe, an der mitgliedschaftlichen Natur dieser Pflichten zu zweifeln. Selbst wenn aber die mitgliedschaftliche Natur dieser Pflichten bejaht wird, so ist auch hier deren „dienende Funktion“ erkennbar. Die Offenlegungspflicht<sup>153</sup> dient dem Interesse der Kleinaktionäre und allgemein den Investoren: Ihnen sollen bedeutende Positionen transparent gemacht werden<sup>154</sup>. Die Angebotspflicht<sup>155</sup> will den Publikumsaktionär schützen, indem sie diesem bei einem Kontrollwechsel die Möglichkeit zum Ausstieg gibt<sup>156</sup>. Die Stossrichtung dieser Pflichten liegt damit in der Transparenz des Kapitalmarkts<sup>157</sup>; darin, in der Transparenzfunkti-

---

<sup>149</sup> PORTMANN, Subjektive Privatrechte, N 395.

<sup>150</sup> HABERSACK, Mitgliedschaft, 93 ff.

<sup>151</sup> Im Ergebnis bezüglich der Liberierungspflicht gl.A. APFELBAUM, Mitgliedschaft, 25 f.; HABERSACK, Mitgliedschaft, 96 f. Die Möglichkeit der Verpfändung von Pflichten generell verneinend, HADDING, Mitgliedschaftsrechte, 41.

<sup>152</sup> BERTSCHINGER, AJP 1997, 285.

<sup>153</sup> Art. 20 Abs. 1 BEHG.

<sup>154</sup> Siehe etwa MEYER-HAYOZ/FORSTMOSER, Gesellschaftsrecht, § 16 Rz. 160.

<sup>155</sup> Art. 32 Abs. 1 BEHG.

<sup>156</sup> Siehe etwa MEYER-HAYOZ/FORSTMOSER, Gesellschaftsrecht, § 16 Rz. 164.

<sup>157</sup> Komm. BankG-KLEINER/ROTH/ZOBL/SCHWOB, N 268 zu Art. 3 BankG.

on, besteht letztlich auch die „dienende Funktion“ dieser Pflichten. Eine andere Zielsetzung verfolgt die Meldepflicht nach Art. 3 Abs. 5 BankG. Sie steht im Zusammenhang mit dem Gläubiger- und Funktionsschutz des Bankengesetzes<sup>158</sup>. Aber auch hier handelt es sich nicht um eine Pflicht, die als Gegenstück zu einem Recht zu betrachten ist. Die fehlende Korrelation zwischen Recht und Pflicht ergibt sich auch daraus, dass die Meldepflicht nicht gegenüber der Gesellschaft als Partei des Rechtsverhältnisses, sondern gegenüber der Aufsichtsbehörde besteht. Damit aber ist auch mit Bezug auf diese öffentlich-rechtlichen Pflichten festzuhalten, dass einer Qualifikation des mitgliedschaftlichen Rechtskomplexes in der Gesamtheit als Recht nichts im Wege steht.

*bb) Verdichtungskennzeichen*

Dass es sich beim mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis um einen Rechtskomplex handelt, ist unstrittig. Zu prüfen ist, ob sich dieser Rechtskomplex auch zu einem subjektiven Recht verdichtet. Im Ergebnis ist diese Frage aufgrund der nachfolgend diskutierten Verdichtungskennzeichen zu bejahen:

(1) Bindungsintensität

PORTMANN bezeichnet die Bindungsintensität zwischen den im Rechtskomplex verstrickten Elementen als Kriterium für die Differenzierung zwischen Rechtskomplex und kombiniertem subjektivem Recht. Die Intensität der Verbindung zwischen diesen Elementen sei indes keine exakt messbare Grösse, weshalb eine allgemeine Feststellung dahingehend, wann ein Rechtskomplex und wann ein kombiniertes Recht vorliegt, nicht möglich sei<sup>159</sup>. Nachfolgend wird diese Bindungsintensität im mitgliedschaftlichen Rechtskomplex untersucht:

Unter deutschem Recht findet sich ein Anhaltspunkt für die Bindungsintensität im Abspaltungsverbot gemäss § 717 BGB. Demnach können Schutz- und Teilhaberechte sowie die Vermögensstammrechte nicht Gegenstand isolierter Verfügung sein<sup>160</sup>. Im deutschen Recht lässt sich aus dem Abspaltungsverbot eine erhöhte Bindungsintensität ableiten: Während in einem gewöhnlichen Rechtsverhältnis subjektive Rechte von

---

<sup>158</sup> Vgl. Komm. BankG-KLEINER/ROTH/ZOBL/SCHWOB, N 268 zu Art. 3 BankG; zum Gläubigerschutz- und Funktionsschutzzweck des Bankengesetzes siehe etwa Komm. BankG-KLEINER/ROTH/SCHWOB, N 16 zu Art. 1 BankG.

<sup>159</sup> PORTMANN, Subjektive Privatrechte, N 385.

<sup>160</sup> Zur Unterteilung der mitgliedschaftlichen Rechte und Pflichten unter deutschem Recht siehe etwa SCHMIDT, Gesellschaftsrecht, § 19 III, 557 f. Zur Frage, welche mitgliedschaftlichen Rechte vom Abspaltungsverbot erfasst sind, siehe HABERSACK, Mitgliedschaft, 79 ff.

ihrer Entstehungsgrundlage getrennt werden können, ist dies beim mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis nicht mehr möglich<sup>161</sup>.

Anders als im deutschen Recht kennt das schweizerische Recht zwar kein gesetzliches Abspaltungsverbot. Dennoch wird die Abspaltungsmöglichkeit der nicht vermögensmässigen Rechte vom mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis aufgrund erhöhter Bindungsintensität in der Lehre verneint<sup>162</sup>. Diese enge Verbindung besteht indessen nicht nur zwischen Rechtsverhältnis und nicht vermögensmässigen Rechten. Vielmehr sind sämtliche dem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis entspringenden Elemente miteinander verstrickt<sup>163</sup>. Entsprechend lässt sich auch im schweizerischen Recht eine erhöhte Bindungsintensität der dem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis immanenten Elemente feststellen. Aus dieser erhöhten Bindungsintensität kann zumindest ein rechtliches Anzeichen entnommen werden, wonach sich der mitgliedschaftliche Rechtskomplex zu einem kombinierten subjektiven Recht verdichtet.

(2) Parallele zwischen der Mitgliedschaft zu anerkannten kombinierten subjektiven Rechten

Anerkannte kombinierte subjektive Rechte sind etwa das Eigentum oder die beschränkten dinglichen Rechte<sup>164</sup>. Ausgehend davon stellt sich die Frage, ob zwischen diesen anerkannten kombinierten subjektiven Rechten und der Mitgliedschaft Parallelen bestehen.

Der Brückenschlag zwischen Eigentum und Mitgliedschaft eignet sich nur beschränkt<sup>165</sup>. Das Rechtsverhältnis bei Eigentum ist nur latent vorhanden, nämlich zwischen dem Eigentümer und allen anderen Rechtssubjekten<sup>166</sup>. Bei der Mitgliedschaft aber handelt es sich um ein konkretisiertes Rechtsverhältnis. Aufgrund dieses strukturellen Unterschieds schlägt HABERSACK vor, die Parallele nicht zum Eigentum, sondern zum beschränkten dinglichen Recht zu ziehen<sup>167</sup>. Hier bestehen zwei

---

<sup>161</sup> HABERSACK, Mitgliedschaft, 82.

<sup>162</sup> So explizit FORRER, Mitgliedschaft und Beurkundung, 60 ff.

<sup>163</sup> Vgl. BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 4 f.: Die Aktienrechte „sind untereinander derart eng verknüpft, dass das Mitgliedschaftsrecht als Ganzes nicht bei einer der herkömmlichen Rechtskategorien einzureihen, sondern nur als heterogener Rechtskomplex eigener Art zu verstehen ist“.

<sup>164</sup> PORTMANN, Subjektive Privatrechte, N 387 ff. (mit einer Aufzählung von weiteren anerkannten kombinierten subjektiven Rechten).

<sup>165</sup> Anders aber RÖTTGER, Kernbereichslehre, 59 ff.

<sup>166</sup> Zum Begriff des latenten Rechtsverhältnisses siehe LARENZ/WOLF, Allgemeiner Teil, § 13 Rz. 10. Ähnlich auch PORTMANN, Subjektive Privatrechte, N 43: „Rechtsbeziehungen sind normative Beziehungen und können als solche ausschliesslich zwischen Rechtssubjekten bestehen. Daher ist es unzutreffend, das dingliche Recht als Rechtsbeziehung zwischen einer Person und einer Sache aufzufassen“.

<sup>167</sup> HABERSACK, Mitgliedschaft, 71 f.

Rechtsverhältnisse: Einerseits besteht das Rechtsverhältnis zwischen dem Inhaber des beschränkten dinglichen Rechts und dessen Besteller. Es handelt sich dabei um ein konkretisiertes Rechtsverhältnis. Andererseits besteht ein latentes Rechtsverhältnis zwischen dem Inhaber des beschränkten dinglichen Rechts und allen andern Rechtssubjekten. Der Konzeption des Gesetzgebers entspreche aber trotz Vorliegen zweier theoretisch trennbarer Rechtsverhältnisse eine einheitliche Betrachtung der Gesamtrechtsstellung des Inhabers des beschränkten dinglichen Rechts. Daraus leitet HABERSACK treffend ab, dass sich auch ein konkretisiertes Rechtsverhältnis zu einem subjektiven Recht verdichten kann. Demnach kann sich auch das mitgliedschaftliche Rechtsverhältnis (als konkretisiertes Rechtsverhältnis) zu einem subjektiven Recht verdichten.

Die Ähnlichkeit zwischen dem beschränkten dinglichen Recht als kombiniertem subjektivem Recht und der Mitgliedschaft kann nun darin gesehen werden, dass sich sowohl die Stellung des Inhabers des beschränkten dinglichen Rechts als auch diejenige des Mitglieds nicht darin erschöpft, dass durch das Rechtsverhältnis Rechte und Pflichten begründet werden. Der Aussagegehalt, Partei eines Gesellschaftsvertrages zu sein, geht weiter als etwa derjenige, Partei eines Kaufvertrages zu sein<sup>168</sup>. Sowohl dem Inhaber des beschränkten dinglichen Rechts als auch dem Mitglied stehen nämlich gewisse Gestaltungsbefugnisse zu. Während diese beim beschränkten dinglichen Recht im Gebrauch, in der Nutzung oder der Verwertung der Sache liegen, kann die Gestaltungsbefugnis des Mitglieds darin gesehen werden, als Teil des Verbandes am Verbandsleben teilzunehmen und dessen Schicksal zu bestimmen<sup>169</sup>. Eine Ähnlichkeit zwischen beschränkten dinglichen Rechten und der Mitgliedschaft ist somit zu erkennen. In dieser Parallelität liegt ein weiteres rechtliches Anzeichen, wonach sich der mitgliedschaftliche Rechtskomplex zu einem kombinierten subjektiven Recht verdichtet.

## **2. Ablehnung der Theorie der subjektiven Rechte des mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnisses als Pfandgegenstand**

Wie dargelegt, können nach einem Teil der Lehre vom Pfandrecht überhaupt nur die dem Rechtsverhältnis entspringenden subjektiven Rechte erfasst werden. Uneinigkeit besteht dabei, ob sämtliche subjektiven Rechte oder aber nur die nicht vermögensmässigen subjektiven Rechte vom Pfandrecht erfasst werden<sup>170</sup>.

Abzulehnen ist die Ansicht, wonach sich überhaupt nur die vermögensmässigen Rechte als Pfandgegenstand eignen und eine Verpfändung der nicht vermögensmäs-

---

<sup>168</sup> APFELBAUM, Mitgliedschaft, 26.

<sup>169</sup> Vgl. HABERSACK, Mitgliedschaft, 78: „jedenfalls aber weist die mit der Mitgliedschaft verbundene permanente Gestaltungsbefugnis eine gewisse Ähnlichkeit mit anerkannten subjektiven Rechten wie etwa den Sachen- und Immaterialgüterrechten auf“.

<sup>170</sup> Siehe S. 29 (Theorie der subjektiven Rechte des mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnisses als Pfandgegenstand).

sigen Rechte zufolge fehlender Werthaltigkeit nicht in Frage komme. Einer solchen getrennten Betrachtung der beiden Rechtskomplexe auf deren Verpfändbarkeit hin kann nicht zugestimmt werden. Zwischen den vermögensmässigen und den nicht vermögensmässigen Rechten bestehen zahlreiche Interdependenzen und Verflechtungen: So kann sich z.B. die Ausübung des Stimmrechts negativ oder positiv auf den Wert des Pfandrechtes auswirken. Wird etwa an der Generalversammlung die Änderung der Dividendenpolitik beschlossen, so hat dies zweifelsohne Auswirkungen auf das Dividendenrecht: Hier dienen die nicht vermögensmässigen Rechte der Sicherung der vermögensmässigen Rechte, womit ersteren aber durchaus auch Werthaltigkeit zu attestieren ist. Auch soweit argumentiert wird, dass gemäss Art. 905 ZGB das Stimmrecht beim Verpfänder bleibt und dies entsprechend ein Hinweis darauf sei, dass die nicht vermögensmässigen Rechte eben nicht vom Pfandrecht erfasst würden, kann nicht zugestimmt werden. Bei dieser Bestimmung ist einzig von der Regelung der Ausübungskompetenz des Stimmrechts zwischen dem Verpfänder und dem Pfandgläubiger auszugehen. Dass Art. 905 ZGB allein die Ausübungskompetenz regelt und daraus keine Rückschlüsse auf die Frage der Erfassung vom Pfandrecht gezogen werden dürfen, zeigen etwa auch die Regelungen von Art. 25 BEG und Art. 904 ZGB: Gemäss diesen Bestimmungen verbleibt das Recht zum Bezug der Dividenden grundsätzlich beim Verpfänder<sup>171</sup>. Dass das Dividendenrecht als vermögensmässiges Recht aber vom Pfandrecht erfasst wird, ist unbestritten. Während Art. 905 ZGB und Art. 25 BEG die Ausübungskompetenz bezüglich des Stimmrechts dem Verpfänder zuweisen, weisen Art. 904 ZGB und Art. 25 BEG diesem die Ausübungskompetenz bezüglich des Dividendenrechts zu. Die Rechte selbst sind indessen vom Pfandrecht erfasst.

Den Vertretern der Ansicht, wonach zwar sowohl die vermögensmässigen als auch die nicht vermögensmässigen Rechte, nicht aber die Mitgliedschaftspflichten, vom Pfandrecht erfasst sind, müssen verwertungsrechtliche Argumente entgegengehalten werden. Diese Ansicht kollidiert mit der Tatsache, dass bei der Pfandverwertung dem Erwerber unstreitig die gesamte Rechtsstellung als Aktionär übertragen wird. Rein die Verpfändung sämtlicher Rechte vermag im Verwertungsfall nicht die gesamte Rechtsstellung auf den Erwerber zu übertragen. Nur durch die Verpfändung der Mitgliedschaft in ihrer Gesamtheit - und dazu gehören unstreitig auch die Mitgliedschaftspflichten - ist die vollständige Übertragung der Rechtsposition auf den Erwerber anlässlich des Verwertungsverfahrens überhaupt erklärbar<sup>172</sup>.

---

<sup>171</sup> BOTSCHAFT BEG, 9370.

<sup>172</sup> So auch unter deutschem Recht APFELBAUM, Mitgliedschaft, 25 f. Ein Teil der Vertreter derjenigen Lehrmeinung, wonach sowohl die vermögensmässigen als auch die nicht vermögensmässigen Rechte vom Pfandrecht erfasst werden, argumentiert in ähnlicher Weise. Hier wird indessen verkannt, dass der Mitgliedschaft auch Pflichten immanent sind, siehe BK-ZOBL, N 90 zu Art. 899 ZGB; MOSKRIC, Lombardkredit, 198 FN 1070; SCHWERI, Verpfändung von Namenaktien, 75.

### 3. Zwischenergebnis: Pfandgegenstand ist die Mitgliedschaft

Es wurde dargelegt, dass dem Verständnis der Mitgliedschaft als subjektivem Recht das Vorhandensein von Mitgliedschaftspflichten nicht entgegensteht: Es handelt sich dabei um rein dienende Pflichten.

Es wurde im Weiteren aufgezeigt, dass zwischen den einem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis immanenten Rechten und Pflichten eine Bindungsintensität besteht, die verglichen mit derjenigen in einem gewöhnlichen komplexen Rechtsverhältnis verstärkt ist. Ein Vergleich mit dem beschränkten dinglichen Recht als anerkanntem kombiniertem subjektivem Recht hat sodann einerseits ergeben, dass sich nicht nur latente, sondern auch konkretisierte Rechtsverhältnisse zu einem subjektiven Recht verdichten können. Zudem hat dieser Vergleich ergeben, dass die Stellung des Rechtssubjekts in einem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis insofern mit der Stellung des Inhabers eines beschränkten dinglichen Rechts vergleichbar ist, als in beiden Fällen dem Rechtssubjekt eine gewisse Gestaltungsbefugnis zukommt und sich die Stellung des Rechtssubjekts im Rechtsverhältnis nicht in der Begründung von Rechten und Pflichten erschöpft.

Zieht man Bilanz, so sprechen die besseren Gründe für die Annahme eines subjektiven Rechts der Mitgliedschaft. Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird demnach die Ansicht vertreten, dass es sich bei der Mitgliedschaft um ein (kombiniertes) subjektives Recht handelt.

## IV. Ergebnisse

Ausgangspunkt der Untersuchung in diesem Paragrafen bildete die Frage nach dem Pfandgegenstand beim Pfandrecht an Aktien. Die Untersuchung lässt folgenden Schluss zu:

1. Pfandgegenstand beim Pfandrecht an Aktien ist die Mitgliedschaft als solche, nämlich verstanden als subjektives Recht.
2. Das Verständnis der Mitgliedschaft als Pfandgegenstand gilt unabhängig davon, ob es sich im Einzelfall bei den verpfändeten Aktien um Wertpapiere, Wertrechte oder Bucheffekten handelt.



---

## ZWEITER TEIL: ERRICHTUNGSPHASE

Der zweite Teil der Untersuchung analysiert die Errichtungsphase des Pfandrechts an Aktien. In der Praxis ist die Errichtung des Pfandrechts an Aktien regelmässig mit Schwierigkeiten verbunden. Es stellen sich etwa Fragen nach der geeigneten Indossamentform, nach der Eintragungspflicht im Aktienbuch oder nach dem Gutgläubensschutz. Die Einführung des BEG hat zahlreiche weitere Problemfelder geschaffen.

Im Fokus stehen in diesem zweiten Teil deshalb folgende Fragen: *Welches sind die gesetzlichen Anforderungen an die rechtsgültige Errichtung des Pfandrechts an nicht mediatisierten Aktien (d.h. an Wertpapieren und Wertrechten) einerseits und an mediatisierten Aktien (d.h. an Bucheffekten) andererseits?*

Ausgehend davon wurde folgender Aufbau gewählt: § 3 handelt von den Anforderungen an die Errichtung des Pfandrechts bei nicht mediatisierten Aktien und damit an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten. § 4 diskutiert die Anforderungen an die Errichtung des Pfandrechts an mediatisierten Aktien und damit an Aktien in der Form von Bucheffekten.



### § 3 Pfanderrichtung an nicht mediatisierten Aktien (Wertpapiere, Wertrechte)

Werden Aktien nicht mediatisiert, d.h. ausserhalb einer Verwahrungsstelle aufbewahrt, so können Aktien in der Form von Wertpapieren<sup>173</sup> oder Wertrechten<sup>174</sup> in Erscheinung treten. Entsprechend ist dieser Paragraf denn auch unterteilt in die Errichtung des Pfandrechts an Wertpapieren einerseits und an Wertrechten andererseits. Ein Fokus wird jeweils auf den Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens gesetzt.

#### I. Wertpapiere

Wertpapiere können nach herrschender Lehre und Rechtsprechung auf zwei Arten verpfändet werden, nämlich erstens nach Art. 901 ZGB (sog. wertpapiermässige Verpfändung) und zweitens nach Art. 900 Abs. 3 ZGB (sog. nicht wertpapiermässige Verpfändung)<sup>175</sup>. Es ist dabei vorwegzunehmen, dass Wertpapiere in der Praxis mehrheitlich nach Art. 901 ZGB verpfändet werden. Der Grund hiefür dürfte im Gutglaubensschutz liegen, der, wie zu zeigen sein wird, bei einer Verpfändung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB weitgehend fehlt.

##### 1. Wertpapiermässige Pfanderrichtung (Art. 901 ZGB)

Die wertpapiermässige Pfanderrichtung setzt ein Dreifaches voraus, nämlich erstens einen Pfandvertrag, zweitens eine Verfügungshandlung und drittens Verfügungsmacht des Verpfänders. Auf diese Voraussetzungen ist nachfolgend einzugehen:

###### a) Pfandvertrag

Der mündlich oder schriftlich abgeschlossene Pfandvertrag zwischen Pfandgläubiger und Verpfänder ist Voraussetzung für die Errichtung des Pfandrechts. Unter dem Pfandvertrag wird jenes obligatorische Rechtsgeschäft verstanden, „durch welches sich der Verpfänder gegenüber dem Pfandgläubiger zur sachenrechtlichen Konstituierung eines Pfandrechts an einer Pfandsache zwecks Sicherstellung einer Pfandforderung verpflichtet, wodurch der Pfandgläubiger gegen den Verpfänder einen schuldrechtlichen Anspruch auf die Pfandbestellung erwirbt“<sup>176</sup>. Aus dieser Umschreibung ist ersichtlich, dass dem Pfandvertrag zwei Funktionen zukommen:

---

<sup>173</sup> Art. 965 OR (Begriff des Wertpapiers).

<sup>174</sup> Art. 973c OR (Begriff des Wertrechts).

<sup>175</sup> Siehe BK-ZOBL, N 107 zu Art. 901 ZGB (mit Verweisen auf die herrschende Lehre und Rechtsprechung). So auch SCHMID/HÜRLIMANN-KAUP, Sachenrecht, N 1954.

<sup>176</sup> BK-ZOBL, N 326 zu Art. 884 ZGB. Für ähnliche Definitionen siehe etwa FOËX, Gage mobilier, N 62; ZK-OFTINGER/BÄR, N 88 zu Art. 884 ZGB.

Erstens enthält er das Pfandbestellungsversprechen: Der Verpfänder wird in die Pflicht gestellt, dem Pfandgläubiger das Pfandrecht am Pfandgegenstand zwecks Sicherstellung einer Forderung zu verschaffen<sup>177</sup>. Zweitens bildet der Pfandvertrag den Rechtsgrund für das Pfandrecht<sup>178</sup>. Da das Kausalitätsprinzip auf das Pfandrecht an Aktien Anwendung findet, ist das Vorliegen eines gültigen Rechtsgrundes Voraussetzung für den Bestand des Pfandrechts<sup>179</sup>.

## **b) Verfügungshandlung**

### *aa) Inhaberaktie*

Wertpapiermässig verbrieft Inhaberaktien i.S.v. Art. 683 Abs. 1 OR sind Inhaberpapiere i.S.v. Art. 978 ff. OR<sup>180</sup>.

Inhaberpapiere sind Wertpapiere, in denen ein Recht derart verbrieft ist, dass allein der Inhaber der Urkunde Erfüllung verlangen kann und der Verpflichtete allein ihm mit befreiender Wirkung leisten darf<sup>181</sup>. Dem Inhaberpapier sind zwei Urkundenklauseln inhärent: die einfache Wertpapierklausel<sup>182</sup> einerseits und die Inhaberklauseel andererseits. Die einfache Wertpapierklausel bewirkt, dass die Urkunde überhaupt als Wertpapier i.S.v. Art. 965 OR qualifiziert<sup>183</sup>. Die Inhaberklauseel ihrerseits verknüpft das Recht mit der Urkunde derart, dass der Schuldner berechtigt und verpflichtet ist, dem Papiervorleger ohne weitere Abklärungen hinsichtlich einer materiellen Berechtigung zu leisten, und der Gläubiger berechtigt ist, durch reine Vorweisung der Urkunde Leistung zu verlangen<sup>184</sup>. Die Inhaberklauseel bewirkt somit, dass das Eigentum am Papier und die Zuständigkeit am darin verbrieften Recht nicht mehr auseinanderfallen können. Urkunde und Recht sind damit eine Einheit.

Aufgrund dieser engen Verknüpfung von Urkunde und Recht wird das Inhaberpapier hinsichtlich des Verfügungsgeschäfts wie eine bewegliche Sache behandelt: Nebst der Übertragung des Besitzes an der Urkunde auf den Pfandgläubiger sind keine zusätzlichen Verfügungshandlungen notwendig; Art. 901 Abs. 1 ZGB bringt dies zum Ausdruck.

---

<sup>177</sup> Siehe BK-ZOBL, N 327 zu Art. 884 ZGB.

<sup>178</sup> Siehe BK-ZOBL, N 328 zu Art. 884 ZGB.

<sup>179</sup> Siehe S. 24 (Kausalitätsprinzip).

<sup>180</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 19 Rz. 20.

<sup>181</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 Rz. 134.

<sup>182</sup> Die einfache Wertpapierklausel wird auch als „doppelseitige Präsentationsklausel“ bezeichnet, MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 Rz. 29.

<sup>183</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 Rz. 28 f.

<sup>184</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 Rz. 30.

bb) *Namenaktie*

(1) Übertragung des Urkundenbesitzes und Übertragungserklärung

Bei wertpapiermässig verbrieften Namenaktien i.S.v. Art. 684 Abs. 1 OR handelt es sich um gesetzliche Ordrepapiere i.S.v. Art. 1145 f. OR<sup>185</sup>.

Das Ordrepapier lässt sich als Wertpapier umschreiben, in welchem das verurkundete Recht „derart verbrieft ist, dass der durch die ordnungsgemässe Indossamentenkette ausgewiesene Papierinhaber Erfüllung verlangen kann, und der Verpflichtete nur an ihn mit befreiender Wirkung leisten darf“<sup>186</sup>. Nebst der einfachen Wertpapierklausel ist dem Ordrepapier die Ordreklausel inhärent<sup>187</sup>. Aufgrund der Ordreklausel darf der Verpflichtete allein an den im Papier bezeichneten Berechtigten oder an dessen Rechtsnachfolger leisten, wobei der Rechtsnachfolger anhand der Indossamentenkette zu ermitteln ist<sup>188</sup>. Die Verfügung bedarf somit, zusätzlich zur Übertragung des Besitzes an der Urkunde auf den Pfandgläubiger, einer Übertragungserklärung. Dies bringt Art. 901 Abs. 2 ZGB zum Ausdruck.

Diese Übertragungserklärung kann unterschiedlich ausgestaltet sein. Die einzelnen Varianten werden nachfolgend kurz skizziert. Relevant ist diese Unterscheidung deshalb, weil die einzelnen Varianten der Übertragungserklärung unterschiedliche Wirkungen beim Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens zeitigen.

(2) Varianten der Übertragungserklärung

Der Verpfänder hat erstens die Möglichkeit, die Namenaktie mit *offenem Pfandindossament*<sup>189</sup> zu übertragen<sup>190</sup>. Das offene Pfandindossament lässt durch Vermerke wie etwa „Wert zu Pfand“ oder „Wert zu Sicherheit“ den ihm zukommenden, beschränkten Zweck der Indossierung erkennen. Dieser beschränkte Zweck liegt darin, dass eben nicht Eigentum, sondern nur ein Pfandrecht übertragen werden soll. Soweit die Parteien im Pfandvertrag die Möglichkeit einer privaten Verwertung der Namenaktie vorsehen, eignet sich diese Variante weniger, da für die Übertragung ein Indossament oder eine Abtretungserklärung zugunsten des Erwerbers notwendig ist. Obschon der Verpfänder verpflichtet ist, diese Erklärung abzugeben, und sie im

---

<sup>185</sup> BSK-CHRISTEN, N 2 zu Art. 1145 OR. Zur Qualifikation der Namenaktie als gesetzliches Ordrepapier siehe BGE 81 II 197 E. 4 S. 202.

<sup>186</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 Rz. 185.

<sup>187</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 Rz. 28 f. (einfache Wertpapierklausel); MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 Rz. 32 (Ordreklausel).

<sup>188</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 Rz. 32.

<sup>189</sup> Art. 1009 OR.

<sup>190</sup> Das offene Pfandindossament gilt für sämtliche Ordrepapiere, somit auch für die Namenaktie, ZK-OFTINGER/BÄR, N 67 zu Art. 901 ZGB; BK-ZOBL, N 69 zu Art. 901 ZGB; BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 71 f.

Verweigerungsfall durch richterliches Urteil ersetzt werden kann, erschwert diese Indossamentsform doch den gesamten Verwertungsprozess<sup>191</sup>.

Sodann besteht zweitens die Möglichkeit, die Namenaktie mit *Vollindossament* zu übertragen. Im Gegensatz zum offenen Pfandindossament lässt das Vollindossament das Pfandverhältnis nicht erkennen; entsprechend wird es auch als „verdecktes Pfandindossament“ bezeichnet. Beim Vollindossament handelt es sich um eine gewöhnliche Indossierung mit Nennung des Namens des Pfandgläubigers, wie sie auch für die Übertragung des Wertpapiers zu Eigentum verwendet wird<sup>192</sup>. Gegenüber Dritten erscheint der Pfandgläubiger somit wie ein Eigentümer, obschon ihm nur ein Pfandrecht zukommt.

Drittens besteht die Möglichkeit, die Aktien mittels *Blankoindossament* zu übergeben<sup>193</sup>. Auch das Blankoindossament deutet, wie das Vollindossament, nicht auf das Pfandverhältnis hin. Auch hier wird gemeinhin vom „verdeckten Pfandindossament“ gesprochen. Im Gegensatz zum Vollindossament wird indessen der Name des Indossatars ausgelassen. Das Indossament besteht somit einzig in der Unterschrift des Indossanten. In der Bankpraxis wird fast ausschliesslich von dieser Indossamentsart Gebrauch gemacht. Der Grund liegt im Wesentlichen darin, dass durch das Blankoindossament die Namenaktie wie ein Inhaberpapier übertragen werden kann<sup>194</sup>; freilich ohne dadurch zum Inhaberpapier zu werden<sup>195</sup>.

Viertens besteht die Möglichkeit der Übergabe der Aktie zu Pfand durch *Abtretungserklärung*. Nach dem Wortlaut von Art. 901 Abs. 2 ZGB kann die Verpfändung nämlich entweder durch Indossament oder durch Abtretungserklärung vorgenommen werden. Lehre und Rechtsprechung interpretieren diese „oder“-Formulierung im Sinne einer widerlegbaren Gleichstellungsvermutung mit Bezug auf die beiden Übertragungserklärungen<sup>196</sup>. Dies bedeutet Folgendes: Einer auf der Urkunde selbst enthaltenen Erklärung, die als „Abtretung“ bezeichnet ist, kommen vermuthungsweise die Wirkungen eines Indossaments zu, sofern kein Parteiwille nachgewiesen wer-

<sup>191</sup> Vgl. BK-ZOBL, N 74 zu Art. 901 ZGB.

<sup>192</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 69 zu Art. 901 OR; BK-ZOBL, N 76 zu Art. 901 ZGB.

<sup>193</sup> Zur Zulässigkeit des Blankoindossaments bei Namenaktien siehe etwa BGE 81 II 197 E. 4 S. 202. Im Vergleich dazu: Beim Namensschuldbrief und bei der Namengült ist die Blankoindossierung aufgrund von Art. 869 Abs. 2 ZGB unzulässig.

<sup>194</sup> BGE 81 II 197 E. 4 S. 201 f.

<sup>195</sup> Zur Frage der Gleichstellung von Inhaberpapieren und Ordrepapieren mit Blankoindossament: BK-ZOBL, N 77 zu Art. 901 ZGB (verneinend); BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 70 (verneinend); CHK-SCHMID, N 5 zu Art. 684 OR (bejahend). Zur Bedeutung des Blankoindossaments in der Praxis BK-ZOBL, N 80 zu Art. 901 ZGB.

<sup>196</sup> BK-ZOBL, N 87 zu Art. 901 ZGB (mit Verweisen auf die Rechtsprechung des Bundesgerichts); ZK-OFTINGER/BÄR, N 92 zu Art. 901 ZGB; BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 72. Wohl a.A. SCHWERI, Verpfändung von Namenaktien, 89: Dieser Autor vertritt die Auffassung, dass die gemäss Art. 901 Abs. 2 ZGB auf das Ordrepapier gesetzte Abtretungserklärung (*per se* und somit nicht i.S. einer Gleichstellungsvermutung) als Indossament aufzufassen ist und die entsprechenden wertpapiermässigen Wirkungen zeitigt.

den kann, der auf eine Abtretung im zivilrechtlichen Sinne gerichtet ist. Wird diese Gleichstellungsvermutung nicht widerlegt, so kommt der Abtretungserklärung demnach die Bedeutung eines Vollindossaments oder eines offenen Pfandindossaments zu, je nachdem, ob die Abtretungserklärung auf das Pfandverhältnis hinweist oder dieses nicht erkennen lässt<sup>197</sup>. Wird die Vermutung indessen widerlegt, so kommen der Abtretungserklärung keine wertpapierrechtlichen Verpfändungswirkungen, sondern allein zessionsrechtliche Wirkungen zu<sup>198</sup>.

### (3) Keine Eintragungspflicht bezüglich des Pfandrechts im Aktienbuch

Hat die verpfändete Gesellschaft Namenaktien ausgegeben, so führt sie ein Aktienbuch<sup>199</sup>. Dies wirft die Frage auf, ob die Errichtung des Pfandrechts an Aktien zusätzlich eine Eintragung im Aktienbuch erfordert.

Gemäss Wortlaut von Art. 686 Abs. 1 OR sind Eigentümer und Nutzniesser im Aktienbuch einzutragen. Nicht erwähnt wird indessen der Pfandgläubiger. Nach einhelliger Lehrmeinung kommt den Eintragungen im Aktienbuch keine konstitutive, sondern ausschliesslich deklaratorische Wirkung zu<sup>200</sup>. Entsprechend kann festgehalten werden, dass eine Eintragung des Pfandgläubigers im Aktienbuch für die Errichtung des Pfandrechts weder notwendig im Sinne eines konstitutiven Erfordernisses ist, noch, mangels gesetzlicher Erwähnung, eine deklaratorische Pflicht zur Eintragung des Pfandgläubigers besteht<sup>201</sup>.

### (4) Keine Zustimmung der Gesellschaft zur Errichtung des Pfandrechts bei vinkulierten Namenaktien

Vinkulierte Namenaktien sind wie die nicht vinkulierten Namenaktien gesetzliche Ordrepapiere<sup>202</sup>. Während nicht vinkulierte Namenaktien indessen frei und ohne Mitwirkung der Gesellschaft übertragbar sind, trifft dies bei den vinkulierten Namenaktien nicht mehr vorbehaltlos zu: Greift die gesetzliche Vinkulierung gemäss Art. 685 OR oder sehen die Statuten eine Vinkulierungsbestimmung i.S.v. Art. 685a OR vor, so dürfen die Aktien einzig mit Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden. Es stellt sich die Frage, ob der Terminus der „Übertragung“ gemäss

---

<sup>197</sup> BK-ZOBL, N 88 zu Art. 901 ZGB.

<sup>198</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 92 zu Art. 901 ZGB; BK-ZOBL, N 87 zu Art. 901 ZGB; BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 73 f.

<sup>199</sup> Art. 686 Abs. 1 OR.

<sup>200</sup> BSK-OERTLE/DU PASQUIER, N 4 zu Art. 686 OR (mit Verweisen); BÖCKLI, Aktienrecht, § 6 Rz. 325.

<sup>201</sup> Die Eintragungspflicht ebenfalls verneinend: BSK-OERTLE/DU PASQUIER, N 11 zu Art. 684 OR; BK-ZOBL, N 94 zu Art. 899 ZGB; SCHWERI, Verpfändung von Namenaktien, 101.

<sup>202</sup> BÖCKLI, Aktienrecht, § 4 Rz. 102.

den beiden erwähnten Bestimmungen auch die Verpfändung oder nur die Vollrechtsübertragung umfasst. Würde auch die Verpfändung umfasst, so wäre für die Errichtung des Pfandrechts immer dann die Zustimmung der Gesellschaft erforderlich, wenn die gesetzliche oder statutarische Vinkulierungsbestimmung greift.

Die gesetzliche Vinkulierung regelt Art. 685 OR: Demnach bedürfen nicht voll liberierte Namenaktien hinsichtlich der Übertragung der Zustimmung der Gesellschaft. Zweck dieser Bestimmung ist es, die Interessen der Gesellschaft hinsichtlich eines solventen Aktionärs zu sichern. Abzuleiten ist dies aus Art. 685 Abs. 2 OR, wonach die Gesellschaft den Erwerber bei zweifelhafter Zahlungsfähigkeit ablehnen kann<sup>203</sup>. Im Gegensatz zur Vollrechtsübertragung bewirkt die Verpfändung indessen keinen Aktionärswechsel; zur vollständigen Liberierung verpflichtet bleibt vielmehr weiterhin der Verpfänder. Ausgehend vom Zweck von Art. 685 Abs. 2 OR (Sicherung der Zahlungsfähigkeit des Erwerbers) bedarf es im Falle einer Verpfändung somit keiner Zustimmung der Gesellschaft zur Errichtung des Pfandrechts an nicht voll liberalierten Namenaktien<sup>204</sup>.

Die statutarische Vinkulierung wird in Art. 685a OR geregelt. Gemäss Art. 685a Abs. 1 OR können die Statuten vorsehen, dass Namenaktien nur mit der Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden dürfen. Die Gesellschaft kann das Gesuch nach Massgabe von Art. 685b OR ablehnen und dem Erwerber die Eintragung verweigern. Sinn und Zweck dieser Bestimmung ist darin zu sehen, dass Personen, die der Gesellschaft nicht genehm sind, von dieser ferngehalten werden können und insbesondere auch keine nicht vermögensmässigen Rechte, vorab kein Stimmrecht, erhalten sollen<sup>205</sup>. Bei der Verpfändung aber verbleibt die Ausübungskompetenz des Stimmrechts beim Verpfänder, weshalb davon auszugehen ist, dass Art. 685a OR die Verpfändung nicht umfasst und entsprechend die Zustimmung der Gesellschaft für die Verpfändung von vinkulierten Namenaktien auch nicht erforderlich ist<sup>206</sup>.

Im Übrigen wird eine explizite Ausweitung der statutarischen Vinkulierung auf die Verpfändung in der Lehre gemeinhin unter Verweis auf Art. 685b Abs. 7 OR ausgeschlossen. Nach dieser Bestimmung dürfen die Statuten die Voraussetzungen der Übertragbarkeit nicht erschweren. Demnach dürfen die Vinkulierungsbestimmungen auch nicht auf Übertragungstatbestände ausgedehnt werden, die im Gesetz nicht vorgesehen sind. Das Pfandrecht aber wird von den gesetzlichen Vinkulierungsbestimmungen nicht ausdrücklich erfasst, und entsprechend ist eine Ausdehnung der Vinkulierungsbestimmungen als unzulässig zu beurteilen<sup>207</sup>.

---

<sup>203</sup> Siehe ZOBL, SZW 1994, 165. Die Vinkulierung nach Art. 685 OR wird auch als „Bonitäts“-Vinkulierung bezeichnet, vgl. dazu BÖCKLI, Aktienrecht, § 6 Rz. 35.

<sup>204</sup> Siehe ZOBL, SZW 1994, 165.

<sup>205</sup> ZOBL, SZW 1994, 165.

<sup>206</sup> ZOBL, SZW 1994, 166.

<sup>207</sup> BÖCKLI, Aktienrecht § 6 Rz. 291; BSK-OERTLE/DU PASQUIER, N 6 zu Art. 685a OR; BK-ZOBL, N 99 zu Art. 899 ZGB; ZOBL, SZW 1994, 166; BRUNNER, Wertrechte, 168. A.A. CHK-SCHMID, N 2 zu Art. 685a OR.

cc) *Rektaaktie*

Bei Rektaaktien handelt es sich um Namenaktien, die aufgrund einer statutarischen Bestimmung nicht durch Indossament, sondern einzig durch eine Abtretungserklärung übertragbar sind<sup>208</sup>. Es handelt sich somit um Namenpapiere i.S.v. Art. 974 OR.

„Das Namenpapier ist eine Urkunde, die für die Übertragung und die Geltendmachung des verkündeten Rechts aus der Sicht des Berechtigten wie des Verpflichteten unabdingbar ist“<sup>209</sup>. Dieser Umschreibung ist zu entnehmen, dass dem Namenpapier einzig die einfache Wertpapierklausel<sup>210</sup> inhärent ist. Der Urkunde selbst kommt keine legitimierende Wirkung zu: Die Vorlage des Papiers zur Geltendmachung des Rechts ist zwar notwendig, aber nicht ausreichend. Der Ansprecher muss zusätzlich nachweisen, dass er der auf dem Papier erwähnte Berechtigte ist oder dass er seine Stellung vom Berechtigten ableiten kann<sup>211</sup>.

Die Verfügungshandlung erschöpft sich nicht in der Übergabe der Urkunde auf den Pfandgläubiger, sondern erfordert zusätzlich eine Übertragungserklärung, was in Art. 901 Abs. 2 ZGB reflektiert wird. Da Rektaaktien durch statutarischen Ausschluss der indossamentrechtlichen Übertragung nur noch durch Abtretungserklärung, somit einzig mit zessionsrechtlicher Wirkung, übertragen werden können, kann die gesetzgeberische Gleichstellung des Indossaments mit der Abtretungserklärung in Art. 901 Abs. 2 ZGB in Bezug auf Rektaaktien nunmehr einzig bedeuten, dass ein auf einer Rektaaktie angefügtes Indossament der Abtretungserklärung gleichzusetzen ist<sup>212</sup>.

c) **Erfordernis der Verfügungsmacht des Verpfänders**

aa) *Grundsatz*

Nebst dem Pfandvertrag und der Verfügungshandlung ist für eine Pfanderrichtung grundsätzlich auch die Verfügungsmacht des Verpfänders erforderlich<sup>213</sup>. Als Verfügungsmacht wird „das rechtliche Können einer Person [bezeichnet], über eigene oder fremde Rechte unmittelbar zu verfügen“<sup>214</sup>.

Fehlt die Verfügungsmacht des Verpfänders, kommt grundsätzlich kein Erwerb des Pfandrechts in Frage. Von diesem Grundsatz sind Ausnahmen zu verzeichnen:

---

<sup>208</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 19 Rz. 59.

<sup>209</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 Rz. 91.

<sup>210</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 Rz. 28 f.

<sup>211</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 Rz. 97.

<sup>212</sup> BK-ZOBL, N 99 zu Art. 901 ZGB.

<sup>213</sup> Mit Bezug auf Inhaberaktien siehe etwa MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 Rz. 159. Mit Bezug auf Namenaktien siehe etwa SCHWERI, Verpfändung von Namenaktien, 89 f. Allgemein für die Verpfändung nach Art. 901 ZGB: ZK-OFTINGER/BÄR, N 40 zu Art. 901 ZGB; BK-ZOBL, N 51 zu Art. 901 ZGB.

<sup>214</sup> BK-ZOBL, N 730 zu Art. 884 ZGB.

Trotz fehlender Verfügungsmacht des Verpfänders kann der Pfandgläubiger ein Pfandrecht erwerben, wenn die Verpfändung nachträglich genehmigt worden ist, wenn die Verpfändung durch Konvaleszenz wirksam wird oder wenn der Pfandgläubiger das Pfandrecht kraft guten Glaubens erwerben kann<sup>215</sup>.

*bb) Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens*

Der Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens ist die in der Praxis wohl wichtigste Ausnahme vom Grundsatz, wonach mangels Verfügungsmacht kein Pfandrechtserwerb erfolgen kann. Wie dargelegt, handelt es sich beim Prinzip des Gutgläubenschutzes um ein nicht begriffsnotwendiges Rechtsprinzip<sup>216</sup>. Wird der gute Glaube im Einzelfall geschützt und gelingt der Nachweis der Vermutungsbasis, so wird der gute Glaube aufgrund von Art. 3 Abs. 1 ZGB vermutet. Diese Vermutung wiederum kann mit dem Nachweis, wonach nicht mit gebotener Sorgfalt gehandelt wurde, entkräftet werden.

Ausgehend davon ist nachfolgend zu prüfen, ob der gute Glaube des Pfandgläubigers mit Bezug auf die jeweiligen Wertpapierarten überhaupt geschützt wird. Sodann ist zu diskutieren, welcher Grad an Fahrlässigkeit seitens des Pfandgläubigers mit Bezug auf das Mass an Sorgfalt die Gutgläubensschutzvermutung zu entkräften vermag.

(1) Inhaberaktien

Auf die enge Verknüpfung zwischen Urkunde und Recht beim Inhaberpapier wurde bereits hingewiesen: Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier. Entsprechend wird über Inhaberaktien gleich wie über Sachen verfügt, und es gilt der sachenrechtliche Gutgläubensschutz, der sich aus der Erkenntnisquelle des Besitzes ableitet<sup>217</sup>. In Abweichung vom rein fahrlässrechtlichen Gutgläubensschutz gemäss Art. 933 ZGB greift der Gutgläubensschutz bei Inhaberpapieren gemäss Art. 935 ZGB aber selbst dann, wenn diese dem früheren Besitzer wider dessen Willen abhanden gekommen sind<sup>218</sup>. Der Gutgläubensschutz bei Inhaberaktien geht damit weiter als bei den beweglichen Sachen.

---

<sup>215</sup> Zu diesen drei Ausnahmen vom Erfordernis der Verfügungsmacht siehe BK-ZOBL, N 757 ff. zu Art. 884 ZGB.

<sup>216</sup> Siehe S. 20 (Prinzip des Gutgläubenschutzes).

<sup>217</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 109 zu Art. 899 ZGB.

<sup>218</sup> BK-ZOBL, N 32 zu Art. 901 ZGB; MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 4 Rz. 12.



Der Schutz des guten Glaubens gemäss Art. 935 ZGB gehört zu den gewöhnlichen Gutglaubenstatbeständen<sup>219</sup>. Entsprechend reicht leichte Fahrlässigkeit mit Bezug auf die Abweichung von der gebotenen Sorgfalt seitens des Pfandgläubigers aus, um den guten Glauben zu zerstören<sup>220</sup>. Damit geht der Gutglaubensschutz bei Inhaberpapieren weniger weit als bei Namenaktien mit Voll- oder Blankoindossament, wo erst grobe Fahrlässigkeit den guten Glauben zu zerstören vermag<sup>221</sup>.

### (2) Namenaktien

Bei Namenaktien hängt der Erwerb des Pfandrechts kraft guten Glaubens von der gewählten Variante der Übertragungserklärung ab<sup>222</sup>.

Der Schutz des guten Glaubens knüpft bei Namenaktien mit *Vollindossament* nicht an Art. 935 ZGB an. Anders als bei Inhaberpapieren schafft der Besitz am Papier für sich allein keine Vermutung für die Berechtigung; vielmehr muss sich der Inhaber zusätzlich zum Besitz durch eine lückenlose Indossamentenkette ausweisen. Erkenntnisquelle für den Gutglaubensschutz ist bei der Namenaktie also Besitz und Indossament. Die Anknüpfungsnorm für den Schutz des guten Glaubens bei vollindossierten Namenaktien findet sich in Art. 1006 Abs. 2 OR, wonach der Pfandgläubiger, der sich durch eine vollständige Indossamentenkette legitimieren kann, in seinem Besitz dann nicht mehr geschützt ist, wenn er die Aktie in bösem Glauben erworben hat oder ihm grobe Fahrlässigkeit zur Last fällt<sup>223</sup>. Gemäss Art. 1006 Abs. 2 OR ist der Pfandgläubiger auch dann geschützt, wenn die Namenaktien dem Verpfänder nicht anvertraut wurden, sondern dem früheren Besitzer abhanden gekommen sind. Die Erkenntnisquelle für die Anknüpfung des guten Glaubens, nämlich Besitz und Indossament, wird vom Gesetzgeber stärker gewichtet als bei Inhaberaktien. Bei diesen bildet Erkenntnisquelle allein der Besitz an der Urkunde.

In der Lehre ist umstritten, ob bei Namenaktien, die durch *Blankoindossament* übertragen werden, sich der Schutz des guten Glaubens nach Art. 935 ZGB oder nach Art. 1006 Abs. 2 OR richtet<sup>224</sup>. Namenaktien werden durch das Blankoindossament

---

<sup>219</sup> Zum Begriff des gewöhnlichen Gutglaubenstatbestandes siehe S. 21 (Die Entkräftung der Gutglaubensvermutung, insbesondere die Beweiserleichterungsregel von Art. 3 Abs. 2 ZGB).

<sup>220</sup> BK-ZOBL, N 32 zu Art. 901 ZGB; BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 29.

<sup>221</sup> Siehe S. 50 (Namenaktien).

<sup>222</sup> Zu den einzelnen Varianten siehe S. 44 (Varianten der Übertragungserklärung).

<sup>223</sup> Es handelt sich hier um einen qualifizierten Gutglaubenstatbestand, siehe S. 21 (Die Entkräftung der Gutglaubensvermutung, insbesondere die Beweiserleichterungsregel von Art. 3 Abs. 2 ZGB).

<sup>224</sup> Für den Gutglaubensschutz nach Art. 1006 Abs. 2 OR: BK-ZOBL, N 77 zu Art. 901 ZGB; BK-STARK, N 7 zu Art. 935 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 85 zu Art. 901; wohl auch VOEGELI, Gutgläubiger Erwerb, 65. Für den Gutglaubensschutz nach Art. 935 ZGB: WIESER, Gutgläubiger Fahrnisserwerb, 48 (mit Verweisen in FN 202).

nicht zu Inhaberaktien bzw. Inhaberpapieren; dies ist schon allein dadurch erkennbar, dass das Blankoindossament jederzeit wieder ausgeschaltet werden kann. Es erscheint demnach folgerichtig, dass sich der Schutz des guten Glaubens auch hier nach den Bestimmungen von Art. 1006 Abs. 2 OR richtet. Der Schutz des guten Glaubens gemäss Art. 1006 Abs. 2 OR gehört zu den qualifizierten Gutglaubenstatbeständen, und entsprechend kann allein grobe Fahrlässigkeit den guten Glauben des Pfandgläubigers zerstören.

Nicht möglich ist der gutgläubige Pfandrechtserwerb des Pfandgläubigers vom Inhaber einer Namenaktie mit *offenem Pfandindossament*<sup>225</sup>: Der Inhaber einer Namenaktie mit offenem Pfandindossament, der basierend darauf seinerseits ein Indossament ausstellt, kann lediglich die Ermächtigung zur Geltendmachung der Rechte einräumen, nicht indessen die Rechte selber auf den Indossatar übertragen (Art. 1009 Abs. 1 OR). Das von ihm ausgestellte Indossament hat allein die Wirkung eines Vollmachtsindossaments.

Wird die Namenaktie durch *Abtretungserklärung* verpfändet, so greift weder der Gutglaubensschutz nach Art. 1006 Abs. 2 OR noch derjenige gemäss Art. 935 ZGB. Dies ergibt sich daraus, dass der Gutglaubensschutz nach Art. 1006 Abs. 2 OR an Besitz und Indossament anknüpft und derjenige nach Art. 935 ZGB allein für Inhaberpapiere greift. Wird die Namenaktie durch Abtretungserklärung verpfändet, so richtet sich der Gutglaubensschutz nach zessionsrechtlichen Massstäben. Entsprechend ist ein Erwerb kraft guten Glaubens grundsätzlich ausgeschlossen<sup>226</sup>. Der Gutglaubensschutz greift hier allein im Umfang von Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR<sup>227</sup>.

### (3) Rektaaktien

Bei Namenpapieren greift weder der sachenrechtliche Gutglaubensschutz nach Art. 935 ZGB noch der Gutglaubensschutz gemäss Art. 1006 Abs. 2 OR<sup>228</sup>. Rektaaktien werden durch Übergabe der Urkunde und durch Abtretungserklärung verpfändet. Entsprechend richtet sich der Gutglaubensschutz nach zessionsrechtlichen Massstäben. Demnach wird der gute Glaube grundsätzlich nicht geschützt. Als Ausnahmen sind auch hier Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR zu nennen<sup>229</sup>.

---

<sup>225</sup> BK-ZOBL, N 72 zu Art. 901 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 66 zu Art. 901 OR.

<sup>226</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 4 Rz. 20.

<sup>227</sup> Siehe S. 54 (Ausnahmen: Gutglaubensschutz nach Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR).

<sup>228</sup> BK-STARK, N 18 zu Art. 933 ZGB.

<sup>229</sup> Siehe S. 54 (Ausnahmen: Gutglaubensschutz nach Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR).

**d) Präzisierung des Pfandgegenstands**

Pfandgegenstand bei Aktien ist die Mitgliedschaft in ihrer Eigenschaft als subjektives Recht<sup>230</sup>. Werden Aktien in der Form von Wertpapieren wertpapiermässig verpfändet, bedarf es einer Präzisierung:

Ein Wertpapier i.S.v. Art. 965 OR liegt vor, wenn ein Recht derart mit der Urkunde verbrieft ist, dass dieses ohne die Urkunde nicht ausgeübt werden kann<sup>231</sup>. Verbrieftes Recht und Urkunde bilden eine Einheit. Daraus ergibt sich, dass bei einer wertpapiermässigen Verpfändung von Aktien sowohl das verbrieftete Recht, d.h. die Mitgliedschaft, als auch die Urkunde selbst Pfandgegenstand bilden. Wird die Aktie indessen nicht wertpapiermässig verpfändet, dann ist Pfandgegenstand allein das verbrieftete Recht, d.h. die Mitgliedschaft. Der Urkunde kommt diesfalls nur die Wirkung eines gewöhnlichen Schuldscheines zu<sup>232</sup>.

**2. Nicht wertpapiermässige Pfanderrichtung (Art. 900 Abs. 3 ZGB)**

Nachdem im vorangehenden Teil die Pfanderreichung an Aktien in der Form von Wertpapieren nach Art. 901 ZGB und damit die wertpapiermässige Verpfändung diskutiert worden ist, wird nachfolgend die Pfanderrichtung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB und damit die nicht wertpapiermässige Verpfändung besprochen.

**a) Pfandvertrag**

Dem Pfandvertrag kommen bei der Verpfändung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB die gleichen Funktionen zu wie bei der Verpfändung nach Art. 901 ZGB: Einerseits beinhaltet er das Pfandbestellungsversprechen, andererseits den Rechtsgrund<sup>233</sup>. Im Gegensatz zur Verpfändung nach Art. 901 ZGB muss der Pfandvertrag bei einer Verpfändung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB schriftlich abgefasst sein.

**b) Verfügungshandlung**

Die nicht wertpapiermässige Verpfändung erfolgt auf dem Weg von Art. 900 Abs. 3 ZGB<sup>234</sup>. Im Gegensatz zu Art. 900 Abs. 1 ZGB wird das Erfordernis der Über-

---

<sup>230</sup> Siehe S. 39 (Zwischenergebnis: Pfandgegenstand ist die Mitgliedschaft).

<sup>231</sup> MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 Rz. 3.

<sup>232</sup> BK-ZOBL, N 107 zu Art. 901 ZGB.

<sup>233</sup> Siehe die Ausführungen auf S. 42 (Pfandvertrag).

<sup>234</sup> Ob sich die nicht wertpapiermässige Verpfändung an Aktien gemäss Art. 900 ZGB nach Abs. 1 oder nach Abs. 3 dieser Bestimmung richtet, ist in der Lehre umstritten. Letzteres erscheint korrekt: Pfandgegenstand ist die Mitgliedschaft. Bei der Mitgliedschaft handelt es sich indessen nicht um eine gewöhnliche Forderung i.S.v. Art. 900 Abs. 1 ZGB. Vielmehr ist die Mitgliedschaft als subjektives Recht der Kategorie der „anderen Rechte“ i.S.v. Art. 900 Abs. 3 ZGB zuzuordnen.

gabe des Schuldscheines in Abs. 3 nicht explizit erwähnt. Gründe für ein Abweichen vom Faustpfandprinzip sind indessen nicht ersichtlich, weshalb auch bei Abs. 3 von der Geltung dieses Prinzips auszugehen ist<sup>235</sup>. Bei der nicht wertpapiermässigen Verpfändung kommt dem Wertpapier allein die Bedeutung eines Schuldscheines zu. Daraus und aus der Geltung des Faustpfandprinzips folgt, dass die Urkunde auf den Pfandgläubiger zu übertragen ist.

Die Verfügungshandlung liegt bei der nicht wertpapiermässigen Verpfändung somit in der Übergabe der Urkunde auf den Pfandgläubiger.

### **c) Erfordernis der Verfügungsmacht des Verpfänders**

#### *aa) Grundsatz*

Die Verfügungsmacht des Verpfänders wird auch bei einer Verpfändung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB vorausgesetzt<sup>236</sup>. Fehlt diese, kommt Erwerb des Pfandrechts in nur dann Frage, sofern die Verpfändung nachträglich genehmigt worden ist, die Verpfändung durch Konvaleszenz wirksam wird oder wenn der Pfandgläubiger das Pfandrecht kraft guten Glaubens erwerben kann<sup>237</sup>.

#### *bb) Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens*

Es ist an dieser Stelle zu wiederholen, dass es sich beim Prinzip des Gutglaubenschutzes um ein nicht begriffsnotwendiges Rechtsprinzip handelt<sup>238</sup>. Wird der gute Glaube im Einzelfall geschützt und gelingt der Nachweis der Vermutungsbasis, so wird der gute Glaube aufgrund von Art. 3 Abs. 1 ZGB vermutet. Diese Vermutung wiederum kann mit dem Nachweis, wonach nicht mit gebotener Sorgfalt gehandelt wurde, entkräftet werden.

Ausgehend davon ist nachfolgend zu prüfen, inwiefern der gute Glaube des Pfandgläubigers bei einer Verpfändung des Wertpapiers nach Art. 900 Abs. 3 ZGB überhaupt geschützt wird.

#### (1) Grundsatz: kein Gutglaubensschutz

Werden Wertpapiere nach Art. 900 Abs. 3 ZGB verpfändet, so wird der gute Glaube des Pfandgläubigers grundsätzlich nicht geschützt<sup>239</sup>. Es fehlt eine Erkenntnisquelle,

---

<sup>235</sup> Zum Faustpfandprinzip siehe S. 15 (Publizitätsprinzip).

<sup>236</sup> BK-ZOBL, N 100 zu Art. 900 ZGB.

<sup>237</sup> BK-ZOBL, N 757 f. zu Art. 884 ZGB.

<sup>238</sup> Siehe S. 20 (Prinzip des Gutglaubenschutzes).

<sup>239</sup> BK-ZOBL, N 111 ff. zu Art. 901 ZGB und N 100 zu Art. 900 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 103 zu Art. 900 ZGB; SCHWERI, Verpfändung von Namenaktien, 86; KRUMMENACHER, Aufgeschobener Titeldruck, 67 ff. So auch BGE 81 II 112 E. 5 S. 114 f.

aus welcher der Erwerber sein Vertrauen, wonach dem Verpfänder die Verfügungsmacht zustehe, schöpfen kann<sup>240</sup>. Pfandgegenstand ist allein ein subjektives Recht, nämlich die Mitgliedschaft.

Vor dem Hintergrund, dass der gutgläubige Erwerb bei einer Verpfändung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB grundsätzlich ausgeschlossen ist, kann allein das Vorliegen eines schriftlichen Pfandvertrages nicht bereits auf den Willen der Parteien hindeuten, eine Verpfändung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB anstatt nach Art. 901 ZGB beabsichtigt zu haben. Sofern die Namenaktie indossiert bzw. die Rektaaktie mit einer Abtretungserklärung versehen ist, spricht die Vermutung trotz Vorliegen eines schriftlichen Pfandvertrages für eine Verpfändung nach Art. 901 ZGB<sup>241</sup>. Dasselbe gilt für Inhaberaktien: Werden Inhaberaktien gestützt auf einen schriftlichen Pfandvertrag verpfändet, so spricht die Vermutung für eine Verpfändung nach Art. 901 ZGB<sup>242</sup>.

(2) Ausnahmen: Gutglaubensschutz nach Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR

Art. 18 Abs. 2 und Art. 164 Abs. 2 OR statuieren je eine Ausnahme vom Grundsatz, wonach der gutgläubige Zessionar nicht geschützt wird. Gemäss Art. 18 Abs. 2 OR darf dem gutgläubigen Zessionar die Einrede der Simulation nicht entgegengehalten werden, sofern dieser die Forderung im Vertrauen auf ein schriftliches Schuldbekenntnis erworben hat. Art. 164 Abs. 2 OR bringt zum Ausdruck, dass sich der gutgläubige Erwerber, der eine Forderung im Vertrauen auf ein schriftliches Schuldbekenntnis erworben hat, den Einwand ihrer Nichtabtretbarkeit nicht gefallen zu lassen braucht, sofern das Abtretungsverbot nicht aus dem Schuldbekenntnis ersichtlich war.

Es stellen sich nun zwei Fragen: Erstens muss geklärt werden, ob diese beiden Bestimmungen auch auf die Verpfändung von Rechten anwendbar sind. Zweitens ist zu klären, ob ein dem Aktionär ausgestellter Mitgliedschaftsausweis ein „schriftliches Schuldbekenntnis“ im Sinne dieser beiden Bestimmungen darstellt:

Sowohl Art. 18 Abs. 2 als auch Art. 164 Abs. 2 OR sind zwar gemäss ihrem Wortlaut auf den Eigentumserwerb an Forderungen ausgerichtet. Mit Bezug auf Art. 18 Abs. 2 OR ist indessen unbestritten, dass die Bestimmung auch bei der Begründung eines Pfandrechts analog angewendet werden muss<sup>243</sup>. Gleiches gilt auch für Art. 164 Abs. 2 OR, denn ein Abtretungsverbot zieht ohne Weiteres auch ein Ver-

---

<sup>240</sup> BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 36.

<sup>241</sup> BK-ZOBL, N 111 zu Art. 901 ZGB

<sup>242</sup> BK-ZOBL, N 113 zu Art. 901 ZGB.

<sup>243</sup> BSK-WIEGAND, N 135 zu Art. 18 OR.

pfändungsverbot mit sich<sup>244</sup>. Beide Bestimmungen sind demnach auch auf die Verpfändung von Rechten anzuwenden.

Es stellt sich sodann die Frage, was unter einem schriftlichen Schuldbekennnis<sup>245</sup> i.S.v. Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR zu verstehen ist. Es handelt sich dabei um eine schriftliche „Erklärung des Schuldners gegenüber dem Gläubiger, dass eine bestimmte Schuld bestehe“<sup>246</sup>. Schriftliche Schuldbekennnisse werden typischerweise nur für Forderungen ausgestellt. Nun können aber auch „andere Rechte“ i.S.v. Art. 899 Abs. 1 ZGB Forderungen mitenthalten: Zu denken ist etwa an die in der Mitgliedschaft mitenthaltenen vermögensmässigen Rechte. Werden solche mitenthaltenen Forderungen verpfändet, so bedarf es entsprechend auch eines weiter gehenden Verständnisses des schriftlichen Schuldbekennnisses: Wird über die Mitgliedschaft bei der Aktiengesellschaft ein Mitgliedschaftsausweis ausgegeben, welcher einen Rückschluss auf die faktische Rechtszuständigkeit des Verpfänders zulässt, so handelt es sich dabei um eine Beweisurkunde, die dem Schuldbekennnis gleichzustellen ist<sup>247</sup>.

Demnach gilt: Erwirbt der gutgläubige Pfandgläubiger ein Pfandrecht an einem Recht gestützt auf einen Mitgliedschaftsausweis, so kann ihm die Simulationseinrede nicht entgegengehalten werden. Geht das Abtretungsverbot aus dem Mitgliedschaftsausweis nicht hervor, so kann dem gutgläubigen Pfandgläubiger auch die Einrede der Nichtabtretbarkeit nicht entgegengehalten werden. Im Umfang von Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR besteht demnach auch bei einer Verpfändung nach Art. 900 Abs. 3 OR Gutglaubensschutz<sup>248</sup>.

---

<sup>244</sup> BK-ZOBL, N 69 zu Art. 899 ZGB: „Der vertragliche Ausschluss der Abtretbarkeit zieht ohne weiteres auch die Unverpfändbarkeit mit sich“. Zur analogen Anwendbarkeit sowohl von Art. 18 Abs. 2 OR als auch Art. 164 Abs. 2 OR auf das Pfandrecht vgl. ZK-OFTINGER/BÄR, N 109 zu Art. 899 ZGB; BK-ZOBL, N 85 ff. zu Art. 900 ZGB; BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 45 f.; BSK-BAUER, N 8 zu Art. 900 ZGB; SCHWERI, Verpfändung von Namenaktien, 95; KRUMMENACHER, Aufgeschobener Titeldruck, 67 f.

<sup>245</sup> Die Terminologie ist uneinheitlich: Anstelle des Terminus „Schuldbekennnis“ finden sich auch Bezeichnungen wie Schuldanerkennung, Schuldschein, einfache Urkunde, Beweisurkunde, vgl. KRAUSKOPF, Schuldanerkennung, N 18; MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 Rz. 6.

<sup>246</sup> BSK-SCHWENZER, N 2 zu Art. 17 OR. Ähnlich KRAUSKOPF, Schuldanerkennung, N 6, m.w.H. in FN 2; MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 Rz. 3.

<sup>247</sup> Vgl. BK-ZOBL, N 99 zu Art. 900 ZGB: „Bei anderen Rechten [i.S.v. Art. 900 Abs. 3 ZGB] kann es sich höchstens um mit dem Schuldschein verwandte Beweisurkunden handeln, wie Mitgliedschaftsausweise u.ä.“.

<sup>248</sup> Dasselbe gilt, wenn Namenaktien mittels Abtretungserklärung bzw. Rektaaktien nach Art. 901 ZGB verpfändet worden sind, siehe S. 50 (Namenaktien) und S. 51 (Rektaaktien).

## II. Wertrechte

### 1. Vorbemerkung

Gemäss Art. 973c Abs. 1 OR kann der Schuldner „Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere (Wertrechte) ausgeben oder vertretbare Wertrechte oder Globalurkunden (...) durch Wertrechte ersetzen, sofern die Ausgabebedingungen oder die Gesellschaftsstatuten dies vorsehen oder die Hinterleger dazu ihre Zustimmung erteilt haben“. Daraus lässt sich schliessen, dass sämtliche Rechte, die als Wertpapiere verbrieft werden können, auch als Wertrechte ausgestaltet werden dürfen<sup>249</sup>. Entsprechend können auch nicht börsenkotierte Aktiengesellschaften ihre Aktien in der Form von Wertrechten ausgestalten, sofern die Statuten dies vorsehen oder die Aktionäre ihre Zustimmung erteilt haben.

Art. 973c Abs. 4 OR sieht vor, dass sich die Verpfändung von Wertrechten „nach den Vorschriften über das Pfandrecht an Forderungen“ richtet, somit nach Art. 900 ZGB. Aus denselben Überlegungen wie bei der nicht wertpapiermässigen Verpfändung von Aktien in der Form von Wertpapieren greift Abs. 3 dieser Bestimmung, denn Pfandgegenstand ist die Mitgliedschaft als subjektives Recht<sup>250</sup>. Art. 900 Abs. 1 ZGB umfasst nur gewöhnliche Forderungen<sup>251</sup>.

### 2. Pfanderrichtung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB

#### a) Pfandvertrag

Die Verpfändung nach Art. 900 Abs. 3 ZGB verlangt einen schriftlichen Pfandvertrag. Nebst dem Pfandbestellungsversprechen enthält dieser den erforderlichen Rechtsgrund für das Pfandrecht: Da das Pfandrecht durchwegs kausal ausgestaltet ist, ist auch bei der Verpfändung von Wertrechten ein gültiger Rechtsgrund erforderlich<sup>252</sup>.

---

<sup>249</sup> Gl.A. EGGEN, SZW 2009, 117. Zur Möglichkeit der Ausgestaltung von Inhaberaktien als Wertrechte siehe LANZ/FAVRE, GesKR 2009, 553.

<sup>250</sup> Bezüglich der nicht wertpapiermässigen Verpfändung von Wertpapieren siehe FN 234.

<sup>251</sup> Gl.M: BRUNNER, Wertrechte, 240; BK-ZOBL, N 105 zu Art. 900 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 97 zu Art. 900 ZGB (der indessen bei der nicht wertpapiermässigen Verpfändung von Aktien in der Form von Wertpapieren Art. 900 Abs. 1 ZGB anwendet). A.A. EGGEN, SZW 2009, 117 f., die im Wortlaut von Art. 973c Abs. 4 OR einen Verweis auf Art. 900 Abs. 1 ZGB sieht. Dies ist abzulehnen: Art. 973c Abs. 4 ZGB verweist zwar auf das „Pfandrecht an Forderungen“. Indessen kann daraus nicht geschlossen werden, dass auf Art. 900 Abs. 1 ZGB verwiesen wird. Vielmehr wird allein auf Art. 900 in seiner Gesamtheit verwiesen, was sich letztlich auch aus der BOTSCHAFT BEG, 9394, ergibt: „Die Verpfändung von Wertrechten erfolgt nach den Vorschriften über die Forderungsverpfändung (Art. 900 ZGB)“.

<sup>252</sup> Siehe S. 24 (Kausalitätsprinzip).

**b) Verfügungshandlung***aa) Übertragung eines Mitgliedschaftsausweises*

Sofern dem Aktionär ein Ausweis über seine Mitgliedschaft ausgestellt worden ist, ist die Übertragung desselben Gültigkeitserfordernis für eine rechtsgültige Verpfändung: Bei diesem Mitgliedschaftsausweis handelt es sich um eine mit dem Schuldschein verwandte Beweisurkunde. Dass ein Schuldschein und damit auch ein Mitgliedschaftsausweis unter Art. 900 Abs. 3 ZGB (und nicht nur unter Abs. 1) aufgrund des Faustpfandprinzips auf den Pfandgläubiger zu übertragen ist, wurde an anderer Stelle diskutiert<sup>253</sup>. Ebenfalls zu übertragen wäre ein allenfalls dem Verpfänder ausgestellter Auszug aus dem Wertrechtbuch<sup>254</sup>. Wird indessen kein Mitgliedschaftsausweis ausgestellt, so ist der Pfandvertrag Verpflichtungsgeschäft und Verfügungsgeschäft<sup>255</sup>.

*bb) Keine Eintragungspflicht im Wertrechtbuch*

Die Einführung des Wertrechtbuchs<sup>256</sup> wirft im Zusammenhang mit der Errichtung des Pfandrechts an Aktien in der Form von Wertrechten die Frage auf, ob die Eintragung des Pfandrechts im Wertrechtbuch für die Entstehung des Pfandrechts konstitutiv ist.

Gemäss Art. 973c Abs. 3 OR ist die Eintragung der Wertrechte im Wertrechtbuch für die Entstehung bzw. den Bestand der Wertrechte konstitutiv. Im Wertrechtbuch einzutragen sind Anzahl und Stückelung der ausgegebenen Wertrechte sowie die Gläubiger. Unter dem Begriff „Gläubiger“ gemäss Art. 973c Abs. 2 OR könnte durchaus auch der „Pfandgläubiger“ zu verstehen sein. Der Wortlaut schliesst diese Subsumtion zumindest nicht aus. Aus folgenden Überlegungen ist eine Eintragungspflicht des Pfandgläubigers indessen abzulehnen:

Zum einen ist das Wertrechtbuch nicht öffentlich<sup>257</sup>. Es dient demnach nicht als Publizitätseinrichtung im Rahmen des Publizitätsprinzips. Wie zu zeigen sein wird, kann an das Wertrechtbuch entsprechend auch kein Gutgläubensschutz angeknüpft werden<sup>258</sup>. Eine Eintragungspflicht des Pfandgläubigers ist vor diesem Hintergrund nicht sinnvoll.

---

<sup>253</sup> Siehe S. 52 (Verfügungshandlung). Ferner BK-ZOBL, N 99 zu Art. 900 ZGB.

<sup>254</sup> Inwiefern künftig Auszüge aus dem Wertrechtbuch angefertigt werden, wird sich in der Praxis weisen. Das Gesetz äussert sich diesbezüglich nicht, vgl. HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 110.

<sup>255</sup> BK-ZOBL, N 35 zu Art. 900 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 13 zu Art. 900 ZGB.

<sup>256</sup> Art. 973c Abs. 2 OR.

<sup>257</sup> Art. 973 Abs. 2 OR *in fine*.

<sup>258</sup> So auch LANZ, Aktientransfers nach BEG, 198; wohl auch STEINER/BÜCHI, GesKR 2007, 77. Siehe sodann S. 58 (Grundsatz: kein Gutgläubensschutz).



Zum andern spricht gegen eine Pflicht zur Eintragung des Pfandrechts im Wertrechtbuch Art. 973c Abs. 4 OR. Diese Bestimmung verweist für die Errichtung des Pfandrechts an Wertrechten auf das Pfandrecht an Forderungen und somit auf Art. 900 ZGB. Gemäss Art. 900 Abs. 2 ZGB aber ist die Notifikation des Schuldners bezüglich der Pfandbestellung fakultativ. Daraus muss geschlossen werden, dass die Eintragung des Pfandrechts im Wertrechtbuch keine Voraussetzung für dessen Entstehung ist<sup>259</sup>. Besteht nämlich keine Pflicht zur Notifikation, so kann mit der Eintragung des Pfandrechts im Wertrechtbuch auch keine Konstitutivwirkung verbunden sein.

### c) Verfügungsmacht des Verpfänders

#### aa) Grundsatz

Bei der Verpfändung von Wertrechten ist Verfügungsmacht des Verpfänders erforderlich<sup>260</sup>. Fehlt diese, so ist grundsätzlich kein Erwerb des Pfandrechts möglich. Ein Pfandrechtserwerb trotz fehlender Verfügungsmacht des Verpfänders kommt dann in Frage, wenn die Verpfändung nachträglich genehmigt worden ist, die Verpfändung durch Konvaleszenz wirksam wird oder der gute Glaube des Pfandgläubigers geschützt ist<sup>261</sup>.

#### bb) Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens

##### (1) Grundsatz: kein Gutglaubensschutz

Der gute Glaube knüpft immer an eine Publizitätseinrichtung an<sup>262</sup>. Das Wertrechtbuch aber ist nicht öffentlich und kann somit nicht als Publizitätseinrichtung dienen<sup>263</sup>. Der Erwerb kraft guten Glaubens ist bei der Verpfändung von Wertrechten somit grundsätzlich ausgeschlossen<sup>264</sup>.

Werden Wertrechte verpfändet, so ist Pfandgegenstand allein ein subjektives Recht, nämlich die Mitgliedschaft. Werden Rechte verpfändet, so gilt der Grundsatz, wonach niemand mehr Rechte übertragen kann, als ihm selbst zukommen<sup>265</sup>.

---

<sup>259</sup> So auch LANZ/FAVRE, GesKR 2009, 552. Vgl. BÄRTSCHI, AJP 2009, 1074 FN 34; HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 109, 111. Wohl auch EGGEN, SZW 2009, 118; LANZ, Aktien-transfers nach BEG, 198.

<sup>260</sup> BK-ZOBL, N 100 zu Art. 900 ZGB.

<sup>261</sup> BK-ZOBL, N 757 f. zu Art. 884 ZGB.

<sup>262</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 277; BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 36.

<sup>263</sup> Art. 973c Abs. 4 *in fine*.

<sup>264</sup> BK-ZOBL, N 100 zu Art. 900 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 103 zu Art. 900 ZGB.

<sup>265</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 109 zu Art. 899 ZGB; BK-ZOBL, N 41 zu Art. 900 ZGB.

- (2) Ausnahmen: Gutgläubensschutz nach Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR

Die in Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR enthaltenen Ausnahmen zum Gutgläubensschutz greifen auch bei der Verpfändung von Wertrechten<sup>266</sup>. Demnach gilt: Erwirbt der gutgläubige Pfandgläubiger ein Pfandrecht an einem Wertrecht gestützt auf einen Mitgliedschaftsausweis, so kann ihm die Simulationseinrede nicht entgegengehalten werden. Auch ein allfälliges Übertragungs- bzw. Verpfändungsverbot kann ihm nicht entgegengehalten werden, sofern ein solches nicht aus dem Mitgliedschaftsausweis ersichtlich ist.

*cc) Konsequenz des weitgehend fehlenden Gutgläubensschutzes*

Werden Wertrechte verpfändet, so fehlt der Schutz des guten Glaubens weitestgehend. Das Risiko des Pfandgläubigers, wegen fehlender Verfügungsmacht des Verpfänders kein Pfandrecht zu erlangen, ist somit als hoch einzustufen<sup>267</sup>.

Will der Aktionär seine auf statutarischer Grundlage geschaffenen Wertrechte verpfänden, so hat er keine Möglichkeit, die Verbriefung seiner Mitgliedschaft in der Form eines Wertpapiers zu verlangen: Sehen die Statuten die Ausgabe von Wertrechten vor, so entfällt der Anspruch des Aktionärs auf Verbriefung seiner Mitgliedschaft in der Form eines Wertpapiers<sup>268</sup>. Es verbleibt ihm diesfalls allein der Anspruch auf die Ausstellung einer schlichten Beweisurkunde<sup>269</sup>. Ausgehend davon und in Anbetracht des weitgehend fehlenden Gutgläubensschutzes wird einem Aktionär, dessen Gesellschaft die Ausgabe von Wertrechten in den Statuten vorsieht, die Möglichkeit der Verpfändung seiner Aktien faktisch verwehrt.

---

<sup>266</sup> Siehe S. 54 (Ausnahmen: Gutgläubensschutz nach Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR).

<sup>267</sup> Nebst der Problematik des weitestgehend fehlenden Gutgläubensschutzes besteht aus der Sicht des Pfandgläubigers zudem das Risiko, dass die ihm verpfändeten Wertrechte (wider Wissen) in der Form von Bucheffekten geführt werden. Diesfalls gehen Pfandrechte, welche nach den Bestimmungen des BEG errichtet worden sind, den Pfandrechten nach Art. 900 Abs. 3 ZGB im Range vor, siehe dazu S. 63 (Pfanderrichtung an Bucheffekten nach Art. 900 Abs. 3 ZGB?).

<sup>268</sup> Vgl. BSK-BAUDENBACHER, N 4 zu Art. 622 OR, wonach gemäss h.L. der Anspruch auf wertpapiermässige Verbriefung der Mitgliedschaft in den Statuten wegbedungen werden kann. Sehen die Statuten die Ausgabe von Aktien in der Form von Wertrechten vor, so ist darin eine entsprechende Wegbedingung des wertpapiermässigen Verbriefungsanspruches zu sehen.

<sup>269</sup> Vgl. BSK-BAUDENBACHER, N 4 zu Art. 622 OR; BÖCKLI, Aktienrecht, § 4 Rz. 123.

### III. Ergebnisse

Ausgangspunkt bildete die Frage nach den gesetzlichen Anforderungen an die rechtsgültige Errichtung des Pfandrechts an nicht mediatisierten Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten. Die Untersuchung hat Folgendes ergeben:

1. Die Pfanderrichtung bei Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten setzt stets den Abschluss eines Pfandvertrages voraus, der nebst dem Pfandbestellungsversprechen den erforderlichen Rechtsgrund enthält. Schriftlichkeit des Vertrages ist allein bei einer Errichtung des Pfandrechts nach den Bestimmungen von Art. 900 Abs. 3 ZGB erforderlich, demnach bei der nicht wertpapiermässigen Verpfändung von Aktien in der Form von Wertpapieren bzw. bei der Verpfändung von Aktien in der Form von Wertrechten.
2. Die Verfügungshandlung tritt bei Aktien in der Form von Wertpapieren unterschiedlich in Erscheinung. Werden Inhaberaktien wertpapiermässig und damit nach Art. 901 ZGB verpfändet, so erschöpft sich die Verfügungshandlung in der Übergabe des Urkundenbesitzes auf den Pfandgläubiger. Bei Namenaktien ist zusätzlich eine Übertragungserklärung in der Form einer Indossierung oder einer Abtretungserklärung erforderlich. Auch bei Rektaaktien erschöpft sich die Verfügungshandlung nicht in der Übertragung des Urkundenbesitzes auf den Pfandgläubiger. Erforderlich ist hier zusätzlich eine Abtretungserklärung. Werden Wertpapiere nicht wertpapiermässig und damit nach Art. 900 Abs. 3 ZGB verpfändet, so liegt die Verfügungshandlung in der Übergabe der Urkunde auf den Pfandgläubiger. Die Verfügungshandlung bei Aktien in der Form von Wertrechten erschöpft sich in der Übertragung eines allfällig ausgestellten Mitgliedschaftsausweises bzw. eines allfälligen Auszuges aus dem Wertrechtbuch auf den Pfandgläubiger.
3. Die Errichtung des Pfandrechts setzt sodann Verfügungsmacht des Verpfänders voraus. Fehlt diese, so kann das Pfandrecht kraft guten Glaubens erworben werden, sofern das Gutgläubensschutzprinzip greift. Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren, welche nach Art. 901 ZGB verpfändet werden, ist nach der Wertpapierart zu unterscheiden: Bei Inhaberaktien richtet sich der Gutgläubensschutz nach 935 ZGB: Demnach vermag bereits der Nachweis leichter Fahrlässigkeit seitens des Pfandgläubigers mit Bezug auf die gebotene Sorgfalt die Gutgläubensvermutung zu entkräften. Bei voll- oder blankoindossierten Namenaktien richtet sich der Gutgläubensschutz nach Art. 1006 Abs. 2 OR. Erst grobe Fahrlässigkeit seitens des Pfandgläubigers vermag hier die Gutgläubensvermutung zu entkräften. Bei einem Erwerb des Pfandrechts gestützt auf ein offenes Pfandindossament wird der Gutgläubensschutz indessen ausgeschaltet. Werden Rektaaktien verpfändet oder werden Inhaber- oder Namenaktien nach Art. 900 Abs. 3 ZGB verpfändet, so besteht, von den Ausnahmen gemäss Art. 18 Abs. 2 OR und Art. 164 Abs. 2 OR abgesehen, ebenfalls kein Gutgläubensschutz. Dasselbe gilt beim Erwerb des Pfandrechts an Wertrechten.

## § 4 Pfanderrichtung an mediatisierten Aktien (Bucheffekten)

Nach einer kurzen Einführung in die mediatisierte Aktienverwahrung werden nachfolgend die Voraussetzungen der Pfanderrichtung bei Bucheffekten dargestellt. Ein besonderer Fokus wird dabei auf die Errichtung des Pfandrechts kraft guten Glaubens bei Aktien in der Form von Bucheffekten gelegt.

### I. Entstehung von Bucheffekten

#### 1. Modellfall: dreistufige Verwahrungspyramide

Die Mediatisierung von Aktien führt in der Praxis zu komplexen Mediatisierungsverhältnissen, die gemeinhin anhand von sog. Verwahrungspyramiden<sup>270</sup> visualisiert dargestellt werden. Solche Verwahrungspyramiden können insbesondere in internationalen Verhältnissen eine Vielzahl von Ebenen aufweisen. Nachfolgend wird von einer dreistufigen Verwahrungspyramide ausgegangen<sup>271</sup>:

An der Basis der dreistufigen Verwahrungspyramide steht der Anleger bzw. der Aktionär, der in vorliegendem Zusammenhang auch Verpfänder der Aktien ist. Auf der zweiten Stufe der Pyramide steht eine Verwahrungsstelle<sup>272</sup>, auf dritter Stufe die zentrale Verwahrungsstelle. Der Aktionär ist über den Depotvertrag mit der Verwahrungsstelle verbunden<sup>273</sup>. Sie führt für den Aktionär ein Effektenkonto. Die Verwahrungsstelle ihrerseits hält bei der zentralen Verwahrungsstelle ein Effektenkonto und ist mit ihr über den Teilnehmervertrag verbunden<sup>274</sup>. Zwischen dem Aktionär und der zentralen Verwahrungsstelle besteht keine vertragliche Beziehung<sup>275</sup>.

#### 2. Bei Aktien in Form von Wertpapieren

Hat die Gesellschaft Aktien in der Form von Wertpapieren ausgegeben, so entstehen Bucheffekten durch physische Hinterlegung der Wertpapiere bei der Verwahrungsstelle zur Sammelverwahrung und der anschliessenden Gutschrift in den Effektenkonten<sup>276</sup>.

---

<sup>270</sup> Zum Begriff der Verwahrungspyramide siehe BOTSCHAFT BEG, 9321.

<sup>271</sup> Zu diesem dreistufigen Modell siehe BOTSCHAFT BEG, 9321 ff.

<sup>272</sup> Zum Begriff der Verwahrungsstelle siehe Art. 4 BEG.

<sup>273</sup> Siehe BOTSCHAFT BEG, 9326 f.

<sup>274</sup> Siehe BOTSCHAFT BEG, 9327.

<sup>275</sup> BOTSCHAFT BEG, 9327.

<sup>276</sup> Art. 6 Abs. 1 lit. a BEG. Nicht Gegenstand der Untersuchung stellen Globalurkunden dar, siehe S. 1 (Untersuchungsgegenstand). An dieser Stelle wird aber darauf hingewiesen, dass sich auch Globalurkunden als Basis für Bucheffekten eignen, siehe Art. 6 Abs. 1 lit. b BEG.

Sammelverwahrung liegt vor, wenn Wertpapiere derselben Gattung mehrerer Hinterleger ungetrennt in einem offenen Depot verwahrt werden<sup>277</sup>. Dabei stellt die Drittsammelverwahrung den Normalfall dar, d.h. die Wertpapiere werden bei der zentralen Verwahrungsstelle hinterlegt<sup>278</sup>. Dies führt einerseits zu einer Buchung im Effektenkonto, welches die Verwahrungsstelle bei der zentralen Verwahrungsstelle führt, andererseits findet eine Buchung im Effektenkonto des Aktionärs bei der Verwahrungsstelle statt<sup>279</sup>.

Das der Sammelverwahrung zugeführte Wertpapier muss nicht zum massenweisen Handel geeignet sein<sup>280</sup>. Somit können auch nicht kotierte Wertpapiere sammelverwahrt werden<sup>281</sup>. Zur Sammelverwahrung eignen sich nur Wertpapiere, die „vertretbar“ (fungibel) sind<sup>282</sup>. Mit Bezug auf Aktien in der Form von Wertpapieren bedeutet dies, dass es sich sowohl um Inhaber- als auch um Namenaktien handeln kann. Werden Namenaktien ausgegeben, so sind diese aber nur dann „vertretbar“, wenn sie mit einem Blankoindossament versehen sind<sup>283</sup>.

### 3. Bei Aktien in Form von Wertrechten

Führt die Aktiengesellschaft Aktien in der Form von Wertrechten, so können auch diese der mediatisierten Verwahrung zugeführt werden.

---

<sup>277</sup> Zum Begriff der Sammelverwahrung: Art. 973a OR; BOTSCHAFT BEG, 9324, 9345. Die Sammelverwahrung ist abzugrenzen von der Einzelverwahrung. Bei der Einzelverwahrung werden die Wertpapiere für den Hinterleger einzeln aufbewahrt. Der Hinterleger behält Alleineigentum an den hinterlegten Gegenständen. Siehe etwa MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 25 Rz. 7 ff.

<sup>278</sup> BOTSCHAFT BEG, 9324. Vgl. VON DER CRONE/BILEK, SZW 2/2008, 202. Von der Drittsammelverwahrung zu unterscheiden ist die Haussammelverwahrung: Bei der Haussammelverwahrung werden die hinterlegten Wertpapiere bei der Verwahrungsstelle selbst hinterlegt. Diese Verwahrungsform ist heutzutage kaum mehr von Bedeutung, siehe zur Haussammelverwahrung etwa BRUNNER, Wertrechte, 7 f.

<sup>279</sup> Vgl. Art. 10 Abs. 1 BEG.

<sup>280</sup> BÄRTSCHI, AJP 2009, 1073; FOËX, Sûreté, 124 FN 5; LANZ, Aktientransfers nach BEG, 195 FN 18; BOTSCHAFT BEG, 9345. A.A. HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 105.

<sup>281</sup> GOMEZ RICHÁ/VEUVE, GesKR 2010, 9; DALLA TORRE/GERMANN, GesKR, 574; BÄRTSCHI, AJP 2009, 1073; HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 105; LANZ, Aktientransfers nach BEG, 196 FN 21.

<sup>282</sup> Art. 973a Abs. 1 OR.

<sup>283</sup> BÄRTSCHI, AJP 2009, 1073; VON DER CRONE/BILEK, SZW 2/2008, 202. Hinzuweisen ist aber darauf, dass Namenaktien in der Lehre bis vor Inkraftsetzung des BEG als nicht sammelverwahrfähig betrachtet wurden, da die Eintragung im Aktienbuch als Alleinaktionär Alleineigentum erfordert. Bei der Sammelverwahrung erwirbt der Aktionär indessen nicht Alleineigentum, sondern Miteigentum nach Bruchteilen an den zum Sammelbestand gehörenden Wertpapieren gleicher Gattung, siehe MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 25 Rz. 17.

Bucheffekten entstehen in diesem Fall mit der Eintragung der Wertrechte ins Hauptregister und der anschliessenden Gutschrift in den Effektenkonten<sup>284</sup>. Bei einer dreistufigen Mediatisierungspyramide erfolgen nebst der Eintragung im Hauptregister zwei Gutschriften, nämlich einerseits eine Gutschrift im Effektenkonto, welches die Verwahrungsstelle bei der zentralen Verwahrungsstelle führt, und andererseits eine Gutschrift im Effektenkonto des Verpfänders bei der Bank<sup>285</sup>.

## II. Pfanderrichtung an Bucheffekten nach Art. 900 Abs. 3 ZGB?

Die Errichtung des Pfandrechts an Bucheffekten erfolgt nach den Regeln des Bucheffektengesetzes<sup>286</sup>. Basieren Bucheffekten auf Aktien in der Form von Wertpapieren, so ist die Errichtung des Pfandrechts nach Art. 901 ZGB bzw. Art. 900 Abs. 3 ZGB ausgeschlossen, da die Wertpapiere aus dem Verkehr gezogen sind und die für die Pfanderrichtung geforderte Übertragung des Besitzes an der Urkunde auf den Pfandgläubiger demnach nicht mehr möglich ist. Anders bei Bucheffekten, welche auf Wertrechten basieren: Zwar ist das Wertrechtbuch während der Mediatisierungsdauer zu schliessen<sup>287</sup>. Dennoch ist damit nicht sichergestellt, dass Bucheffekten (bzw. die diesen zugrunde liegenden Wertrechte) nicht mehr nach den Regeln von Art. 900 Abs. 3 ZGB verpfändet werden. Es stellt sich die Frage, wie Pfandrechte, welche während der Mediatisierung nach den Regeln von Art. 900 Abs. 3 ZGB errichtet worden sind, behandelt werden müssen:

Eine ähnliche Frage stellt sich bei Zessionen: Denkbar ist nämlich, dass Bucheffekten (bzw. die diesen zugrunde liegenden Wertrechte) trotz Mediatisierung zediert werden. Für diese Konstellation sieht das Gesetz eine Regel vor: Art. 30 Abs. 3 BEG bestimmt, dass Bucheffekten oder Rechte an Bucheffekten, welche nach den Vorschriften des BEG abgetreten<sup>288</sup> worden sind, den Rechten des Zessionars unabhängig vom Zeitpunkt der Abtretung im Range vorgehen.

Es erscheint richtig, Art. 30 Abs. 3 BEG analog auch für Pfandrechte an Bucheffekten, die nach Art. 900 Abs. 3 ZGB errichtet worden sind, heranzuzuziehen: Erstens sind keine Gründe ersichtlich, solche Pfandrechte *per se* als ungültig zu erklären, während Zessionen von Bucheffekten nach Art. 164 ff. OR zwar rangmässig nachgehend, im Übrigen aber zulässig sein sollen. Zweitens erscheint die analoge Anwendbarkeit von Art. 30 Abs. 3 BEG gerade deshalb gerechtfertigt zu sein, weil die vom Gesetzgeber darin vorgesehene Rangfolge vorab bei Pfandrechten möglich ist. Bei

---

<sup>284</sup> Art. 6 Abs. 1 lit. c BEG: Zum Hauptregister siehe etwa BÄRTSCHI, AJP 2009, 1074; HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 110 f.

<sup>285</sup> Art. 10 Abs. 1 BEG.

<sup>286</sup> Art. 901 Abs. 3 ZGB.

<sup>287</sup> HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 112; STEINER/BÜCHI, GesKR 2007, 76.

<sup>288</sup> Die BOTSCHAFT BEG präzisiert den Begriff „Abtretung“ als Zession i.S.v. Art. 164 ff. OR, BOTSCHAFT BEG, 9380.

Zessionen kann eigentlich überhaupt nur die erste Abtretung wirksam sein, denn für die zeitlich späteren Zessionen fehlt es dem Zedenten an der Verfügungsmacht<sup>289</sup>.

Wird die analoge Anwendung von Art. 30 Abs. 3 BEG auf die Verpfändung von Bucheffekten befürwortet, so muss demnach gelten: Werden Pfandrechte an Bucheffekten nach Art. 900 Abs. 3 ZGB errichtet, so gehen diese den Pfandrechten nach BEG unabhängig vom Errichtungszeitpunkt im Range nach<sup>290</sup>. Gerade in dieser Nachrangigkeit dürfte aber in der Praxis regelmässig die Schwierigkeit liegen: Während der aufgrund von Art. 900 Abs. 3 ZGB geforderte schriftliche Pfandvertrag in den meisten Fällen vorliegen wird, dürfte es an der für die Entstehung eines Nachpfandrechts konstitutiven, schriftlichen Benachrichtigung des Vorganggläubigers regelmässig fehlen<sup>291</sup>. Der Nachganggläubiger wird nämlich in den meisten Fällen gerade keine Kenntnis von der Mediatisierung der Wertrechte haben, sich entsprechend seiner nachrangigen Gläubigerstellung nicht bewusst sein und demzufolge auch die Benachrichtigung gemäss Art. 903 ZGB nicht vornehmen. Fehlt aber die Anzeige gemäss Art. 903 ZGB, kommt das Nachpfandrecht nicht zustande<sup>292</sup>.

Aus der Sicht des Pfandgläubigers, der sich ein Pfandrecht an Wertrechten gestützt auf Art. 900 Abs. 3 ZGB errichten lässt, besteht somit nicht nur das Risiko des weitestgehend fehlenden Gutglaubensschutzes<sup>293</sup>, sondern auch das Risiko, dass das ihm zu Pfand angebotene Wertrecht mediatisiert geführt wird und entsprechend kein (nachrangiges) Pfandrecht daran errichtet wird.

### III. Keine Pfanderrichtung an Bucheffekten nach Art. 24 BEG

Art. 24 BEG regelt die Verfügung über Bucheffekten durch Gutschrift. Hier stellt sich die Frage, ob unter dem Begriff „Verfügung“ auch die Errichtung eines *ordentlichen* Pfandrechts verstanden werden kann:

Art. 25 BEG sieht vor, dass eine Sicherheit an Bucheffekten ausser nach Art. 24 BEG auch nach Art. 25 BEG bestellt werden kann. Daraus ist zu schliessen: Sicherheiten können sowohl nach Art. 24 als auch nach Art. 25 BEG bestellt werden. Diese Wahl des Errichtungsmodus entweder nach Art. 24 oder nach 25 BEG kann indessen nur soweit gelten, als damit dem bestehenden System der Sicherungsrechte Rechnung getragen wird. Denn: Das BEG will keine neuen Sicherheiten begründen<sup>294</sup>.

---

<sup>289</sup> SCHWENZER, OR AT, N 90.04.

<sup>290</sup> Es handelt sich demnach um eine gesetzliche Ausnahme vom Prinzip der Alterspriorität. Zu diesem Prinzip siehe S. 19 (Prinzip der Alterspriorität).

<sup>291</sup> Art. 903 ZGB.

<sup>292</sup> Zur konstitutiven Wirkung der Anzeige gemäss Art. 903 ZGB siehe etwa BK-ZOBL, N 28 zu Art. 903 ZGB.

<sup>293</sup> Siehe S. 58 (Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens).

<sup>294</sup> Siehe dazu S. 7 (Möglichkeit der Errichtung eines Pfandrechts an Bucheffekten).

Die Errichtung von Sicherungsrechten an Bucheffekten nach Art. 24 BEG erfolgt durch Umbuchung der Bucheffekten vom Effektenkonto des Sicherungsgebers auf dasjenige des Sicherungsnehmers. Durch diese Umbuchung verliert der Sicherungsgeber sein Recht an den Bucheffekten<sup>295</sup>. Nach Gutschrift auf dem Effektenkonto des Sicherungsnehmers ist er somit nicht mehr rechtszuständig<sup>296</sup>. Während mit der Sicherungszession und mit dem irregulären Pfandrecht<sup>297</sup> ein solcher Übergang des Vollrechts auf den Sicherungsnehmer verbunden ist, trifft dies auf das ordentliche Pfandrecht nicht zu<sup>298</sup>. Eine Pfandbestellung nach Art. 24 BEG ist zufolge des damit verbundenen Eigentumsübergangs nicht nur systemwidrig, sondern auch nicht notwendig: Das ordentliche Pfandrecht kann nach den Bestimmungen von Art. 25 BEG (bzw. Art. 26 BEG) bestellt werden. Die Errichtung des Pfandrechts nach Art. 24 BEG ist, entgegen dem Wortlaut der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz, abzulehnen<sup>299</sup>.

## IV. Pfanderrichtung an Bucheffekten nach Art. 25 und 26 BEG

### 1. Pfanderrichtung an Bucheffekten zugunsten eines Dritten

Im Gegensatz zur Bestellung von Sicherheiten nach Art. 24 BEG verbleibt das Eigentum am Sicherungsgegenstand bei einer Bestellung der Sicherheiten nach Art. 25 BEG beim Sicherungsgeber. Diese Bestimmung ist somit der Errichtung von (ordentlichen) Pfandrechten zugrunde zu legen. Im Einzelnen ergeben sich die fol-

---

<sup>295</sup> Art. 24 Abs. 2 BEG *in fine*.

<sup>296</sup> Vgl. BOTSCHAFT BEG, 9368: „Die Verfügung über Bucheffekten ist mit Abschluss der Gutschrift im Effektenkonto der Erwerberin (...) vollzogen. Ein Veräusserer bleibt also bis zum Abschluss des Verfügungsvorganges rechtszuständig (...)“.

<sup>297</sup> Die Errichtung eines irregulären Pfandrechts an Miteigentumsanteilen bei sammelverwahrten Wertpapieren und bei Wertrechten ist in der Lehre mehrheitlich anerkannt, siehe BSK (BankG)-BÖSCH, N 11 zu Art. 17 BankG; Komm. BankG-ZOBL, N 19 zu Art. 17 BankG (anders aber bezüglich Wertrechten: BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 1115; EGGEN, SZW 2009, 119). Es sind keine Gründe ersichtlich, weshalb die Errichtung eines irregulären Pfandrechts an Bucheffekten nicht möglich sein sollte. Die Zulässigkeit des irregulären Pfandrechts bei Bucheffekten entsprechend bejahend: FOËX, Sûretés, 128; (wohl auch) HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 116.

<sup>298</sup> Siehe etwa BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 1553 (Eigentumsübergang bei Sicherungszession) und BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 1106 (Eigentumsübergang beim irregulären Pfandrecht).

<sup>299</sup> Gemäss BOTSCHAFT BEG können Sicherungsrechte an Bucheffekten nach Art. 24 BEG sowohl in der Form eines Vollrechts als auch in der Form eines Pfandrechts oder einer Nutzniessung errichtet werden, BOTSCHAFT BEG, 9367. Kritisch zur Errichtung des (ordentlichen) Pfandrechts nach Art. 24 BEG: BÄRTSCHI, AJP 2009, 1080; EGGEN, SZW 2009, 125; HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 116; Die Pfanderrichtung nach Art. 24 BEG bejahend: EIGENMANN, Réalisation des sûretés, 128; HESS/STÖCKLI, SJZ 2010, 155; FOËX, Sûretés, 129.



genden Voraussetzungen hinsichtlich einer gültigen Errichtung des Pfandrechts an Bucheffekten:

### a) Pfandvertrag

Die Errichtung eines Pfandrechts an Bucheffekten erfordert den Abschluss eines Pfandvertrages zwischen dem Verpfänder und dem Pfandgläubiger<sup>300</sup>. Er enthält ein Zweifaches, nämlich einerseits das Pfandbestellungsversprechen, andererseits den Rechtsgrund<sup>301</sup>. Ein gültiger Rechtsgrund ist auch beim Pfandrecht an Bucheffekten erforderlich, da hier ebenfalls das Kausalitätsprinzip greift<sup>302</sup>. Der Pfandvertrag muss indessen nicht schriftlich abgefasst sein<sup>303</sup>.

### b) Kontrollvereinbarung

Nebst dem Pfandvertrag ist bei einer Verpfändung nach Art. 25 BEG der Abschluss einer Kontrollvereinbarung erforderlich: Art. 25 Abs. 1 BEG sieht vor, dass Kontoinhaber und Verwahrungsstelle eine unwiderrufliche Vereinbarung abschliessen, wonach die Verwahrungsstelle fortan die Weisungen des Sicherungsnehmers zu befolgen hat<sup>304</sup>. Diese Kontrollvereinbarung unterliegt keiner Formvorschrift<sup>305</sup>.

Die Kontrollvereinbarung steht im Zusammenhang mit dem Publizitätsprinzip, das auch beim Pfandrecht an Bucheffekten greift. Es wurde dargelegt, dass beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten die Publizität auf dem Weg des Kontrollprinzips sichergestellt wird<sup>306</sup>. Wie darzulegen war, erfordert das Kontrollprinzip einerseits, dass der Verpfänder sich seiner exklusiven Dispositionsmacht bezüglich seiner Bucheffekten begibt, wohingegen nicht erforderlich ist, dass der Pfandgläubiger seinerseits exklusive Dispositionsmacht erwirbt. Andererseits wurde aufgezeigt, dass das Kontrollprinzip die Implementierung eines Kontrollmechanismus erforderlich macht, der sicherstellt, dass der Verpfänder einem Dritten keine Pfandfreiheit bezüglich des Pfandgegenstands vortäuschen kann. Die Kontrollvereinbarung stellt beides sicher: Zum einen stellt sie sicher, dass der Verpfänder sich seiner exklusiven Dispositionsmacht begibt, indem die Verwahrungsstelle fortan unwiderruflich (aber nicht zwingend exklusiv) die Weisungen des Pfandgläubigers

---

<sup>300</sup> So auch FOËX, Titres intermédiés, 94; FOËX, Sûretés, 132.

<sup>301</sup> Zum Pfandvertrag siehe S. 42 (Pfandvertrag).

<sup>302</sup> Siehe S. 24 (Kausalitätsprinzip).

<sup>303</sup> BOTSCHAFT BEG, 9370, 9386.

<sup>304</sup> Damit ist indessen nicht ausgeschlossen, dass die Vereinbarung in der Praxis als tripartite Vereinbarung zwischen dem Sicherungsgeber, Sicherungsnehmer und der Verwahrungsstelle abgeschlossen wird, vgl. FOËX, Sûretés, 133; HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 116; BÄRTSCHI, AJP 2009, 1083.

<sup>305</sup> FOËX, Sûretés, 133; HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 116; LANZ, Aktientransfers nach BEG, 209.

<sup>306</sup> Siehe S. 18 (Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten).

befolgt. Zum andern wird durch die Kontrollvereinbarung aber auch die Erkennbarkeit des Pfandrechts gegenüber interessierten Dritten sichergestellt; der Verpfänder kann einem Dritten nämlich keine Pfandfreiheit bezüglich des Pfandgegenstandes mehr vortäuschen<sup>307</sup>.

In inhaltlicher Hinsicht wird die Kontrollvereinbarung insbesondere Aufschluss über den Sicherungsgegenstand<sup>308</sup> und die Person des Sicherungsnehmers geben sowie die Verpflichtung der Verwahrungsstelle enthalten, die Weisungen des Sicherungsnehmers ohne weitere Zustimmung oder Mitwirkung des Sicherungsgebers auszuführen<sup>309</sup>. Schliesslich hat die Vereinbarung sich auch dahingehend zu äussern, inwiefern dem Verpfänder trotz Pfandbestellung noch Dispositionsmacht zukommt. Wie erwähnt ist zwar erforderlich, dass der Verpfänder seine exklusive Dispositionsmacht aufgibt, nicht erforderlich ist indessen, dass dem Pfandgläubiger exklusive Dispositionsmacht zukommt<sup>310</sup>. Die in der Lehre vertretene Ansicht, wonach dem Verpfänder und dem Pfandgläubiger je einzeln vollständige Dispositionsmacht zukommen kann, ist abzulehnen<sup>311</sup>.

### c) Verfügungsmacht des Verpfänders

Gleich wie bei der Errichtung des Pfandrechts an Wertpapieren und Wertrechten bedarf es auch bei der Errichtung des Pfandrechts an Bucheffekten der Verfügungsmacht des Verpfänders<sup>312</sup>. Fehlt diese, so ist im Einzelfall der Erwerb des Pfandrechts kraft guten Glaubens zu prüfen<sup>313</sup>.

---

<sup>307</sup> Vgl. FOËX, Sûretés, 132: „La création de la sûreté suppose par ailleurs la passation d’une convention entre le titulaire du compte et le dépositaire, qui est dite de contrôle parce qu’elle tend à procurer le contrôle des titres intermédiés au créancier garanti“.

<sup>308</sup> Dies ist deshalb notwendig, weil nach Art. 25 Abs. 2 BEG nicht zwingend sämtliche auf dem Effektenkonto geführten Bucheffekten vom Pfandrecht erfasst sind.

<sup>309</sup> FOËX, Sûretés, 134.

<sup>310</sup> So ist etwa auch unter dem Faustpfandprinzip Mitbesitz (im Gegensatz zu Gesamtbesitz) keine taugliche Form der Besitzesübertragung, weil Pfandgläubiger und Verpfänder je einzeln über den Pfandgegenstand verfügen können, siehe BK-ZOBL, N 582 zu Art. 884 ZGB.

<sup>311</sup> Vgl. FOËX, Sûretés, 134 f.: „on peut imaginer que la convention de contrôle se borne à prévoir que le dépositaire s’engage à exécuter irrévocablement les instructions du créancier (...), sans que la faculté du constituant de donner de son côté des instructions au dépositaire ne soit restreinte de quelque manière“. Konsequenterweise lehnt FOËX die Anwendbarkeit des Publizitätsprinzips auf das Pfandrecht an Bucheffekten ab: „A cela s’ajoute que l’on ne saurait guère soutenir que les impératifs de publicité (...) valent également pour la constitution d’une sûreté par convention de contrôle: le législateur n’a précisément pas prévu de mesure de publicité en l’espèce“.

<sup>312</sup> FOËX, Sûretés, 136.

<sup>313</sup> Siehe S. 69 (Pfanderrichtung an Bucheffekten kraft guten Glaubens nach Art. 29 BEG).

## **2. Pfanderrichtung an Bucheffekten zugunsten der Verwahrungsstelle**

Während Art. 25 BEG die Errichtung des Pfandrechts zugunsten eines Dritten regelt, normiert Art. 26 BEG die Errichtung des Pfandrechts zugunsten der Verwahrungsstelle<sup>314</sup>:

### **a) Pfandvertrag**

Art. 26 BEG sieht vor, dass zwischen dem Kontoinhaber und der Verwahrungsstelle eine Vereinbarung abgeschlossen werden muss. Bei dieser Vereinbarung handelt es sich um den formlos gültigen Pfandvertrag<sup>315</sup>.

### **b) Kein Erfordernis zum Abschluss einer Kontrollvereinbarung**

Werden Aktien in der Form von Bucheffekten einem Dritten nach den Vorschriften von Art. 25 BEG verpfändet, so ist, wie zu zeigen war, nebst dem Abschluss des Pfandvertrages der Abschluss einer Kontrollvereinbarung notwendig. Sie stellt zum einen die Erkennbarkeit des Pfandrechts für interessierte Dritte sicher, zum andern begibt sich der Verpfänder durch den Abschluss der Kontrollvereinbarung seiner exklusiven Dispositionsmacht.

Wird ein Pfandrecht zugunsten der Verwahrungsstelle errichtet, so erübrigt sich der Abschluss einer Kontrollvereinbarung. Da die Verwahrungsstelle Pfandgläubigerin ist und damit in eigenem Interesse handelt, ist auch ohne Kontrollvereinbarung sichergestellt, dass dem Verpfänder keine exklusive Dispositionsmacht bezüglich der Bucheffekten mehr zukommt und er Dritten gegenüber keine Pfandfreiheit des Pfandgegenstandes vortäuschen kann. Unterlässt es die Verwahrungsstelle, ihr Pfandrecht einem späteren Sicherungsnehmer offenzulegen, so kann sie ihr grundsätzlich prioritäres Pfandrecht nicht entgegenhalten<sup>316</sup>. Schreibt sie die zu ihren Gunsten verpfändeten Bucheffekten einem Drittkonto gut, so geht ihr Pfandrecht entsprechend unter<sup>317</sup>.

### **c) Erfordernis der Verfügungsmacht des Verpfänders**

Selbstredend ist auch bei der Verpfändung von Bucheffekten gemäss Art. 26 BEG Verfügungsmacht des Verpfänders erforderlich<sup>318</sup>. Fehlt diese, so ist der Pfandrechts-erwerb kraft guten Glaubens zu prüfen<sup>319</sup>.

---

<sup>314</sup> Art. 26 BEG regelt zudem den Fall, in dem die Verwahrungsstelle eigene Aktien an die zentrale Verwahrungsstelle verpfändet.

<sup>315</sup> FOËX, Sûretés, 138; LANZ, Aktientransfers nach BEG, 210. In der Praxis wird dieser Vertrag freilich überwiegend schriftlich abgeschlossen werden.

<sup>316</sup> Art. 30 Abs. 2 BEG.

<sup>317</sup> Art. 26 Abs. 2 BEG.

<sup>318</sup> FOËX, Sûretés, 138.

## V. Pfanderrichtung an Bucheffekten kraft guten Glaubens nach Art. 29 BEG

### 1. Ausgangslage

Die Pfanderrichtung nach Art. 25 und Art. 26 BEG erfordert Verfügungsmacht des Verpfänders. Fehlt diese, so kann das Pfandrecht dennoch originär erworben werden, wenn der Pfandgläubiger in seinem guten Glauben geschützt ist. Das Prinzip des Gutgläubensschutzes greift aber nur dort, wo das Gesetz einen solchen Schutz vorsieht<sup>320</sup>.

Eine solche gesetzliche Normierung stellt Art. 29 BEG dar. Art. 29 BEG stellt aber nur dann eine Schutznorm dar, wenn der Pfandrechtserwerb „entgeltlich“ erfolgte<sup>321</sup>. Nachfolgend wird somit in einem ersten Schritt zu prüfen sein, was unter „Entgeltlichkeit“ zu verstehen ist. Gelingt dem Pfandgläubiger der Nachweis der Vermutungsbasis, so wird der gute Glaube des Pfandgläubigers vermutet<sup>322</sup>. Die Vermutung des guten Glaubens kann unter anderem durch Rückgriff auf die Beweiserleichterungsregel von Art. 3 Abs. 2 ZGB entkräftet werden, nämlich durch den Nachweis, dass der Pfandgläubiger nicht mit der gebotenen Aufmerksamkeit gehandelt hat<sup>323</sup>. Nachfolgend wird somit in einem zweiten Schritt der Frage nachzugehen sein, welcher Grad von Fahrlässigkeit zum Ausschluss des Gutgläubensschutzes nach Art. 29 BEG führt. Es geht somit um die Frage, ob es sich beim Gutgläubensschutz nach Art. 29 BEG um einen einfachen oder qualifizierten Gutgläubensstatbestand handelt.

### 2. Erfordernis der Entgeltlichkeit

Kein Erwerb kraft guten Glaubens ist möglich, wenn Bucheffekten oder Rechte an Bucheffekten unentgeltlich übertragen werden: Der Erwerber ist diesfalls immer zur Rückerstattung derselben verpflichtet. Begründet wird dies in der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz damit, dass die Interessen des Rechtsverkehrs hier nicht berührt sind<sup>324</sup>.

Gemäss FOÈX liegt Entgeltlichkeit der Sicherheit immer dann vor, wenn die Sicherheit im Zeitpunkt der Entstehung der Sicherungsforderung vom Schuldner der-

---

<sup>319</sup> Siehe S. 69 (Pfanderrichtung an Bucheffekten kraft guten Glaubens nach Art. 29 BEG).

<sup>320</sup> Siehe S. 20 (Prinzip des Gutgläubensschutzes).

<sup>321</sup> Art. 29 Abs. 1 BEG.

<sup>322</sup> Art. 3 Abs. 1 ZGB *in fine*.

<sup>323</sup> Ferner kann die Vermutung des guten Glaubens durch die Entkräftung der Gutgläubensvermutung (und somit durch den Nachweis der Bösgläubigkeit) oder durch den Gegenbeweis gegen den Beweis der Vermutungsbasis widerlegt werden, siehe dazu S. 21 (Die Entkräftung der Gutgläubensvermutung, insbesondere die Beweiserleichterungsregel von Art. 3 Abs. 2 ZGB).

<sup>324</sup> BOTSCHAFT BEG, 9377.

selben bestellt wird<sup>325</sup>. Zweifel äussert FOËX bezüglich des Erfordernisses der Entgeltlichkeit indessen, wenn die Sicherheit erst *nach* Entstehung der Sicherungsforderung durch den Schuldner derselben bestellt wird oder wenn die Sicherheit nicht durch den Schuldner der Sicherungsforderung, sondern durch einen Dritten bestellt wird<sup>326</sup>. Diese Zweifel erscheinen unbegründet: Es ist nicht ersichtlich, weshalb der Sicherungsnehmer in seinem guten Glauben weniger schützenswert ist, wenn er zuerst auf die Besicherung seiner Forderung verzichtet und dann später, z.B. bei Verschlechterung der Finanzlage des Kreditnehmers, eine Besicherung der bereits bestehenden Forderung verlangt. Aus der Sicht des gutgläubigen Sicherungsnehmers ist ebenfalls nicht ersichtlich, weshalb dieser weniger schützenswert sein sollte, wenn die Sicherheit nicht vom Forderungsschuldner, sondern von einem Dritten bestellt wird. Dass Entgeltlichkeit auch bei der Bestellung von Drittsicherheiten, etwa in Konzernverhältnissen<sup>327</sup>, vorliegt, geht aus der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz denn auch hervor. Dort wird nämlich festgehalten, dass Entgeltlichkeit nicht mit Gegenleistung gleichzusetzen ist, sondern „auch Übertragungsvorgänge oder die Bestellung von Sicherheiten ohne unmittelbare Gegenleistung, z.B. in Konzernverhältnissen (...) entgeltliche Verkehrsgeschäfte (...)“ darstellen<sup>328</sup>. Aus der Sicht des Gutgläubenschutzes kann sodann nicht von Relevanz sein, ob solche Drittsicherheiten konzernintern finanziell abgegolten werden, d.h., ob der Drittsicherungsgeber vom Forderungsschuldner für die Bestellung der Sicherheit eine Vergütung erhält. Erstens hat der Sicherungsnehmer auf solche konzerninternen Vergütungen regelmässig keinen Einfluss. Zweitens geht der Gutgläubenschutz nicht zu Lasten des ohne Verfügungsmacht handelnden Sicherungsgebers, sondern zu Lasten des Eigentümers des Sicherungsgegenstandes. Damit aber kann die Frage des Gutgläubenschutzes nicht von einer allfällig geleisteten konzerninternen Abgeltung abhängen.

Es kann also bis dahin festgehalten werden, dass Entgeltlichkeit immer dann vorliegt, wenn dem Sicherungsnehmer im Zeitpunkt der Bestellung der Sicherheit eine Forderung zusteht, welche durch die Sicherheit gedeckt ist. Dabei ist unerheblich, ob diese Sicherheit gleichzeitig mit der Entstehung der Forderung oder erst nachträglich bestellt wird. Unerheblich ist sodann, ob die Sicherheit vom Forderungsschuldner oder von einem Dritten bestellt wird.

Gilt nun aber auch der Umkehrschluss, dass, wenn dem Sicherungsnehmer im Zeitpunkt der Bestellung der Sicherheit *keine* Sicherungsforderung gegenüber dem Sicherungsgeber zusteht, von Unentgeltlichkeit auszugehen ist und entsprechend kein gutgläubiger Erwerb der Sicherheit möglich ist? Mit Bezug auf das Pfandrecht ist diese Fragestellung weitgehend irrelevant, weil aufgrund der Akzessorietät bei fehlender Pfandforderung grundsätzlich auch kein Pfandrecht (gutgläubig) erwor-

---

<sup>325</sup> FOËX, Titres intermédiés, 94.

<sup>326</sup> FOËX, Titres intermédiés, 94, FN 67.

<sup>327</sup> Sog. *Down stream*-, *Up stream*-, oder *Side stream*-Sicherheiten, siehe etwa von VON BÜREN/LÜTHI, Konzernkredite, 67 ff.

<sup>328</sup> BOTSCHAFT BEG, 9377.

ben werden kann<sup>329</sup>. Die Frage stellt sich beim Pfandrecht aber dort, wo das Akzessoritätsprinzip durchbrochen wird, vorab bei Pfandrechten an künftigen und suspensivbedingten Forderungen<sup>330</sup>. Die Frage lautet also: Liegt ein entgeltlicher Pfandrechtserwerb vor, wenn das Pfandrecht für eine künftige oder suspensivbedingte Forderung errichtet wird? Dies ist zu bejahen: Gutgläubiger Pfandrechtserwerb soll allein dann ausgeschlossen sein, wenn kein Entgelt zu leisten ist<sup>331</sup>. Bei der Bestellung eines Pfandrechts an einer künftigen oder suspensivbedingten Forderung erfolgt die Pfandrechtsbestellung aber im Hinblick auf die Entstehung der Forderung und somit im Hinblick auf die Leistung eines Entgelts. Ein Erfordernis der Gleichzeitigkeit zwischen Erwerb der Sicherheit und Leistung des Entgelts kann weder dem Gesetz noch der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz entnommen werden. Wird ein Pfandrecht an einer künftigen oder suspensivbedingten Forderung bestellt und stellt sich heraus, dass die künftige oder suspensivbedingte Forderung nicht entstehen wird, dann erlischt das (gutgläubig erworbene) Pfandrecht<sup>332</sup>.

Mit Bezug auf das Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten kann somit festgehalten werden: Entgeltlichkeit liegt immer dann vor, und gutgläubiger Pfandrechtserwerb gestützt auf Art. 29 BEG ist immer dann möglich, wenn dem Pfandgläubiger im Zeitpunkt der Bestellung des Pfandrechts eine Pfandforderung zusteht oder die Bestellung des Pfandrechts im Hinblick auf eine künftige oder suspensivbedingte Pfandforderung erfolgt. Insbesondere ist unerheblich, ob die Sicherheit vom Forderungsschuldner selbst oder von einem Dritten bestellt wird.

### 3. Art. 29 BEG als einfacher oder qualifizierter Gutglaubenstatbestand?

Weder der BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz noch dem Wortlaut von Art. 29 BEG ist zu entnehmen, ob es sich bei dieser Bestimmung um einen qualifizierten oder um einen einfachen Gutglaubenstatbestand handelt. Dies ist nachfolgend zu prüfen. Letztlich geht es dabei um die Frage, ob bereits leichte oder erst grobe Fahrlässigkeit seitens des Pfandgläubigers mit Bezug auf das gebotene Mass an Sorgfalt die Gutglaubensvermutung zu entkräften vermag.

Da der gute Glaube immer an eine Publizitätseinrichtung anknüpft, ist in einem ersten Schritt zu prüfen, an welche Publizitätseinrichtung beim Gutglaubensschutz nach Art. 29 BEG angeknüpft wird<sup>333</sup>. In einem zweiten Schritt ist sodann zu prüfen,

---

<sup>329</sup> Die Frage stellt sich aber z.B. bei der nicht akzessorischen Sicherungszession. Zur nicht akzessorischen Wirkung der Sicherungszession siehe BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 1555.

<sup>330</sup> Siehe dazu FN 48.

<sup>331</sup> Die Botschaft bezeichnet explizit „Schenkungen“ als unentgeltlich, BOTSCHAFT BEG, 9377.

<sup>332</sup> BK-ZOBL, N 230 zu Art. 884 ZGB (suspensivbedingte Forderung); BK-ZOBL, N 240 zu Art. 884 ZGB (künftige Forderung).

<sup>333</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 277.

inwiefern sich diese Publizitätseinrichtung von den Publizitätseinrichtungen unterscheidet, welche den Gutgläubensschutz bei der Verpfändung von Wertpapieren in der Form von Inhaberaktien bzw. bei der Verpfändung von Namenaktien mit Blanko- oder Vollindossament vermitteln<sup>334</sup>.

**a) Die Publizitätseinrichtung bei Art. 29 BEG**

Es wurde dargelegt, dass das Publizitätsprinzip auch bei der Verpfändung von Aktien in der Form von Bucheffekten greift. Publizitätsmittel stellt hier das Kontrollprinzip dar<sup>335</sup>. Das Kontrollprinzip erfordert einerseits, dass der Verpfänder sich seiner exklusiven Dispositionsmacht hinsichtlich des Pfandgegenstandes begibt. Andererseits ist erforderlich, dass der Verpfänder gegenüber Dritten nicht Pfandfreiheit des Pfandgegenstandes vortäuschen kann, sondern dass das Pfandrecht für interessierte Dritte erkennbar ist. Erforderlich ist somit die Implementierung eines Kontrollmechanismus. Als Kontrollinstanz fungiert dabei die Verwahrungsstelle<sup>336</sup>.

Hier aber knüpft der gute Glaube an: an den implementierten Kontrollmechanismus, letztlich an das Funktionieren des Mediatisierungssystems in seiner Gesamtheit<sup>337</sup>.

**b) Beurteilung der Publizitätseinrichtung**

Werden Aktien in der Form von Bucheffekten verpfändet, so knüpft der gute Glaube an das Funktionieren des Mediatisierungssystems an. Im Vergleich dazu:

Werden Aktien in der Form von Wertpapieren verpfändet, so ist Anknüpfungspunkt des guten Glaubens bei Inhaberaktien der Besitz an der Urkunde, bei Namenaktien mit Blanko- und Vollindossament zusätzlich das Indossament. Bei Namenaktien wird die Publizitätseinrichtung „Besitz“ durch das Indossament verstärkt: Der Gutgläubensschutz knüpft nicht nur an den Besitz an, sondern auch an die Indossamentenkette. Der ausgewiesene Inhaber der Namenaktie erweckt diesfalls nicht nur den Rechtsschein, dass er berechtigt ist, sondern dass er so berechtigt ist, wie sich dies aus dem Inhalt der Urkunde ergibt<sup>338</sup>. Entsprechend handelt es sich beim Gut-

---

<sup>334</sup> Art. 935 ZGB; Art. 1006 Abs. 2 OR.

<sup>335</sup> Siehe S. 18 (Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten).

<sup>336</sup> Siehe dazu betreffend die Errichtung eines Pfandrechts nach Art. 25 BEG, S. 66 (Kontrollvereinbarung) sowie betreffend die Errichtung des Pfandrechts nach Art. 26 BEG, S. 68 (Kein Erfordernis zum Abschluss einer Kontrollvereinbarung).

<sup>337</sup> Vgl. FOËX, Titres intermédiés, 86: „c’est la bonne foi dans le système de la détention intermédiée, la croyance toute générale que l’aliénateur des titres intermédiés, quel qu’il soit, est bien en droit d’en disposer“. Zu eng erscheint die Ansicht von VON DER CRONE/BILEK, SZW 2/2008, 206: Sie knüpfen den Gutgläubensschutz an die Gutschrift im Effektenkonto an.

<sup>338</sup> BIRCHER, Gutgläubiger Erwerb, 48 f.

glaubensschutz bei Namenaktien mit Voll- oder Blankoindossament um einen qualifizierten Gutglaubenstatbestand. Bei Inhaberaktien hingegen handelt es sich um einen einfachen Gutglaubenstatbestand: Hier knüpft der gute Glaube allein an den Besitz an. Diese Anknüpfungsbasis wird vom Gesetzgeber als schwächer beurteilt als Besitz in Kombination mit Indossament. Gegenüber dem gutgläubigen Erwerb an gewöhnlichen Sachen ist er aber deshalb verstärkt, weil dem Verkehrsinteresse mehr Gewicht beigelegt wird<sup>339</sup>.

Wird die Anknüpfungsbasis des guten Glaubens bei Bucheffekten (Funktionieren des Mediatisierungssystems) mit derjenigen bei Namenaktien mit Blanko- oder Vollindossament (Besitz in Kombination mit einem Indossament) verglichen, so darf wohl festgehalten werden: Es ist nicht einzusehen, weshalb sich der Pfandgläubiger auf das korrekte Funktionieren des Mediatisierungssystems weniger verlassen können soll als der Pfandgläubiger, dem eine Namenaktie mit Indossamentenkette physisch vorliegt. *De facto* sind dem Pfandgläubiger von Bucheffekten gar die Möglichkeiten verwehrt, in einem technischen Ablauf weitergehende Abklärungen vorzunehmen.

Der Schutz des guten Glaubens nach Art. 29 BEG ist deshalb den qualifizierten Gutglaubenstatbeständen zuzuordnen<sup>340</sup>. Es erscheint gerechtfertigt, dem Pfandgläubiger erst bei Vorliegen von bösem Glauben oder grober Fahrlässigkeit den Pfandrechterswerb kraft guten Glaubens zu verwehren.

#### 4. Gutglaubensschutz bei Personen in unmittelbarer Übertragungskette

In systematischer Hinsicht befindet sich Art. 29 BEG im 3. Abschnitt, der die Wirkungen der Verfügungen über Bucheffekten gegenüber *Dritten* regelt. Daraus ist ersichtlich, dass Art. 29 BEG keinen Erwerb kraft guten Glaubens für Personen vorsieht, die in der Übertragungskette unmittelbar aufeinanderfolgen. Durch den guten Glauben geschützt ist vielmehr erst die Person, die von der Zwischenpartei erwirbt<sup>341</sup>. Entsprechend sieht Art. 29 Abs. 5 BEG vor, dass der Erwerber in unmittelbarer Übertragungskette sich nicht auf seinen guten Glauben berufen kann, sondern eine Stornierung der Gutschrift<sup>342</sup> auf seinem Effektenkonto dulden muss. Der gutgläubige Dritte indessen ist in seinem Erwerb kraft guten Glaubens trotz dieser Stornierung geschützt<sup>343</sup>. Mit Bezug auf das Pfandrecht an Aktien in der Form von

---

<sup>339</sup> BK-ZOBL, N 900 zu Art. 884 ZGB.

<sup>340</sup> Ähnlich FOËX, Titres intermédiés, 86 f.: „ce n'est que dans des situations particulières (...) que la bonne foi de l'acquéreur pourra (...) être mise en doute“.

<sup>341</sup> BOTSCHAFT BEG, 9379.

<sup>342</sup> Art. 28 BEG.

<sup>343</sup> Art. 29 Abs. 1 lit. b BEG. In Widerspruch dazu scheint Art. 28 Abs. 3 BEG zu stehen, wonach die Stornierung einer Gutschrift u.a. dann ausgeschlossen ist, wenn Dritte daran gutgläubig Rechte erworben haben. Am gutgläubigen Rechterswerb des Dritten ändert sich indessen nichts.



Bucheffekten bedeutet die Tatsache, dass nur der Dritte, nicht jedoch Personen in unmittelbarer Übertragungskette Gutgläubensschutz geniessen, Folgendes:

Denkbar sind Konstellationen, in denen der Verpfänder zwar *Eigentümer* der verpfändeten Bucheffekten ist, aber dennoch nicht über die Bucheffekten verfügen darf. Dies trifft dann zu, wenn ihm nicht die Verfügungsmacht, sondern die Verfügungsbefugnis fehlt. Die Verfügungsbefugnis wird entweder durch Gesetz oder durch behördliche Anordnung eingeschränkt, wobei im vorliegenden Kontext allein gesetzliche Verfügungsbeschränkungen von Relevanz sein dürften<sup>344</sup>. Eine solche gesetzliche Verfügungsbeschränkung liegt etwa vor, wenn der Eigentümer in Konkurs geraten ist. Dem Konkursiten ist es verwehrt, Pfandrechte an den Pfändungsobjekten zu bestellen<sup>345</sup>. Eine weitere Verfügungsbeschränkung ergibt sich etwa aus dem Erbrecht. Der Vorerbe wird gemäss Art. 491 ZGB zwar Eigentümer der Erbschaftsgegenstände, aber unter der Pflicht zur Auslieferung<sup>346</sup>. Er darf deshalb keine Verfügungen darüber treffen, welche die Rechte der Nacherben schmälern<sup>347</sup>. Er darf somit trotz Eigentumsstellung kein Pfandrecht errichten<sup>348</sup>.

In Konstellationen, bei welchen dem Eigentümer keine Verfügungsbefugnis zukommt, ergibt sich somit aus Art. 29 BEG, dass der Pfandgläubiger in unmittelbarer Übertragungskette in seinem Erwerb trotz guten Glaubens nicht geschützt ist: Er qualifiziert nicht als Dritter. In diesem Punkt weicht die Regelung von Art. 29 BEG von den Gutgläubensschutzregelungen gemäss Art. 933 ZGB bzw. Art. 935 ZGB und Art. 1006 Abs. 2 OR ab. Gemäss diesen Bestimmungen greift der Gutgläubensschutz auch beim Erwerb vom Eigentümer, dem die Verfügungsbefugnis abhanden kommt: bestellt der Konkursit ein Pfandrecht an den Pfändungsobjekten, so ist der gutgläubige Pfandgläubiger geschützt<sup>349</sup>. Gleiches gilt, wenn der Vorerbe ein Pfandrecht an den Erbschaftsgegenständen bestellt: Der gutgläubige Pfandgläubiger ist auch hier in seinem Rechtserwerb geschützt<sup>350</sup>.

---

<sup>344</sup> Zu diesen beiden Kategorien von Verfügungsbeschränkungen siehe BK-STARK, N 57 zu Art. 933 ZGB; BK-ZOBL, N 798 ff. zu Art. 884 ZGB.

<sup>345</sup> Art. 204 Abs. 1 SchKG. Siehe BK-ZOBL, N 799 zu Art. 884 ZGB; BK-STARK, N 61 zu Art. 933 ZGB.

<sup>346</sup> Es handelt sich um eine resolutivbedingte Eigentümerstellung, siehe BSK-BESSENICH, N 2 zu Art. 491 ZGB.

<sup>347</sup> BK-STARK, N 59 zu Art. 933 ZGB.

<sup>348</sup> Denkbar wäre etwa die Errichtung eines resolutivbedingten Pfandrechts, wobei die Resolutivbedingung der Eintritt des Nacherbfalls darstellt.

<sup>349</sup> BK-STARK, N 61 zu Art. 933 ZGB: „Wenn die Verfügung aber zwischen der Konkursöffnung und ihrer Publikation erfolgte, ist der Erwerber gleichzustellen wie bei der (ebenfalls nicht öffentlich bekanntgemachten) Pfändung, d.h. sein guter Glaube ist zu schützen (...)“.

<sup>350</sup> BK-ZOBL, N 801 zu Art. 884 ZGB: „Da die Nachlassgegenstände dem Vorerben [als Eigentümer] anvertraut sind, (...) muss die Möglichkeit des gutgläubigen Pfandrechtserwerbs an Nachlassgegenständen bejaht werden (...). Das Interesse des gutgläubigen Verkehrs ist hier den Interessen des Nacherben voranzustellen“.

Der Ausschluss des gutgläubigen Erwerbs für Personen in unmittelbarer Übertragungskette wird gemäss BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz mit dem Zweck des Gutgläubensschutzes begründet. Dieser liege im Schutz des Rechtsverkehrs, weshalb sich ein Schutz der Person in unmittelbarer Übertragungskette nicht rechtfertige<sup>351</sup>. In Fällen, bei denen dem veräussernden Eigentümer die Verfügungsbefugnis gestützt auf eine gesetzliche oder behördliche Anordnung fehlt, ist aber nicht ersichtlich, weshalb der gutgläubige Erwerber in unmittelbarer Übertragungskette nicht in den Schutz des gutgläubigen Erwerbs kommen sollte, geht es hier doch gerade auch um den Schutz des Rechtsverkehrs. Insbesondere sind keine Gründe ersichtlich, welche die Abweichungen von Art. 29 BEG im Vergleich zu den Gutgläubensschutzregelungen gemäss Art. 933 ZGB bzw. Art. 935 ZGB und Art. 1006 Abs. 2 OR zu rechtfertigen vermöchten.

## VI. Ergebnisse

Ausgangspunkt der Untersuchung bildete die Frage nach den gesetzlichen Anforderungen an die rechtsgültige Errichtung des Pfandrechts an mediatisierten Aktien. Die Untersuchung hat folgende Ergebnisse hervorgebracht:

1. Pfandrechte an Bucheffekten, welche auf Wertrechten basieren und nach Art. 900 Abs. 3 ZGB errichtet worden sind, gehen Pfandrechten, welche nach den Bestimmungen des BEG errichtet worden sind, unabhängig vom Entstehungszeitpunkt im Range nach, sofern eine schriftliche Mitteilung an den Vorganggläubiger i.S.v. Art. 903 ZGB erfolgt ist. Bei Fehlen der schriftlichen Mitteilung entsteht kein Nachgangspfandrecht. Aus der Sicht des Pfandgläubigers von Aktien in der Form von Wertrechten besteht deshalb nicht nur das Risiko des weitgehend fehlenden Gutgläubensschutzes, sondern auch das Risiko, dass das Wertrecht ohne sein Wissen mediatisiert und damit als Bucheffekte geführt wird.
2. Eine Pfanderrichtung nach Art. 24 BEG ist mit Bezug auf das ordentliche Pfandrecht abzulehnen. Der damit verbundene Übergang des dinglichen Vollrechts auf den Sicherungsnehmer lässt sich mit dem ordentlichen Pfandrecht nicht vereinbaren.
3. Die Pfanderrichtung nach Art. 25 BEG setzt den Abschluss eines (nicht zwingend schriftlichen) Pfandvertrages zwischen Verpfänder und Pfandgläubiger sowie den Abschluss einer (nicht zwingend schriftlichen) Kontrollvereinbarung zwischen Verpfänder und Verwahrungsstelle (unter möglichem Einbezug des Pfandgläubigers) voraus. Die Kontrollvereinbarung steht im Zusammenhang mit dem Kontrollprinzip als Ausdruck des Publizitätsprinzips. Der Kontrollvereinbarung kommen vor diesem Hintergrund zwei Funktionen zu: Erstens stellt sie sicher, dass der Verpfänder sich seiner exklusiven Dispositionsmacht bezüglich der

---

<sup>351</sup> BOTSCHAFT BEG, 9379.

Bucheffekten gebibt, indem die Verwahrungsstelle fortan unwiderruflich (aber nicht zwingend exklusiv) die Weisungen des Pfandgläubigers befolgt. Zweitens stellt die Kontrollvereinbarung die Erkennbarkeit des Pfandrechts für interessierte Dritte sicher: Durch die Einbindung der Verwahrungsstelle in den Pfandprozess kann der Verpfänder gegenüber Dritten keine Pfandfreiheit mit Bezug auf den Pfandgegenstand mehr vortäuschen. Die Verpfändung nach Art. 25 BEG setzt schliesslich Verfügungsmacht des Verpfänders voraus. Fehlt diese, so ist der Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens zu prüfen.

4. Die Pfanderrichtung nach Art. 26 BEG setzt den Abschluss eines (nicht zwingend schriftlichen) Pfandvertrags zwischen Verpfänder und Pfandgläubiger voraus. Die Notwendigkeit des Abschlusses einer Kontrollvereinbarung entfällt bei der Errichtung des Pfandrechts nach Art. 26 BEG: Hier ist die Verwahrungsstelle selbst Pfandgläubigerin und in dieser Eigenschaft in den Verpfändungsprozess eingebunden. Sie wird daher aus eigenem Interesse heraus die Erkennbarkeit des Pfandrechts für interessierte Dritte sicherstellen und die exklusive Dispositionsmacht des Verpfänders bezüglich des Pfandgegenstandes unterbinden. Im Unterlassungsfall kann die Verwahrungsstelle das prioritäre Pfandrecht dem späteren Sicherungsnehmer nicht mehr entgegenhalten oder verliert bei Gutschrift der verpfändeten Bucheffekten auf ein Drittkonto ihr Pfandrecht. Die Verpfändung nach Art. 26 BEG setzt sodann Verfügungsmacht des Verpfänders voraus. Fehlt diese, so ist der Pfandrechtserwerb kraft guten Glaubens zu prüfen.
5. Der Gutglaubensschutz knüpft immer an eine Publizitätseinrichtung an. Beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten greift das Kontrollprinzip, welches dem Gutglaubensschutz gemäss Art. 29 BEG zugrunde gelegt wird. Anknüpfungspunkt des guten Glaubens ist der Kontrollmechanismus, der in das Mediatisierungssystem implementiert worden ist und damit letztlich das Funktionieren des Mediatisierungssystems. Die Verlässlichkeitswirkung dieser Publizitätseinrichtung ist als hoch einzustufen, so dass der Gutglaubensschutz nach Art. 29 BEG den qualifizierten Gutglaubenstatbeständen zuzuordnen ist. Bei nachgewiesener Vermutungsbasis vermag demnach erst grobe Fahrlässigkeit des Pfandgläubigers mit Bezug auf die gebotene Sorgfalt dessen guten Glauben zu zerstören.
6. Der Gutglaubensschutz nach Art. 29 BEG setzt voraus, dass Bucheffekten oder Rechte daran entgeltlich übertragen worden sind. Entgeltlichkeit liegt immer dann vor, wenn dem Pfandgläubiger im Zeitpunkt der Bestellung des Pfandrechts eine Pfandforderung zusteht oder die Bestellung des Pfandrechts im Hinblick auf eine künftige oder suspensivbedingte Pfandforderung erfolgt. Hinsichtlich der Frage der Entgeltlichkeit ist unerheblich, ob die Sicherheit vom Forderungsschuldner selbst oder von einem Dritten bestellt worden ist.
7. Der Gutglaubensschutz nach Art. 29 BEG greift aufgrund gesetzlicher Vorgabe nicht für Personen in unmittelbarer Übertragungskette. Fehlt dem verpfändeten

Eigentümer die Verfügungsbefugnis aufgrund einer gesetzlichen Verfügungsbeschränkung (z.B. bei Konkurs), so ist der Pfandgläubiger in unmittelbarer Übertragungskette in seinem guten Glauben demnach nicht geschützt. Darin unterscheidet sich der Gutgläubensschutz nach Art. 29 BEG vom Gutgläubensschutz nach Art. 933 bzw. 935 ZGB und Art. 1006 Abs. 2 OR. Gründe für diese Abweichung sind nicht erkennbar.



---

## DRITTER TEIL: BESTANDESPHASE

Dieser dritte Teil widmet sich der Bestandesphase des Pfandrechts an Aktien. Als Bestandesphase wird die Phase nach der Errichtung des Pfandrechts und vor der Pfandverwertung verstanden. Während dieser Phase liegt die Werterhaltung des Pfandgegenstandes im Hinblick auf eine allfällige Verwertung im Kerninteresse des Pfandgläubigers. Mit Blick auf die Werterhaltung des Pfandgegenstandes ist beim Pfandrecht an Aktien besonderes Augenmerk auf Generalversammlungsbeschlüsse zu setzen. Dabei ist zu prüfen, ob und inwiefern einzelne Beschlüsse die Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes und damit die Rechtsstellung des Pfandgläubigers beeinträchtigen können.

Ausgehend davon bilden folgende Fragen Gegenstand der Untersuchung in diesem dritten Teil: *Wie ist der gesetzliche Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers bei Generalversammlungsbeschlüssen zu beurteilen? Wie kann dieser Schutz vertraglich optimiert werden?*

Der gesetzliche Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers wird anhand von drei praxisrelevanten Beispielen diskutiert: erstens an der Kapitalerhöhung (§ 5), zweitens an der Kapitalherabsetzung (§ 6) und drittens an der Fusion (§ 7). § 8 schliesslich zeigt Möglichkeiten und Grenzen der vertraglichen Optimierung im Interesse des Pfandgläubigers auf.

## § 5 Pfandrecht und Aktienkapitalerhöhung

Ausgehend vom Kerninteresse des Pfandgläubigers, nämlich der Werterhaltung des Pfandgegenstandes in der Bestandesphase, ist folgender Frage nachzugehen: Wie ist der gesetzliche Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers bei einem Aktienkapitalerhebungsbeschluss zu beurteilen? Das Ergebnis ist vorwegzunehmen: Dieser Beschluss gefährdet das Kerninteresse des Pfandgläubigers in mehrfacher Hinsicht und der gesetzliche Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers ist im Ergebnis als unzureichend zu beurteilen.

Die Analyse ist wie folgt gegliedert: In einem ersten Schritt wird diskutiert, welche Risiken aus einem Kapitalerhebungsbeschluss für die Rechtsstellung des Pfandgläubigers resultieren. In einem zweiten Schritt wird geprüft, inwiefern das Gesetz die Rechtsstellung des Pfandgläubigers schützt.

Die Ausführungen beschränken sich auf die Betrachtung der ordentlichen Aktienkapitalerhöhung<sup>352</sup> unter Ausschluss von Vorzugsaktien<sup>353</sup> und Stimmrechtsaktien<sup>354</sup>.

### I. Risiken für den Pfandgläubiger

Die Aktienkapitalerhöhung ist aus der Sicht des Pfandgläubigers mit zwei Risiken verbunden: Einerseits besteht das Risiko, dass die Beteiligungsquote des Aktionärs sinkt, andererseits besteht das Risiko einer Kapitalverwässerung.

---

<sup>352</sup> Das Gesetz sieht drei Formen der Kapitalerhöhung vor: die genehmigte, die bedingte und die ordentliche. Beim genehmigten Kapital beschliesst die Generalversammlung nur die Möglichkeit einer Kapitalerhöhung und ermächtigt den Verwaltungsrat, im von der Generalversammlung beschlossenen Rahmen die Erhöhung durchzuführen (vgl. Art. 651 OR). Ähnlich bei der bedingten Kapitalerhöhung: Hier trifft die Generalversammlung ebenfalls nur den Grundsatzentscheid über eine allfällige Erhöhung. Der Entscheid hinsichtlich einer effektiven Erhöhung liegt indessen nicht beim Verwaltungsrat, sondern bei Dritten, nämlich den Wandel- und Optionsberechtigten oder den Mitarbeitern (vgl. Art. 653 OR). Bei der ordentlichen Aktienkapitalerhöhung wird das Kapital um einen bestimmten Betrag effektiv erhöht (vgl. Art. 650 OR). Die Erhöhung des Aktienkapitals setzt unabhängig von der Form einen Beschluss der Generalversammlung voraus (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 6 OR).

<sup>353</sup> Vgl. Art. 654 und 656 OR: Vorzugsaktien sind in vermögensrechtlicher Hinsicht gegenüber gewöhnlichen Aktien (Stammaktien) privilegiert. Sie bedürfen einer statutarischen Grundlage.

<sup>354</sup> Art. 693 OR. Bei Stimmrechtsaktien wird das Stimmrecht unabhängig vom Nennwert nach der Zahl der jedem Aktionär gehörenden Aktien festgesetzt, so dass auf jede Aktie eine Stimme fällt.

## 1. Risiko der sinkenden Beteiligungsquote

### a) Entstehung

Die Beteiligungsquote des Aktionärs ergibt sich aus der Anzahl und dem Nennwert der von ihm gehaltenen Aktien im Verhältnis zum gesamten Aktienkapital<sup>355</sup>. Wird das Aktienkapital erhöht, so sinkt demnach die Beteiligungsquote des Aktionärs<sup>356</sup>.

### b) Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers

#### aa) Stimmrechtsverwässerung

Sinkt die Beteiligungsquote des Aktionärs bzw. Verpfänders, so vermindert sich dessen Stimmgewicht<sup>357</sup>. Es resultiert eine Stimmrechtsverwässerung<sup>358</sup>. Eine Stimmrechtsverwässerung gefährdet die Werthaltigkeit des Pfandrechts zwar nicht direkt. Sie kann sich aber bei künftigen Generalversammlungsbeschlüssen negativ auf die Werthaltigkeit auswirken: Der Verpfänder ist nämlich bei Stimmrechtsausübungen gehalten, die Interessen des Pfandgläubigers an der Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes zu berücksichtigen<sup>359</sup>. Stimmrechtsverwässerungen können aber bewirken, dass der Verpfänder künftige Beschlüsse nicht mehr zwingend im Interesse des Pfandgläubigers beeinflussen kann.

#### bb) Verminderung des Anspruchs auf Haftungssubstrat

Sinkt die Beteiligungsquote des Aktionärs bzw. Verpfänders, so reduziert sich dessen Anspruch auf den Liquidationserlös<sup>360</sup>. Aus der Sicht des Pfandgläubigers bedeutet dies, dass sich damit sein Anspruch auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall reduziert<sup>361</sup>. Da das Pfandrecht als Sicherungsrecht dient, hat der Pfandgläubiger ein vitales Interesse an der Aufrechterhaltung dieses Anspruches.

<sup>355</sup> MEYER-HAYOZ/FORSTMOSER, Gesellschaftsrecht, § 16 Rz. 227.

<sup>356</sup> Die Ausgleichswirkungen des Bezugsrechts werden bei dieser Betrachtung ausgeklammert. Zu den Wirkungen des Bezugsrechts insbesondere aus der Sicht des Pfandgläubigers siehe S. 91 (Pfandgläubigerschutz durch Bezugsrecht).

<sup>357</sup> Das Stimmrecht richtet sich nach der Beteiligungsquote, vgl. Art. 692 OR. Siehe auch MEYER-HAYOZ/FORSTMOSER, Gesellschaftsrecht, § 16 Rz. 146.

<sup>358</sup> BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 Rz. 273.

<sup>359</sup> Diese Pflicht fließt aus Art. 2 Abs. 1 ZGB.

<sup>360</sup> Vgl. Art. 660 Abs. 2 OR

<sup>361</sup> Es reduziert sich der *Anspruch* auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall, nicht aber das Haftungssubstrat als solches. Bsp.: Der Aktionär ist vor der Kapitalerhöhung Eigentümer von 500 Aktien à 100 Franken nominal. Bei einem Gesamtkapital in der Höhe von 100'000 Franken beläuft sich seine Beteiligungsquote auf 0,5%. Wird das Gesamtkapital auf 200'000 Franken erhöht, so sinkt seine Beteiligungsquote auf 0,25%. Wird die Gesellschaft liquidiert und ein Liquidationserlös von 500'000 Franken erzielt, so beläuft sich



## 2. Risiko der Kapitalverwässerung

### a) Entstehung

Die Kapitalerhöhung *kann* eine Kapitalverwässerung zur Folge haben. Dies trifft immer dann zu, wenn die neuen Aktien unter dem inneren Wert ausgegeben werden<sup>362</sup>. Diesfalls vermindert sich der Anspruch des Aktionärs bzw. Verpfänders auf den inneren Wert der Gesellschaft, da das Aktienkapital prozentual stärker steigt als das Gesamtvermögen der Gesellschaft.

### b) Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers: Reduktion des Haftungssubstrates

Durch die Kapitalverwässerung verringert sich der Anspruch pro Aktie auf den inneren Wert der Aktiengesellschaft. Der durch eine Aktie vermittelte innere Wert beeinflusst deren Marktwert. Die Kapitalverwässerung wird sich somit in einem tendenziell sinkenden Marktwert widerspiegeln. Letzterer wiederum ist etwa bei einer freihändigen Verwertung des Pfandgegenstandes durch den Pfandgläubiger von Relevanz<sup>363</sup>. Letztlich kann demnach eine Kapitalverwässerung in einer Reduktion des Haftungssubstrates münden<sup>364</sup>. Der Pfandgläubiger aber ist nicht nur an der Aufrechterhaltung des Anspruchs auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall interessiert<sup>365</sup>, sondern auch an der Aufrechterhaltung des Substrats als solches.

## 3. Zwischenergebnis

Die Aktienkapitalerhöhung ist aus der Sicht des Pfandgläubigers mit zwei Risiken verbunden:

Zum einen sinkt die Beteiligungsquote des Verpfänders. Die damit einhergehende Stimmrechtsverwässerung widerspricht der Interessenlage des Pfandgläubigers, indem der Verpfänder zufolge der Stimmrechtsverwässerung künftige Beschlussfas-

---

der Anspruch des Aktionärs auf den Erlös vor der Kapitalerhöhung (Quote: 0,5%) auf 250'000 Franken, nach der Kapitalerhöhung (Quote: 0,25%) auf 125'000 Franken. Entsprechend sinkt der Anspruch des Pfandgläubigers auf das Haftungssubstrat.

<sup>362</sup> Vgl. aber Art. 652b Abs. 5 E-OR, wonach der Ausgabepreis für den Bezug der neuen Aktien künftig nicht wesentlich tiefer liegen darf als deren wirklicher Wert, es sei denn, das Bezugsrecht sei handelbar oder sämtliche Aktionäre hätten dem Ausgabebetrag zugestimmt. Damit ist das Risiko einer Kapitalverwässerung zwar weniger gross, besteht aber in reduziertem Umfang weiterhin.

<sup>363</sup> Zur Zulässigkeit der Privatverwertung aufgrund vertraglicher Vereinbarung siehe BK-ZOBL, N 28 zu Art. 891 ZGB. Zum Freihandverkauf als Variante der Privatverwertung siehe BK-ZOBL, N 50 ff. zu Art. 891 ZGB.

<sup>364</sup> So im Ergebnis auch BK-ZOBL, N 40 zu Art. 904 ZGB, m.w.H.

<sup>365</sup> Siehe dazu S. 81 (Verminderung des Anspruchs auf Haftungssubstrat).

sungen nicht mehr zwingend im Interesse des Pfandgläubigers beeinflussen kann und damit die Werthaltigkeit des Pfandrechts bei künftigen Beschlüssen gefährdet ist. Zum andern sinkt der Anspruch des Aktionärs auf den Liquidationserlös. Damit reduziert sich der Anspruch des Pfandgläubigers am Haftungssubstrat im Liquidationsfall.

Sodann kann mit der Kapitalerhöhung eine Kapitalverwässerung einhergehen, sofern die jungen Aktien unter dem inneren Wert ausgegeben werden. Dies wirkt sich aus der Sicht des Pfandgläubigers bei einer freihändigen Verwertung nachteilig auf das Haftungssubstrat aus.

## **II. Pfandgläubigerschutz durch Stimmrecht**

Die mit der Kapitalerhöhung aus der Sicht des Pfandgläubigers verbundenen Risiken können mit den Stichworten „sinkende Beteiligungsquote“ und „Kapitalverwässerung“ umschrieben werden. Zu prüfen ist, inwiefern der Pfandgläubiger in seinem Interesse, nämlich der Werterhaltung des Pfandgegenstandes, von Gesetzes wegen geschützt ist.

Denkbar wäre ein Pfandgläubigerschutz durch das Stimmrecht zu institutionalisieren, indem etwa dem Pfandgläubiger die diesbezügliche Ausübungskompetenz zugewiesen oder dem Aktionär, dessen Aktien verpfändet sind, bei der Stimmrechtsausübung Schranken gesetzt würden. Wie aber zu zeigen sein wird, verbleibt die Ausübungskompetenz des Stimmrechts auch bei verpfändeten Aktien beim Verpfänder. Zudem werden dem Verpfänder bei der Stimmrechtsausübung kaum wirksame Grenzen gesetzt.

### **1. Kein Schutz durch Ausübungskompetenz des Pfandgläubigers**

#### **a) Pfandrechtliche Erfassung des Stimmrechts**

Pfandgegenstand beim Pfandrecht an Aktien ist die Mitgliedschaft als subjektives Recht<sup>366</sup>. Entsprechend werden sämtliche dem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis immanenten Rechte und Pflichten, somit auch das Stimmrecht, vom Pfandrecht mit-erfasst. Nicht gesagt wird mit dieser Feststellung, wem die Ausübungskompetenz bezüglich des Stimmrechts zukommt.

#### **b) Ausübungskompetenz**

##### *aa) Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten*

Gemäss Art. 905 Abs. 1 ZGB werden die verpfändeten Aktien in der Generalversammlung durch die Aktionäre und nicht durch die Pfandgläubiger vertreten. Dies

---

<sup>366</sup> Siehe S. 39 (Zwischenergebnis: Pfandgegenstand ist die Mitgliedschaft).

bedeutet, dass das Stimmrecht in der Generalversammlung durch den Verpfänder ausgeübt wird.

Art. 905 ZGB findet sich in systematischer Hinsicht unter dem Rechtspfandrecht eingeordnet. Soweit Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten verpfändet werden, handelt es sich um Ausprägungen des Rechtspfandrechts<sup>367</sup>. Art. 905 ZGB gelangt somit direkt zur Anwendung.

*bb) Aktien in der Form von Bucheffekten*

Werden Sicherheiten nach Art. 25 f. BEG an Bucheffekten bestellt, so fallen gemäss BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz die Stimmrechte dem Sicherungsgeber zu<sup>368</sup>. Im Ergebnis ist dem zuzustimmen. Indessen ergibt sich dies weder aus dem Wortlaut von Art. 25 BEG noch aus dem Pfandrecht als solchem. Gegenstand des Pfandrechts an Aktien ist nämlich das subjektive Recht „Mitgliedschaft“, und damit ist insbesondere auch das Stimmrecht verpfändet. In der Konsequenz würde sich daraus ergeben, dass die Ausübungskompetenz des Stimmrechts beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten beim Pfandgläubiger liegt. Dies wiederum würde ergeben, dass die Ausübungskompetenz des Stimmrechts bei Aktien in der Form von Wertrechten und Wertpapieren aufgrund von Art. 905 ZGB beim Verpfänder liegt, bei Aktien in der Form von Bucheffekten aber beim Pfandgläubiger. Indessen sind keine Gründe ersichtlich, die eine solche Verschiebung der Ausübungskompetenz rechtfertigen könnten. Art. 905 Abs. 1 ZGB ist deshalb analog auch auf das Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten anzuwenden<sup>369</sup>.

## 2. Schutz durch gesetzliche Ausübungsschranken

Das Stimmrecht wird, wie dargelegt, durch den Verpfänder ausgeübt. Es stellt sich aber die Frage, ob dem Aktionär, dessen Aktien verpfändet sind, bei der Ausübung des Stimmrechts von Gesetzes wegen Schranken gesetzt sind.

---

<sup>367</sup> Zur Kategorisierung von Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten siehe S. 6 (Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten).

<sup>368</sup> BOTSCHAFT BEG, 9370.

<sup>369</sup> Zur analogen Anwendbarkeit der Normen des ZGB auf das Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten siehe S. 10 (Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten). Die Frage der analogen Anwendung von Art. 905 ZGB auf das Pfandrecht an Bucheffekten wurde offengelassen bei FOËX, Sûretés, 139: „On serait tenté d’appliquer les art. 904 et 905 CC (...). Mais ces dispositions ne sont probablement pas applicables, puisque le nouvel art. 901 al. 3 CC prévoit que ‚l’engagement‘ des titres intermédiés est régi exclusivement par LTI. Les art. 904 et 905 CC ne seront donc en principe pas applicables au gage grevant des titres intermédiés. Dans l’attente que la jurisprudence tranche la question, il serait prudent de préciser l’étendue des droits du créancier garanti dans le contrat de sûreté“.

### a) Schranken des Obligationenrechts

Der Verpfänder ist bei der Ausübung des Stimmrechts von Gesetzes wegen an keine Instruktionen des Pfandgläubigers gebunden<sup>370</sup>. Der Verpfänder hat aber die Interessen des Pfandgläubigers an der Werterhaltung des Pfandgegenstandes bei der Ausübung des Stimmrechts angemessen zu berücksichtigen<sup>371</sup>. Diese Grenze der freien Ausübung des Stimmrechts durch den Verpfänder ergibt sich aus Art. 2 Abs. 1 ZGB. In der Pflicht zur Schonung der Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes gemäss dieser Bestimmung ist eine vertragliche Nebenpflicht zu sehen. Ein Verstoss gegen diese Nebenpflicht stellt eine Verletzung des Pfandvertrages dar und löst die Rechtsfolge von Art. 97 Abs. 1 OR aus, sofern auch die übrigen Voraussetzungen dieser Norm erfüllt sind<sup>372</sup>. Demnach muss der Pfandgläubiger nebst der Vertragsverletzung, d.h. den Verstoss gegen Art. 2 Abs. 1 ZGB, auch die Kausalität und den Schaden nachweisen können. Dieser Nachweis aber ist nicht ohne Schwierigkeiten:

Mit Bezug auf den Schadensnachweis ist festzuhalten, dass im Zeitpunkt der schädigenden Handlung, nämlich der Stimmabgabe durch den Verpfänder, noch gar kein effektiver Schaden vorliegt. Es liegt höchstens die Gefahr eines künftigen Schadens vor, indem das Risiko besteht, dass im Falle einer Verwertung des Pfandgegenstandes die Forderung durch den Verwertungserlös nicht mehr gedeckt ist. Die Geltendmachung von Schadenersatz setzt indessen den Nachweis voraus, dass überhaupt ein Schaden eingetreten ist<sup>373</sup>. Zwar kann sich der Geschädigte für den Nachweis des Bestandes des Schadens auf die Beweiserleichterungsregel von Art. 42 Abs. 2 OR berufen<sup>374</sup>. Der Geschädigte muss nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts dabei aber darlegen können, „dass der Eintritt des geltend gemachten Schadens nicht bloss im Bereich des Möglichen liegt, sondern als annähernd sicher erscheint“<sup>375</sup>. Für den Nachweis des Bestandes des Schadens gilt somit das

<sup>370</sup> BK-ZOBL, N 18 zu Art. 905 ZGB; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 136.

<sup>371</sup> BK-ZOBL, N 18 zu Art. 905 ZGB mit Verweisen. Denkbar wäre es, dass das Gesellschaftsrecht den Pfandgläubiger vor schädigenden Stimmrechtsausübungen seitens des Verpfänders in der Form einer Generalklausel schützt. Der Gesetzgeber hat davon abgesehen. Aber auch das Vorliegen eines allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Grundsatzes, der dem Verpfänder bezüglich der Stimmrechtsausübung bei verpfändeten Aktien Schranken setzen würde, ist zu verneinen.

<sup>372</sup> GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT II, N 2638.

<sup>373</sup> BK-BREHM, N 9 zu Art. 42 OR.

<sup>374</sup> Art. 99 Abs. 3 OR. Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung (BGE 122 III 219 E. 3a S. 221) „ist Art. 42 Abs. 2 OR nicht nur bei der Unmöglichkeit des ziffernmässigen Nachweises der Schadenshöhe, sondern auch dann anwendbar, wenn sich nicht strikte beweisen lässt, dass überhaupt ein Schaden eingetreten ist“. Siehe dazu auch ROSAT, Anlageschaden, 25, m.w.H.

<sup>375</sup> BGer 4A. 166/2007 vom 23. August 2007 E. 3 (mit Verweis auf BGE 132 III 379 E. 3.1 S. 381 und BGE 122 III 219 E. 3a S. 222). Die Frage, inwiefern das Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit auch auf den Nachweis der Schadensschätzung anwend-

Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit<sup>376</sup>. Letztlich muss der Pfandgläubiger somit im Zeitpunkt der Stimmrechtsausübung darlegen können, dass der Verpfänder mit überwiegender Wahrscheinlichkeit die Schuld nicht bedienen und es damit zur Verwertung des Pfandes mit Pfandausfall kommen wird. Gelingt ihm dieser Nachweis nicht, so dürfte der Nachweis des Bestandes des Schadens als misslungen zu betrachten sein.

Klagt der Geschädigte nicht bereits nach der schädigenden Stimmrechtsabgabe bzw. dem Beschluss, sondern erst dann, wenn der Schaden tatsächlich eingetreten ist, so verlagert sich die Beweisproblematik auf den Nachweis der Kausalität. Dem Geschädigten obliegt nämlich der Nachweis, dass der fragliche Generalversammlungsbeschluss effektiv Ursache für den geltend gemachten Schaden ist. Zwar ist der direkte Nachweis der Kausalität nicht erforderlich, sondern es genügt der Nachweis überwiegender Wahrscheinlichkeit<sup>377</sup>. Aber selbst dieser dürfte in der Mehrheit der Fälle aufgrund der schwankenden Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes „Aktien“ äusserst schwierig zu erbringen sein.

## b) Schranken des Strafrechts

Art. 145 StGB sieht einen strafrechtlichen Schutz des Pfandgläubigers vor: Demnach wird „der Schuldner, der in der Absicht, seinen Gläubiger zu schädigen, diesem eine als Pfand (...) dienende Sache entzieht, eigenmächtig darüber verfügt, sie beschädigt, zerstört, entwertet oder unbrauchbar macht, (...) auf Antrag, mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft“. Das Bundesgericht und teilweise auch die Lehre haben die Anwendbarkeit von aArt. 147 StGB auf das Pfandrecht an Forderungen bejaht<sup>378</sup>. Die Anwendbarkeit von Art. 145 StGB, der Nachfolgenorm von aArt. 147 StGB<sup>379</sup>, auf das Rechtspfandrecht wird nach wohl überwiegender Lehrmeinung (zu Recht) abgelehnt<sup>380</sup>. Dies ergibt sich aus folgenden Überlegungen:

---

bar ist, wird in der Lehre kontrovers diskutiert, siehe BERGER-STEINER, Beweismass, N 03.30 ff., m.w.H.

<sup>376</sup> BERGER-STEINER, Beweismass, N 03.31.

<sup>377</sup> ROSAT, Anlageschaden, 38 f., m.w.H.

<sup>378</sup> BGE 90 IV 196, S. 199. Kritisch zu diesem Entscheid BSK (StGB)-NIGGLI, N 11 zu Art. 145 StGB. Zustimmend: BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 851, m.w.H.

<sup>379</sup> Abgesehen von der Strafandrohung sieht Art. 145 StGB gegenüber aArt. 147 StGB keine materiellen Änderungen vor, siehe BOTSCHAFT STGB (1991), 1015.

<sup>380</sup> Die Anwendung von Art. 145 StGB auch auf das Forderungspfandrecht wird bejaht von Komm. (StGB)-TRECHSEL, N 2 zu Art. 145 StGB. A.A. BSK (StGB)-NIGGLI, N 11 zu Art. 145 StGB; wohl (implizit) auch STRATHENWERTH/JENNY, Strafrecht BT I, § 14 Rz. 73: „Was den Kreis der *geschützten Rechte* anbelangt, so geht der Tatbestand insofern über Art. 141 hinaus, als er auch Rechte an *unbeweglichen* Sachen, also Grundpfandrechte (vgl. Art. 793 ZGB), einbezieht, (...)“; REHBERG/SCHMID/DONATSCH, Strafrecht III, 178: „Das Tatobjekt kann sowohl eine bewegliche als eine unbewegliche Sache sein, an der ein Pfand- oder Retentionsrecht besteht (...)“.

Für die Beschränkung der Anwendbarkeit von Art. 145 StGB auf bewegliche und unbewegliche Sachen spricht einmal der Wortlaut von Art. 145 StGB, insbesondere auch derjenige der Marginalie<sup>381</sup>: Genannt werden Pfandsachen, nicht aber Forderungen oder andere Rechte.

Aber auch die historische Auslegung lässt keinen entsprechenden Rückschluss zu, dass auch das Rechtspfandrecht von Art. 145 StGB erfasst wird: Die BOTSCHAFT 1991 hält allein fest, dass bei Art. 145 StGB (im Gegensatz zu aArt. 147 StGB) nicht mehr unterschieden werde, ob es sich beim Tatobjekt um ein bewegliches oder unbewegliches Pfand handle und ob dieses im Besitze des Schuldners oder des Gläubigers sei<sup>382</sup>. Das Rechtspfandrecht wird indessen nicht erwähnt. Auch die BOTSCHAFT 1918 bezieht sich allein auf Pfandrechte an Sachen: Anhaltspunkte in den Materialien, welche auf den Einbezug auch des Rechtspfandrechts hinweisen würden, sind nicht ersichtlich<sup>383</sup>.

In systematischer Hinsicht befindet sich Art. 145 StGB unter dem zweiten Titel (strafbare Handlungen gegen das Vermögen). Zweifelsohne umfasst der Begriff des „Vermögens“ auch unkörperliche Elemente, wie etwa Forderungen und andere Rechte. Indessen wird in den einzelnen Artikeln unter dem zweiten Titel jeweils zwischen körperlichen Gegenständen und unkörperlichen Elementen deutlich unterschieden: So regelt Art. 144 StGB etwa die Sachbeschädigung, Art. 144<sup>bis</sup> StGB die Datenbeschädigung. Auch in systematischer Hinsicht kann somit nicht davon ausgegangen werden, dass der Begriff der Sache gemäss Art. 145 StGB auch Forderungen und andere Rechte umfasst. Es muss vielmehr davon ausgegangen werden, dass der Gesetzgeber, hätte er auch andere als bewegliche und unbewegliche Sachen einbeziehen wollen, dies in einem separaten Gesetzesartikel geregelt hätte.

Letztlich könnte eine teleologische Auslegung zur Erkenntnis führen, dass Art. 145 StGB nicht nur Sachen, sondern generell Vermögenswerte umfasst. Im Strafrecht ist bei der Auslegung indessen immer die Grenze des Legalitätsprinzips zu beachten: Gemäss Lehre darf durch Auslegung kein neuer Tatbestand geschaffen werden, der so im Gesetz nicht vorgesehen ist<sup>384</sup>. Im Zusammenhang mit Art. 141 aStGB (unrechtmässige Aneignung) hat das Bundesgericht in einer über den Wortlaut hinausgehenden, teleologischen Auslegung zwar entschieden, der Begriff der Sache umfasse auch Forderungen<sup>385</sup>. Gleichzeitig hat das Bundesgericht den Gesetzgeber aber dazu aufgefordert, die begriffliche Ungenauigkeit bezüglich des Begriffs der „Sache“ zu beheben, woraufhin Art. 141<sup>bis</sup> StGB (unrechtmässige Verwen-

---

<sup>381</sup> Die Marginalie von Art. 145 StGB lautet: „Veruntreuung und Entzug von Pfandsachen und Retentionsgegenständen“.

<sup>382</sup> BOTSCHAFT STGB (1991), 1015.

<sup>383</sup> BSK (StGB)-NIGGLI, N 11 zu Art. 145 StGB mit Verweis auf BOTSCHAFT STGB (1918), 34.

<sup>384</sup> KILLIAS/KUHN/DONGOIS/AEBI, Grundriss, N 809; SEELMANN, Strafrecht, 29.

<sup>385</sup> BGE 116 IV 134 E. 2b S. 139 (kritisch zu diesem Entscheid SEELMANN, Strafrecht, 29); BGE 87 IV 115 S. 117 ff.

dung von Vermögenswerten) in Kraft gesetzt wurde<sup>386</sup>. Damit aber hat der Gesetzgeber ein Zeichen gesetzt. Dahingehend nämlich, dass der Sachbegriff nicht auf Forderungen ausgedehnt werden soll. Durch diese Ausdehnung nämlich wird ein neuer Tatbestand geschaffen, was mit dem Legalitätsprinzip nicht zu vereinbaren ist<sup>387</sup>.

Zusammenfassend ist somit festzuhalten, dass Art. 145 StGB allein unbewegliche und bewegliche Sachen umfasst. Dieses Ergebnis steht insbesondere auch im Einklang damit, dass im strafrechtlichen Bereich der wörtlichen Auslegung gegenüber den anderen Auslegungsmethoden stets ein besonderer Stellenwert beizumessen ist<sup>388</sup>. Die Anwendung von Art. 145 StGB auf das Pfandrecht an Aktien ist im Ergebnis mangels Sacheigenschaft abzulehnen.

### c) Schranken des Sachenrechts

#### aa) *Kein Zustimmungsrecht des Pfandgläubigers*

In der Lehre ist anerkannt, dass Verfügungen, welche in die Substanz eines verpfändeten Rechts eingreifen oder die Rechtsstellung des Pfandgläubigers anderweitig präjudizieren, der Zustimmung des Pfandgläubigers bedürfen<sup>389</sup>. Dieses Zustimmungsrecht steht im Zusammenhang mit der Verpflichtung des Verpfänders, die Sicherheit nicht zu vermindern<sup>390</sup>. Diese Verpflichtung wiederum ist Ausfluss von Art. 2 Abs. 1 ZGB. Fehlt die erforderliche Zustimmung des Pfandgläubigers, so ist die Verfügung gemäss herrschender Doktrin in analoger Anwendung von Art. 906 Abs. 2 ZGB nichtig, wenn die Drittpartei vom Pfandrecht Kenntnis hatte. Andernfalls ist die Verfügung gültig, der Verpfänder wird diesfalls aber gegenüber dem Pfandgläubiger schadenersatzpflichtig<sup>391</sup>.

Während bei gewöhnlichen Verfügungen über verpfändete Rechte, welche die Substanz des Pfandrechts tangieren oder die Rechtsstellung des Pfandgläubigers anderweitig präjudizieren, die Annahme eines gesetzlichen Zustimmungsrechtes des Pfandgläubigers korrekt sein mag, erscheint die Annahme eines solchen im Zusammenhang mit Stimmrechtsausübungen durch den Verpfänder nicht korrekt:

Ein entsprechendes Zustimmungsrecht des Pfandgläubigers käme letztlich einer Genehmigung des Generalversammlungsbeschlusses gleich. Dies wiederum bedeu-

---

<sup>386</sup> BGE 116 IV 134 E. 2c S. 142, siehe KILLIAS/KUHN/DONGOIS/AEBI, Grundriss, N 811.

<sup>387</sup> KILLIAS/KUHN/DONGOIS/AEBI, Grundriss, N 817. Vgl. auch SEELMANN, Strafrecht, 29, der die Grenze der teleologischen Auslegung aufgrund des Analogieverbotes an der Wortlautgrenze sieht.

<sup>388</sup> KILLIAS/KUHN/DONGOIS/AEBI, Grundriss, N 817.

<sup>389</sup> BK-ZOBL, N 47 ff. zu Art. 906 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 15 zu Art. 906 ZGB. Eine Aufzählung von zustimmungsbedürftigen Verfügungen findet sich bei BK-ZOBL, N 47 zu Art. 906 ZGB.

<sup>390</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 15 zu Art. 906 ZGB.

<sup>391</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 16 zu Art. 906 ZGB; BK-ZOBL, N 57 f. zu Art. 906 ZGB.

tet die Schaffung einer Abhängigkeit von einem Dritten hinsichtlich der Rechtswirksamkeit des Generalversammlungsbeschlusses. Dies ist allein dann zulässig, wenn die Schaffung dieser Abhängigkeit auf dem Willen der Generalversammlung beruht. Andernfalls verstösst das Zustimmungrecht gegen die aktienrechtliche Kompetenzordnung<sup>392</sup>. Damit aber ist gesagt, dass es letztlich im Willen der Aktionäre liegt, eine solche Abhängigkeit zu schaffen: Ein gesetzliches Zustimmungrecht des Dritten (und damit des Pfandgläubigers) zu Generalversammlungsbeschlüssen, welche die Substanz des Pfandrechts tangieren, existiert indessen nicht.

*bb) Kein Besitzes(rechts)schutz*

Einem Pfandgläubiger steht sowohl der Besitzschutz gemäss Art. 926 ff. ZGB als auch der Besitzesrechtsschutz gemäss Art. 930 ff. ZGB zu<sup>393</sup>. Gegenstand des Schutzes ist in beiden Fällen eine bewegliche oder eine unbewegliche Sache. Der Rechtsbesitz wird von diesen Schutzbestimmungen grundsätzlich nicht erfasst<sup>394</sup>.

In vorliegendem Zusammenhang ergibt sich daraus, dass diese Bestimmungen dem Pfandgläubiger von Aktien im Zusammenhang mit Stimmrechtsausübungen keinen Schutz bieten: Pfandgegenstand ist keine Sache, sondern die Mitgliedschaft in ihrer Eigenschaft als subjektives Recht.

*cc) Kein dinglicher Schutz*

Objekte des Eigentums sind nur „unpersönliche, körperliche und für sich bestehende Gegenstände“<sup>395</sup>. Deren Eigentümer steht der dingliche Schutz, d.h. die Vindikation und die *actio negatoria* gemäss Art. 641 ZGB, zu. Auch dem Pfandgläubiger wird ein der Vindikation entsprechender Herausgabeanspruch sowie eine der *actio negatoria* entsprechende Klage zugebilligt<sup>396</sup>. Vorausgesetzt ist aber auch hier, dass Pfandgegenstand ein Gegenstand im einleitend umschriebenen Sinne vorliegt, der gleichsam auch als Eigentumsobjekt qualifizieren würde.

Daraus ergibt sich, dass dem Pfandgläubiger von Aktien kein dinglicher Schutz zusteht: Pfandgegenstand ist die Mitgliedschaft als subjektives Recht und damit kein unpersönlicher, körperlicher und für sich bestehender Gegenstand<sup>397</sup>.

<sup>392</sup> Vgl. DUBS, FS Druey, 376 betreffend suspensivbedingter Beschlüsse: Als Voraussetzung der Vereinbarkeit eines suspensivbedingten Generalversammlungsbeschlusses (Genehmigung des Beschlusses durch einen Dritten) mit der aktienrechtlichen Kompetenzordnung nennt der Autor u.a., dass „diese im Grundsatzbeschluss enthaltene Abhängigkeit ausschliesslich auf dem Willen der Generalversammlung beruht; (...)“.

<sup>393</sup> BK-ZOBL, N 509 f. zu Art. 884 ZGB.

<sup>394</sup> BK-STARK, N 69 zu Art. 919 ZGB. Von diesem Grundsatz ausgenommen ist der Rechtsschutz bei unbeweglichen Sachen im Umfang von Art. 919 Abs. 2 ZGB.

<sup>395</sup> BK-MEIER-HAYOZ, N 10 zu Art. 641 ZGB.

<sup>396</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 840 ff.; BK-MEIER-HAYOZ, N 57, 91 zu Art. 641 ZGB.

<sup>397</sup> BK-MEIER-HAYOZ, N 10 zu Art. 641 ZGB.



*dd) Analoge Anwendung der grundpfandrechtlichen Sicherungsbefugnisse?*

Anders als der Pfandgläubiger beim Fahrnispfandrecht ist der Grundpfandgläubiger von Gesetzes wegen vor schädigenden Eingriffen des Eigentümers in verschiedener Hinsicht geschützt: Vermindert der Grundeigentümer den Wert eines Grundstückes, so kann der Pfandgläubiger weitere schädigende Einwirkungen gerichtlich untersagen lassen oder durch Selbsthilfe weitere schädigende Einwirkungen unterbinden<sup>398</sup>. Sind Wertverminderungen eingetreten, so kann sich der Pfandgläubiger seine Ansprüche sichern lassen oder die Wiederherstellung des früheren Zustandes verlangen. Sicherung kann sodann bei erst drohender Wertverminderung verlangt werden<sup>399</sup>. Selbst bei Wertverminderungen, die nicht durch den Grundeigentümer verschuldet sind, hat der Grundpfandgläubiger das Recht auf Sicherstellung oder Abzahlung, soweit der Grundeigentümer seinerseits für den Schaden gedeckt ist<sup>400</sup>. Es stellt sich nun die Frage, ob die grundpfandrechtliche Regelung von Art. 808 ff. ZGB analog auch auf das Fahrnispfandrecht anwendbar ist:

In BGE 108 II 180 ff. verwehrte das Bundesgericht dem Pfandgläubiger von Aktien die Berufung auf die grundpfandrechtlichen Sicherungsmechanismen<sup>401</sup>. Es hielt fest, dass Wertverminderungen i.S.v. Art. 808 ff. ZGB allein physische Eingriffe in das Grundstück darstellen. Rein wirtschaftliche Wertverminderungen seien nicht erfasst. Im Übrigen liege keine Lücke im Fahrnispfandrecht vor, welche eine analoge Anwendung dieser Sicherungsmechanismen erforderlich machen würde. Während das Grundpfandrecht nämlich dadurch gekennzeichnet sei, dass der Verpfänder im Besitz des Pfandgegenstandes bleibe, sei dies beim Faustpfandrecht, abgesehen von der Viehverpfändung, nicht der Fall. In der Lehre werde denn auch nur eine analoge Anwendung dieser Bestimmungen im Bereich der Viehverpfändung gefordert. Im Übrigen sei der Pfandgläubiger im Besitz des Pfandgegenstandes und deshalb selber in der Lage, die nötigen Schutzmassnahmen zu treffen. Im Übrigen können die Parteien leicht eine vertragliche Regelung treffen, welche den Gläubiger ausreichend schütze.

Der Argumentation des Bundesgerichtes ist Folgendes entgegenzuhalten: Beim Pfandrecht an Aktien ist Pfandgegenstand die Mitgliedschaft. Ein Vergleich mit dem Faustpfand greift von Anbeginn weg zu kurz. Wie oben dargelegt, steht dem Pfandgläubiger von Aktien weder der dingliche noch der Besitzes(rechts)schutz zu. Der Pfandgläubiger von Aktien ist ferner auch nicht gleichermassen geschützt wie der Pfandgläubiger von gewöhnlichen Forderungen: Während Letzterem ein gesetzliches Zustimmungrecht bei Verfügungen zusteht, welche in die Substanz des Pfand-

---

<sup>398</sup> Art. 808 ZGB.

<sup>399</sup> Art. 809 ZGB.

<sup>400</sup> Art. 810 ZGB.

<sup>401</sup> In BGE 108 II 180 macht der Pfandgläubiger geltend, die ihm zwecks Sicherstellung des Kaufpreises zu Pfand gegebenen Aktien der Gesellschaft X würden durch den Eigentümer der Aktien wirtschaftlich ausgehöhlt.

rechts eingreifen, trifft dies auf den Pfandgläubiger von Aktien nicht zu. Wie dargelegt, greift auch der strafrechtliche und obligatorische Schutz zu kurz. So besehen muss festgehalten werden, dass der gesetzliche Schutz des Pfandgläubigers von Aktien weit weniger stark ausgeprägt ist als derjenige des Faustpfandgläubigers oder des Pfandgläubigers von gewöhnlichen Forderungen. Diese Ungleichbehandlung ist nicht gerechtfertigt, weshalb sich hier die Annahme einer gesetzlichen Lücke aufdrängt. Die analoge Anwendung der grundpfandrechtlichen Sicherungsbefehle gemäss Art. 808 ff. ZGB könnte dem Bedürfnis des Pfandgläubigers von Aktien nach vermehrtem gesetzlichen Schutz der Werthaltigkeit des Pfandrechts Rechnung tragen.

### 3. Zwischenergebnis

Wie zu zeigen war, wird das Stimmrecht in der Generalversammlung durch den Verpfänder ausgeübt.

Bei der Stimmrechtsausübung ist er zudem weitestgehend frei: Allein das Obligationenrecht setzt dem Verpfänder bei der Ausübung des Stimmrechts mit der aus Art. 2 Abs. 1 ZGB abgeleiteten Nebenpflicht, das Haftungssubstrat aufrechtzuerhalten, eine Schranke. Eine Verletzung dieser Pflicht kann zu Schadenersatzansprüchen führen. Die Geltendmachung von Schadenersatz aber hängt vom Nachweis der Anspruchsvoraussetzungen gemäss Art. 97 Abs. 1 OR ab. Insbesondere der Nachweis des Schadens und der Kausalität kann für den Pfandgläubiger mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden sein. Gelingt der Nachweis nicht, so greift diese Schranke ins Leere.

Im Ergebnis bedeutet dies aus der Sicht des Pfandgläubigers, dass seine Rechtsstellung durch das Stimmrecht kaum wirksamen Schutz genießt.

## III. Pfandgläubigerschutz durch Bezugsrecht

Denkbar wäre sodann, dass das Bezugsrecht<sup>402</sup> den Pfandgläubiger in seinem Kerninteresse, nämlich der Werterhaltung des Pfandgegenstandes, schützt. So sieht sich nämlich auch der Aktionär im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung mit dem Risiko der sinkenden Beteiligungsquote bzw. der Kapitalverwässerung konfrontiert. Durch die Ausübung des Bezugsrechts und dem Bezug der damit vermittelten neuen Aktien kann er sich vor den nachteiligen Folgen der Kapitalerhöhung schützen<sup>403</sup>.

---

<sup>402</sup> Art. 652b OR.

<sup>403</sup> Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 Rz. 273; ZINDEL, Bezugsrechte, 34 ff. Siehe insbesondere auch den rechnerischen Nachweis bei ZINDEL, wonach der Wertverlust eines Titels zugleich dem Bezugsrechtswert entspricht, ZINDEL, Bezugsrechte, 104. Damit wird dargelegt, dass das Bezugsrecht eine allfällige Kapitalverwässerung auszugleichen vermag.

Wie zu zeigen sein wird, sind die Schutzwirkungen des Bezugsrechts aus der Sicht des Pfandgläubigers nicht gleichermassen zu bejahen.

## 1. Kein Schutz durch Ausübungskompetenz des Pfandgläubigers

### a) Pfandrechtliche Erfassung des Bezugsrechts

Das Bezugsrecht wird vom Pfandrecht erfasst, denn Pfandgegenstand beim Pfandrecht an Aktien ist die Mitgliedschaft als subjektives Recht<sup>404</sup>. Damit sind sämtliche dem mitgliedschaftlichen Rechtsverhältnis immanenten Rechte und Pflichten, somit auch das Bezugsrecht, verpfändet<sup>405</sup>.

### b) Ausübungskompetenz

#### aa) Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten

In der Lehre besteht Einigkeit darin, dass beim Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten das Bezugsrecht durch den Verpfänder ausgeübt wird<sup>406</sup>. Begründet wird dies mit dem Hinweis, dass der Gesetzgeber auch die Ausübungskompetenz in Bezug auf das Stimmrecht beim Verpfänder belässt<sup>407</sup>. Dieser Ansatz greift zu kurz: Im Unterschied zum Stimmrecht handelt es sich beim Bezugsrecht nicht um ein reines nicht vermögensmässiges Recht. Vielmehr kommt dem Bezugsrecht auch vermögensrechtlicher Charakter zu<sup>408</sup>. Die Ausübungskompetenz zugunsten des Verpfänders kann demnach nicht allein vermittels Analogieverweis auf Art. 905 ZGB erfolgen.

Dennoch erscheint es korrekt, die Ausübungskompetenz auch in Hinsicht auf das Bezugsrecht dem Verpfänder zuzusprechen: Letztlich unterliegen, wie zu zeigen sein wird, nicht ohne Weiteres sämtliche neuen Aktien der Pfandhaft, sondern nur solche im Umfang einer allfälligen Kapitalverwässerung. Es wäre schon aus diesem Grund nicht korrekt, dem Pfandgläubiger die Ausübungskompetenz bezüglich des Bezugsrechts *per se* zuzuweisen.

#### bb) Aktien in der Form von Bucheffekten

Wird die Ausübungskompetenz bezüglich des Bezugsrechts bei Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten dem Verpfänder zugesprochen, so kann nichts

---

<sup>404</sup> Siehe S. 39 (Zwischenergebnis: Pfandgegenstand ist die Mitgliedschaft).

<sup>405</sup> Gl.A. BK-ZOBL, N 40 zu Art. 904 ZGB; ZINDEL, Bezugsrechte, 125. A.A. ZK-OFTINGER/BÄR, N 29 zu Art. 904 ZGB; GLETTIG, Dingliche Rechte an Aktien, 163.

<sup>406</sup> BK-ZOBL, N 42 Art. 904 ZGB, m.w.H.

<sup>407</sup> Art. 905 ZGB; BK-ZOBL, N 42 zu Art. 904 ZGB.

<sup>408</sup> Siehe etwa die schematische Übersicht bei MEYER-HAYOZ/FORSTMOSER, Gesellschaftsrecht, § 16 Rz. 152.

anderes für Aktien in der Form von Bucheffekten gelten. Es liegen keine Gründe vor, welche eine Verschiebung der Ausübungskompetenz vom Verpfänder auf den Pfandgläubiger zu rechtfertigen vermöchten<sup>409</sup>.

## 2. Schutz durch gesetzliche Ausgestaltung des Bezugsrechts

Die Belassung der Ausübungskompetenz beim Verpfänder macht eine Ausweitung der Untersuchung erforderlich: Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass der Verpfänder das Bezugsrecht ausübt, d.h. die jungen Aktien bezieht. Denkbar ist vielmehr auch, dass er das Bezugsrecht verkauft oder gar verfallen lässt. Die Schutzwirkungen des Bezugsrechts sind demnach bezüglich aller drei Varianten zu prüfen.

Bei der diesbezüglichen Untersuchung ist zu unterscheiden, ob es sich um eine effektive Kapitalerhöhung handelt oder ob die Kapitalerhöhung unter Verwendung von Eigenkapital erfolgt<sup>410</sup>. Wie zu zeigen sein wird, gestaltet sich die Schutzwirkung des Bezugsrechts je nachdem unterschiedlich.

### a) Schutz bei effektiver Kapitalerhöhung

#### aa) Schutz vor sinkender Beteiligungsquote?

##### (1) Bei Ausübung des Bezugsrechts

Wird das Bezugsrecht durch den Verpfänder ausgeübt und werden damit die neuen Aktien bezogen, so dehnt sich das Pfandrecht im Umfang einer allfälligen Kapitalverwässerung auf die Aktien aus<sup>411</sup>. Nicht korrekt wäre es aber, das Pfandrecht auf sämtliche durch das Bezugsrecht vermittelten jungen Aktien auszudehnen. Übt der Verpfänder das Bezugsrecht aus, so führt er der Gesellschaft durch den Kauf der neuen Aktien frisches Kapital zu. Der Pfandgegenstand wird dadurch wertmässig

---

<sup>409</sup> Die BOTSCHAFT BEG äussert sich hiezu (im Gegensatz zur Ausübungskompetenz des Stimmrechts) nicht, BOTSCHAFT BEG, 9370.

<sup>410</sup> Während bei der effektiven Kapitalerhöhung der Gesellschaft frisches, zusätzliches Eigenkapital zugeführt wird, trifft dies bei der Kapitalerhöhung unter Verwendung von Eigenkapital nicht zu. Für eine Ausgabe von Gratisaktien „verwendbar“ ist jenes Eigenkapital, das nicht den aktienrechtlichen Sperrzahlen zugeordnet ist, also weder dem Nennkapital noch dem nicht verwendbaren Teil der allgemeinen Reserven noch der Reserve für eigene Aktien. „Frei“ verwendbar ist dieses Kapital, sofern keine statutarische Bestimmung einer Umwandlung in Aktienkapital entgegensteht (siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 Rz. 117).

<sup>411</sup> Gl.A. BK-ZOBL, N 44 zu Art. 904 ZGB; ZINDEL, Bezugsrechte, 128 f. So auch im deutschen Recht APFELBAUM, Mitgliedschaft, 154 (m.w.H. in FN 403). Allfällige Differenzen sind durch Leistung von Ausgleichzahlungen an den Pfandgläubiger i.S. eines irregulären Pfandrechts zu korrigieren, BK-ZOBL, N 45 f. zu Art. 904 ZGB.

erweitert, weil durch das Bezugsrecht nicht nur die Kapitalverwässerung wettgemacht, sondern auch die ursprüngliche Beteiligungsquote aufrechterhalten wird. Eine Erweiterung des Pfandgegenstandes fällt nicht in die Pfandhaft, genauso wenig wie andere zusätzliche Gegenstände in die Pfandhaft fallen<sup>412</sup>.

Die Ausdehnung des Bezugsrechts allein im Umfang der Kapitalverwässerung ist aus der Sicht des Pfandgläubigers mit Nachteilen verbunden: Übt der Verpfänder das Bezugsrecht aus, so bleibt zwar *seine* Beteiligungsquote konstant und damit auch sein Stimmgewicht erhalten. Die Stimmrechtsverwässerung wird damit verhindert. Da sich das Pfandrecht aber nur im Umfang der Kapitalverwässerung und nicht auf sämtliche jungen Aktien ausdehnt, sinkt mit der Kapitalerhöhung die *verpfändete* Beteiligungsquote<sup>413</sup>. Damit reduziert sich der Anspruch des Pfandgläubigers auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall.

Demnach ist im Ergebnis die Schutzwirkung des Bezugsrechts bei dessen Ausübung bezüglich der Stimmrechtsverwässerung zu bejahen, bezüglich der Verminderung des Anspruchs auf das Haftungssubstrat aber zu verneinen<sup>414</sup>.

(2) Bei Verkauf des Bezugsrechts

Übt der Verpfänder das Bezugsrecht nicht aus, sondern verkauft er es an einen Dritten, so reduziert sich nicht nur die verpfändete Beteiligungsquote, sondern auch die Beteiligungsquote des Verpfänders selbst. Dadurch vermindert sich nicht nur der Anspruch auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall, sondern zusätzlich der Einfluss des Verpfänders auf die Stimmbildung der Gesellschaft.

Das Bezugsrecht bietet dem Pfandgläubiger bei dieser Variante weder bezüglich der Stimmrechtsverwässerung noch bezüglich der Verminderung des Anspruchs auf den Liquidationserlös Schutz<sup>415</sup>.

(3) Bei Verfall des Bezugsrechts

Aus aktienrechtlicher Sicht kann weder eine Pflicht des Verpfänders zum Bezug der jungen Aktien noch eine Pflicht zum Verkauf des Bezugsrechts abgeleitet werden: Einzige Mitgliedschaftspflicht des Aktionärs bzw. Verpfänders in einer nicht kotierten Aktiengesellschaft ist die Liberierung der gezeichneten Aktien<sup>416</sup>. Lässt der Verpfänder die Bezugsrechte verfallen, so reduziert sich nicht nur die verpfändete Beteiligungsquote, sondern auch die Beteiligungsquote des Verpfänders selbst. Dadurch vermindert sich sowohl der Anspruch auf das Haftungssubstrat im Liquidati-

---

<sup>412</sup> Vgl. ZINDEL, Bezugsrechte, 128 FN 121.

<sup>413</sup> So auch APFELBAUM, Mitgliedschaft, 154.

<sup>414</sup> Siehe S. 81 (Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers).

<sup>415</sup> Siehe S. 81 (Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers).

<sup>416</sup> MEYER-HAYOZ/FORSTMOSER, Gesellschaftsrecht, § 16 Rz. 152.

onsfall als auch der Einfluss des Verpfänders auf die Stimmbildung der Gesellschaft. Bei dieser Variante bietet das Bezugsrecht dem Pfandgläubiger keinen Schutz<sup>417</sup>.

Für den Fall, dass der Verpfänder sein Bezugsrecht verfallen lässt, hält ZINDEL dafür, dass dieser dem Pfandgläubiger Schadenersatz leisten müsse, sofern der Verpfänder der Verwertungspflicht ohne weiteren Kapitaleinsatz und ohne Beeinträchtigung seiner Interessen nachkommen könne<sup>418</sup>. Dem ist im Grundsatz zuzustimmen: Dem Verpfänder obliegt eine Pflicht zur Schonung der Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes. Bei dieser Pflicht handelt es sich um eine vertragliche Nebenpflicht, die sich aus Art. 2 Abs. 1 ZGB ergibt. Ein Verstoss gegen diese Nebenpflicht stellt eine Verletzung des Pfandvertrages dar und löst die Rechtsfolge von Art. 97 Abs. 1 OR aus, sofern auch die übrigen Anspruchsvoraussetzungen dieser Norm erfüllt sind<sup>419</sup>. Damit eine Schadenersatzpflicht nach Art. 97 Abs. 1 OR begründet werden kann, muss der Pfandgläubiger nebst der Vertragsverletzung, d.h. die Verletzung der Nebenpflicht, auch die Kausalität und den Schaden nachweisen können. Dieser Nachweis aber ist mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden<sup>420</sup>. Gelingt der Nachweis nicht, so erhält der Pfandgläubiger auch keinen Ersatz für die Folgen der sinkenden Beteiligungsquote.

#### *bb) Schutz vor Kapitalverwässerung?*

##### (1) Bei Ausübung des Bezugsrechts

Wird das Bezugsrecht durch den Verpfänder ausgeübt und werden damit die jungen Aktien bezogen, so dehnt sich das Pfandrecht im Umfang einer allfälligen Kapitalverwässerung auf die Aktien aus<sup>421</sup>. Das Bezugsrecht bietet diesfalls Schutz vor der Folge einer Kapitalverwässerung: Das Haftungssubstrat bleibt erhalten<sup>422</sup>.

##### (2) Bei Verkauf des Bezugsrechts

Wird das Bezugsrecht nicht ausgeübt, sondern verkauft, so dehnt sich das Pfandrecht auf den Bezugsrechtserlös im Umfang der Kapitalverwässerung aus<sup>423</sup>. Das Be-

---

<sup>417</sup> Siehe S. 81 (Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers).

<sup>418</sup> Dies trifft etwa zu bei einer „opération blanche“ oder bei einem Verkauf der Bezugsrechte, siehe ZINDEL, Bezugsrechte, 108, 125, 131 f.

<sup>419</sup> GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT II, N 2638.

<sup>420</sup> Zur Problematik des Schadens- und Kausalitätsnachweises siehe S. 85 (Schranken des Obligationenrechts).

<sup>421</sup> Siehe S. 93 (Bei Ausübung des Bezugsrechts).

<sup>422</sup> Siehe S. 82 (Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers: Reduktion des Haftungssubstrates).

<sup>423</sup> Vgl. ZINDEL, Bezugsrechte, 128 f.; BK-ZOBL, N 46 zu Art. 904 ZGB.

zugsrecht bietet somit auch bei einem Verkauf Schutz vor einer Reduktion des Haftungssubstrates<sup>424</sup>.

(3) Bei Verfall des Bezugsrechts

Wie erwähnt, besteht aus aktienrechtlicher Sicht weder eine Pflicht des Verpfänders zum Bezug der jungen Aktien noch eine Pflicht zum Verkauf des Bezugsrechts<sup>425</sup>. Lässt der Verpfänder sein Bezugsrecht verfallen, so findet kein Ausgleich der Kapitalverwässerung statt. Entsprechend reduziert sich das Haftungssubstrat.

Lässt der Verpfänder das Bezugsrecht verfallen, so kann darin ein Verstoß gegen die Pflicht zur Schonung des Haftungssubstrates liegen. Auf die mit der Geltendmachung von Schadenersatz verbundenen Schwierigkeiten wurde bereits hingewiesen<sup>426</sup>.

cc) *Zwischenfazit*

Die Kapitalerhöhung geht aus der Sicht des Pfandgläubigers mit zwei Risiken einher: Einerseits sinkt die Beteiligungsquote, andererseits kann daraus eine Kapitalverwässerung resultieren. Die sinkende Beteiligungsquote ist aus der Perspektive des Pfandgläubigers deshalb unerwünscht, weil daraus eine Stimmrechtsverwässerung resultiert und sich sein Anspruch auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall reduziert. Auch die allfällige Kapitalverwässerung steht mit den Interessen des Pfandgläubigers im Widerspruch, weil sich dadurch das Haftungssubstrat als solches vermindert. Wie zu zeigen war, bietet das Bezugsrecht für den Pfandgläubiger bei einer effektiven Kapitalerhöhung mit Bezug auf diese beiden Risiken nur unzureichenden Schutz:

Selbst die Ausübung des Bezugsrechts und der Bezug der jungen Aktien durch den Verpfänder können nicht verhindern, dass die verpfändete Beteiligungsquote sinkt und damit der Anspruch auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall reduziert wird. Wird das Bezugsrecht durch den Verpfänder verkauft, so sinkt nicht nur die verpfändete Beteiligungsquote, sondern auch die Beteiligungsquote des Verpfänders selbst. Damit verbunden ist sowohl eine Senkung des Anspruchs auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall, als auch eine Stimmrechtsverwässerung. Weder ein Ausgleich der Kapitalverwässerung noch ein Ausgleich der Beteiligungsquote erfolgt, wenn der Verpfänder das Bezugsrecht verfallen lässt.

---

<sup>424</sup> Siehe S. 82 (Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers: Reduktion des Haftungssubstrates).

<sup>425</sup> Siehe S. 94 (Bei Verfall des Bezugsrechts).

<sup>426</sup> Siehe S. 94 (Bei Verfall des Bezugsrechts).

## b) Schutz bei Kapitalerhöhung aus Eigenkapital

Im Gegensatz zur effektiven Kapitalerhöhung wird bei einer Kapitalerhöhung unter Verwendung von Eigenkapital<sup>427</sup> der Gesellschaft kein frisches Kapital zugeführt<sup>428</sup>. Die Schutzwirkungen des Bezugsrechts weichen bei dieser Variante im Vergleich zur effektiven Kapitalerhöhung teilweise ab, was nachfolgend zu untersuchen sein wird.

Bei der Kapitalerhöhung aus Eigenkapital ist bezüglich der Schutzwirkungen des Bezugsrechts weiter zu unterscheiden, ob die jungen Aktien unter Verwendung von Eigenkapital ohne Ertragscharakter liberiert worden sind oder ob dem Eigenkapital Ertragscharakter zukommt. Letzteres trifft dann zu, wenn die jungen Aktien unter Verwendung des Gewinnvortrags liberiert werden.

### aa) *Liberierung durch Eigenkapital ohne Ertragscharakter*

#### (1) Schutz vor sinkender Beteiligungsquote?

Werden die jungen Aktien durch frei verwendbares Eigenkapital ohne Ertragscharakter liberiert, so beurteilt sich der Schutz der Beteiligungsquote weitgehend gleich wie bei einer effektiven Kapitalerhöhung. Entsprechend kann auf diese Ausführungen verwiesen werden<sup>429</sup>. Folgende Abweichung zum Vorteil des Pfandgläubigers ist im Fall der Ausübung des Bezugsrechts durch den Verpfänder zu vermerken:

Es wurde dargelegt, dass sich das Pfandrecht im Umfang der Kapitalverwässerung auf die jungen Aktien ausdehnt<sup>430</sup>. Da der Gesellschaft bei der Kapitalerhöhung durch Eigenkapital kein neues Kapital zugeführt worden ist, kann die Kapitalverwässerung nur durch die Verpfändung sämtlicher dem Verpfänder zustehenden jungen Gratisaktien ausgeglichen werden<sup>431</sup>. Damit aber wird sowohl die verpfändete Beteiligungsquote als auch die Beteiligungsquote des Verpfänders aufrechterhalten. Das Bezugsrecht bietet sowohl Schutz vor einer Stimmrechtsverwässerung als auch vor dem Sinken des Anspruchs auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall<sup>432</sup>.

#### (2) Schutz vor Kapitalverwässerung?

Bezüglich der Frage der Kapitalverwässerung kann auf die Ausführungen zur effektiven Kapitalerhöhung verwiesen werden<sup>433</sup>. Demnach bietet das Bezugsrecht Schutz vor Kapitalverwässerung, sofern es ausgeübt oder verkauft wird. Die Schutzwirkun-

<sup>427</sup> Sog. Ausgabe von Gratisaktien, siehe etwa BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 Rz. 116 ff.

<sup>428</sup> Siehe FN 410.

<sup>429</sup> Siehe S. 93 (Schutz vor sinkender Beteiligungsquote).

<sup>430</sup> Siehe S. 93 (Bei Ausübung des Bezugsrechts).

<sup>431</sup> Vgl. ZINDEL, Bezugsrechte, 129; BK-ZOBL, N 48 zu Art. 904 ZGB.

<sup>432</sup> Im Vergleich dazu: Bei der effektiven Kapitalerhöhung wird die verpfändete Beteiligungsquote hingegen nicht ausgeglichen, siehe S. 93 (Bei Ausübung des Bezugsrechts).

<sup>433</sup> Siehe S. 95 (Schutz vor Kapitalverwässerung).



gen greifen nicht, wenn der Verpfänder das Bezugsrecht verfallen lässt. Diesfalls reduziert sich das Haftungssubstrat.

*bb) Liberierung durch Gewinnvortrag*

Werden die jungen Aktien unter Verwendung des Gewinnvortrages liberiert, so weichen die Schutzwirkungen des Bezugsrechts im Vergleich zur effektiven Kapitalerhöhung teilweise zum Nachteil des Pfandgläubigers ab. Dies ist darauf zurückzuführen, dass den Gratisaktien in diesem Fall Ertragscharakter zukommt und deshalb Art. 904 Abs. 1 ZGB zur Anwendung gelangt.

(1) Ertragscharakter der Gratisaktien

Werden Gratisaktien durch den laufenden Gewinnvortrag liberiert (sog. Stockdividende<sup>434</sup>), so kommt ihnen Ertragscharakter zu. Diesfalls greift Art. 904 Abs. 1 ZGB<sup>435</sup>. Gemäss dieser Bestimmung wird der laufende Dividendenanspruch mitverpfändet, wobei unter dem laufenden Anspruch gemäss gefestigter Lehre und Rechtsprechung der im Zeitpunkt der Pfandverwertung laufende und erst später fällig werdende Anspruch zu verstehen ist<sup>436</sup>. Soweit Stockdividenden ausgegeben werden, unterliegen diese nur dann der Pfandhaft, wenn sie ab dem Zeitpunkt der Pfandverwertung ausgegeben worden sind. Diese Konstellation dürfte aber im hypothetischen Bereich liegen. Stockdividenden werden üblicherweise vor der Pfandverwertung ausgegeben und unterliegen damit nicht der Pfandhaft. Davon ist nachfolgend auszugehen.

Dass Art. 904 Abs. 1 ZGB auf Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten Anwendung findet, ergibt sich aus der systematischen Einordnung dieser Bestimmung unter dem Rechtspfandrecht. Nichts anderes kann im Ergebnis für Aktien in der Form von Bucheffekten gelten: Gemäss BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz fallen Dividenden bei der Bestellung einer Sicherheit nach Art. 25 BEG ohne Weiteres dem Sicherungsgeber bzw. Verpfänder zu<sup>437</sup>. Keine Antwort findet sich in der BOTSCHAFT auf die Frage, ob Dividenden auch nach dem Zeitpunkt der Pfandverwertung dem Verpfänder zufallen oder ob Art. 904 Abs. 1 ZGB analog anzuwen-

---

<sup>434</sup> BOEMLE, Unternehmensfinanzierung, 459, bezeichnet die aufgrund der laufenden Gewinne ausbezahlten Dividenden als periodische Stockdividenden.

<sup>435</sup> Gemäss h.L. handelt es sich beim Bezugsrecht grundsätzlich nicht um eine zeitlich wiederkehrende Nebenleistung i.S.v. Art. 904 ZGB. Diese Bestimmung findet demnach grundsätzlich keine Anwendung auf Bezugsrechte, siehe etwa BK-ZOBL, N 39 zu Art. 904 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 29 zu Art. 904 ZGB; ZINDEL, Bezugsrechte, 128. Soweit aber Gratisaktien durch den laufenden Gewinnvortrag liberiert werden, kommt ihnen Ertragscharakter i.S. einer periodischen Nebenleistung zu, und entsprechend werden sie von dieser Bestimmung erfasst, BK-ZOBL, N 49 zu Art. 904 ZGB; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 40 Rz. 75, 79.

<sup>436</sup> BK-ZOBL, N 15 zu Art. 904 ZGB, m.w.H.

<sup>437</sup> BOTSCHAFT BEG, 9370.

den ist. Es sind indessen keine Gründe ersichtlich, weshalb bei Aktien in der Form von Bucheffekten der laufende Dividendenanspruch anders zu behandeln wäre als bei Aktien in der Form von Wertrechten oder Wertpapieren. Vielmehr ist von einer analogen Anwendbarkeit dieser Bestimmung auch bei Bucheffekten auszugehen<sup>438</sup>.

(2) Schutz vor sinkender Beteiligungsquote?

Bei Stockdividenden sind die Schutzwirkungen des Bezugsrechts weitgehend deckungsgleich mit denjenigen bei einer effektiven Kapitalerhöhung<sup>439</sup>.

Hinzuweisen ist aber darauf, dass bei einer Ausübung des Bezugsrechts durch den Verpfänder die verpfändete Beteiligungsquote stärker sinkt, als dies bei der effektiven Kapitalerhöhung zutrifft. Dies ist darauf zurückzuführen, dass bei einer effektiven Kapitalerhöhung die jungen Aktien immerhin im Umfang der Kapitalverwässerung der Pfandhaft unterliegen. Dies trifft vorliegend aufgrund der Anwendbarkeit von Art. 904 Abs. 1 ZGB nicht zu: Die jungen Aktien sind der Pfandhaft vollumfänglich entzogen.

(3) Schutz vor Kapitalverwässerung?

Im Gegensatz zur effektiven Kapitalerhöhung und anders als bei der Ausgabe der Gratisaktien unter Verwendung von frei verwendbarem Eigenkapital wird vorliegend die Kapitalverwässerung nie ausgeglichen: Werden Gratisaktien durch den laufenden Gewinnvortrag liberiert, so kommt ihnen Ertragscharakter zu, und entsprechend greift Art. 904 Abs. 1 ZGB. Diesfalls unterliegen weder die jungen Aktien noch ein allfälliger Verkaufserlös der Pfandhaft.

*cc) Zwischenfazit*

Werden Gratisaktien durch Eigenkapital ohne Gewinncharakter liberiert, so hat der Pfandgläubiger im Vergleich zur effektiven Kapitalerhöhung keine zusätzlichen Nachteile zu gewärtigen.

---

<sup>438</sup> Zur analogen Anwendbarkeit der Normen des ZGB auf das Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten siehe S. 10 (Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten). Die Frage der analogen Anwendung von Art. 904 ZGB auf das Pfandrecht an Bucheffekten wurde offengelassen bei FOËX, Sûretés, 139: „On serait tenté d’appliquer les art. 904 et 905 CC (...). Mais ces dispositions ne sont probablement pas applicables, puisque le nouvel art. 901 al. 3 CC prévoit que ‚l’engagement‘ des titres intermédiés est régi exclusivement par LTI. Les art. 904 et 905 CC ne seront donc en principe pas applicables au gage grevant des titres intermédiés. Dans l’attente que la jurisprudence tranche la question, il serait prudent de préciser l’étendue des droits du créancier garanti dans le contrat de sûreté“.

<sup>439</sup> Siehe S. 93 (Schutz vor sinkender Beteiligungsquote).

Anders bei der Ausgabe von Stockdividenden: Diesfalls greift Art. 904 Abs. 1 ZGB. Demnach unterliegen die Aktien nur dann der Pfandhaft, wenn sie im Zeitpunkt der Pfandverwertung oder später ausgegeben werden. Werden sie aber, was der Normalfall sein wird, vor der Pfandverwertung ausgegeben, so sind sie der Pfandhaft entzogen. Aus der Sicht des Pfandgläubigers bedeutet dies im Wesentlichen, dass die Kapitalverwässerung nicht ausgeglichen wird.

### **3. Kein Schutz bei Ausschluss des Bezugsrechts durch die Generalversammlung**

Das Bezugsrecht kann bei einer Kapitalerhöhung bei Vorliegen wichtiger Gründe durch Mehrheitsbeschluss ausgeschlossen werden, sofern ein solcher Beschluss niemanden in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt<sup>440</sup>. Ist ein Ausschluss zulässig, so bedeutet dies aus der Sicht des Pfandgläubigers, dass er sowohl eine allfällige Kapitalverwässerung als auch eine Reduktion der Beteiligungsquote mit den jeweils damit verbundenen Folgen in Kauf nehmen muss.

## **IV. Ergebnisse**

Kerninteresse des Pfandgläubigers in der Bestandesphase des Aktienpfandrechts ist der Schutz der Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes. Ausgehend davon wurde eingangs der Untersuchung die Frage aufgeworfen, inwiefern die Rechtsstellung des Pfandgläubigers bei einem Kapitalerhöhungsbeschluss von Gesetzes wegen geschützt ist. Eingegrenzt auf die Analyse der ordentlichen Kapitalerhöhung und unter Ausschluss von Stimmrechts- und Vorzugsaktien, hat die Untersuchung gesamthaft ergeben, dass der gesetzliche Schutz des Pfandgläubigers bei einem Kapitalerhöhungsbeschluss als unzureichend zu beurteilen ist:

1. Es wurde aufgezeigt, dass die Rechtsstellung des Pfandgläubigers durch einen Kapitalerhöhungsbeschluss in zweifacher Hinsicht gefährdet ist: Zum einen sinkt die Beteiligungsquote des Verpfänders. Daraus resultieren eine Stimmrechtsverwässerung sowie eine Reduktion des Anspruchs auf das Haftungssubstrat. Zum andern kann mit der Kapitalerhöhung eine Kapitalverwässerung einhergehen, sofern die jungen Aktien unter dem inneren Wert ausgegeben werden. Diesfalls vermindert sich das Haftungssubstrat.
2. Ausgehend von dieser Risikokonstellation wurde untersucht, ob der Pfandgläubiger in seiner Rechtsstellung durch das Stimmrecht geschützt wird. Im Ergebnis musste dies verneint werden: Wie zu zeigen war, wird das Stimmrecht in der Generalversammlung durch den Verpfänder ausgeübt. Sodann ist er bei der Stimmrechtsausübung weitestgehend frei: Das Obligationenrecht setzt dem Verpfänder bei der Ausübung des Stimmrechts zwar mit der aus Art. 2 Abs. 1 ZGB abgeleitete

---

<sup>440</sup> Art. 652b Abs. 2 OR.

ten Nebenpflicht, das Haftungssubstrat aufrecht zu erhalten, eine Schranke. Die Geltendmachung von Schadenersatz bei Verletzung dieser Pflicht wird für den Pfandgläubiger indessen regelmässig mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden sein. Die freie Stimmrechtsausübung wird auch strafrechtlich nicht beschränkt: Art. 145 StGB umfasst allein unbewegliche und bewegliche Sachen und ist auf das Pfandrecht an Aktien nicht anzuwenden. Auch das Sachenrecht vermag die freie Stimmrechtsausübung des Verpfänders nicht zu limitieren: So wurde ein gesetzliches Zustimmungsrecht des Pfandgläubigers im Zusammenhang mit der Stimmrechtsausübung durch den Verpfänder verneint. Aber auch der Besitz(rechts)schutz und der dingliche Schutz fallen beim Pfandrecht an Aktien ausser Betracht. Die analoge Anwendung der grundpfandrechtlichen Sicherungsbefugnisse auf das Fahrnispfandrecht und somit auf das Pfandrecht an Aktien wird durch das Bundesgericht zu Unrecht abgelehnt.

3. Es folgte die Analyse, ob der Pfandgläubiger in seiner Rechtsstellung durch das Bezugsrecht geschützt wird. Es wurde gezeigt, dass das durch den Verpfänder auszuübende Bezugsrecht dem Pfandgläubiger nur unzureichenden Schutz bietet: Die mit einem Sinken der Beteiligungsquote verbundenen Folgen (Stimmrechtsverwässerung sowie Reduktion des Anspruchs auf das Haftungssubstrat) werden allein im Fall der Ausgabe und dem Bezug der Gratisaktien, die mittels frei verwendbaren Eigenkapitals liberiert worden sind, vollständig ausgeglichen. In den übrigen Fällen sinkt die verpfändete Beteiligungsquote selbst bei einem Bezug der jungen Aktien durch den Verpfänder. Grösseren Schutz bietet das Bezugsrecht hingegen bezüglich einer allfälligen Kapitalverwässerung: Wird das Bezugsrecht ausgeübt oder verkauft, so wird die Kapitalverwässerung grundsätzlich ausgeglichen. Gegenteiliges gilt allein bei der Ausgabe von Gratisaktien, die mittels laufenden Gewinnvortrags liberiert worden sind. Lässt der Verpfänder sein Bezugsrecht indessen verfallen, so findet kein Ausgleich der Kapitalverwässerung statt. Schliesslich besteht für den Pfandgläubiger immer auch das Risiko, dass das Bezugsrecht durch Mehrheitsbeschluss der Generalversammlung ausgeschlossen wird. Diesfalls trägt er sowohl die mit der Kapitalverwässerung als auch die mit der sinkenden Beteiligungsquote verbundenen Folgen.

## § 6 Pfandrecht und Aktienkapitalherabsetzung

Ausgangspunkt der nachfolgenden Untersuchung ist erneut das Kerninteresse des Pfandgläubigers in der Bestandesphase, nämlich die Werterhaltung des Pfandgegenstandes im Hinblick auf die Verwertungsphase. In § 5 konnte dargelegt werden, dass der Pfandgläubiger in seiner Rechtsstellung bei Kapitalerhöhungen von Gesetzes wegen unzureichend geschützt wird. An dieser Stelle ist vorwegzunehmen: Auch eine Kapitalherabsetzung ist aus der Sicht des Pfandgläubigers mit Risiken verbunden, und auch hier muss ein gesetzlicher Schutz in weiten Teilen verneint werden.

Der in § 5 gewählte Aufbau der Untersuchung wird beibehalten: In einem ersten Schritt wird untersucht, welche Risiken für die Rechtsstellung des Pfandgläubigers mit einer Kapitalherabsetzung einhergehen. In einem zweiten Schritt werden diesen Risiken gesetzliche Schutzmechanismen gegenübergestellt und geprüft, inwiefern diese die Rechtsstellung des Pfandgläubigers zu schützen vermögen.

Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich auf die Betrachtung der konstitutiven Kapitalherabsetzung<sup>441</sup>. Vorzugs- und Stimmrechtsaktien werden in die Diskussion nicht einbezogen<sup>442</sup>.

### I. Risiken für den Pfandgläubiger

Die konstitutive Kapitalherabsetzung ist aus der Sicht des Pfandgläubigers mit zwei Risiken verbunden: Einmal kann damit eine sinkende Beteiligungsquote einhergehen. Sodann besteht das Risiko, dass der Rückkaufpreis der Aktien unter deren innerem Wert liegt.

#### 1. Risiko der sinkenden Beteiligungsquote

##### a) Entstehung

Das Kapital kann auf zwei Arten herabgesetzt werden: einerseits durch Nennwertherabsetzung, andererseits durch Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft mit

---

<sup>441</sup> Die konstitutive Kapitalherabsetzung (Art. 732 ff. OR) bildet den gesetzlichen Normalfall. Bei diesem Herabsetzungsverfahren wird die Sperrziffer „Aktienkapital“ verkleinert, und bisher gebundenes Vermögen wird entbunden. Bei der deklarativen Kapitalherabsetzung (Art. 735 OR) wird kein Kapital an die Aktionäre ausgeschüttet. Sie dient allein als buchhalterische Sanierungsmassnahme, indem die durch Verluste entstandene Unterbilanz ausgeglichen wird. Einen Sonderfall stellt der Kapitalschnitt auf null dar (Art. 732 Abs. 1 OR). Hier wird das Kapital herabgesetzt und gleichzeitig wieder in bisheriger Höhe durch voll einbezahltes Kapital ersetzt, zu den einzelnen Herabsetzungsvarianten siehe etwa BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 Rz. 331 ff.

<sup>442</sup> Zum Begriff der Vorzugs- und Stimmrechtsaktie siehe FN 353 und 354.

anschliessender Vernichtung<sup>443</sup>. Die Entstehung des Risikos der sinkenden Beteiligungsquote ist bezüglich beider Varianten je gesondert aufzuzeigen:

*aa) Bei Nennwertherabsetzung*

Aus der Sicht des Pfandgläubigers ist eine Nennwertherabsetzung solange unproblematisch, als der Nennwert sämtlicher Aktien proportional herabgesetzt wird. Trifft dies zu, so bleibt die Beteiligungsquote des Aktionärs konstant. Die Nennwertrückzahlung selbst ist vom Pfandrecht erfasst, da es sich dabei um eine Teilliquidation handelt<sup>444</sup>. Das Recht auf die Teilliquidationsquote ist ein vermögensmässiges Recht des Aktionärs<sup>445</sup>. Vermögensmässige Rechte sind vom Pfandrecht erfasst, da Pfandgegenstand beim Pfandrecht an Aktien die Mitgliedschaft ist und damit sämtliche mit dieser verbundenen Rechte und Pflichten vom Pfandrecht erfasst werden<sup>446</sup>.

Problematisch ist eine unproportionale Nennwertherabsetzung. Eine solche führt zu einer Änderung der Beteiligungsquoten der Aktionäre und kann für den Einzelnen mit einer Senkung der Beteiligungsquote verbunden sein.

*bb) Bei Aktienrückkauf*

Die Kapitalherabsetzung kann nicht nur durch eine Herabsetzung des Nennwertes erfolgen, sondern auch durch einen Rückkauf von Aktien mit anschliessender Ver-

---

<sup>443</sup> Keine Varianten zur Verminderung der Aktienzahl und damit zur Kapitalherabsetzung sind die Aktienzusammenlegung und die Aktienamortisation: Bei der Aktienzusammenlegung vermindert sich zwar die Anzahl Aktien. Indessen führt sie nicht zur Herabsetzung des Aktienkapitals, da die Nennwerte addiert werden, gl.A. HEINZMANN, Aktienkapital, N 395; BSK-BAUDENBACHER, N 9 zu Art. 624 OR (als mögliche Variante indessen diskutiert bei: FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 53 Rz. 75 ff.). Bei der Aktienamortisation erfolgt die Rücknahme und anschliessende Vernichtung von Aktien basierend auf einer statutarischen Bestimmung und somit ausserhalb des formellen Kapitalherabsetzungsverfahrens. Gemäss der h.L. ist die Aktienamortisation unzulässig, siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 Rz. 372 f.; BSK-KÜNG, N 16 vor Art. 732 - 735 OR; HEINZMANN, Aktienkapital, N 611. Zulässigkeit offengelassen bei FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 53 Rz. 82.

<sup>444</sup> Dass es sich bei der Nennwertherabsetzung um eine Teilliquidation handelt, wird aus den buchhalterischen Vorgängen deutlich: Es erfolgt eine Herabsetzung des Aktienkapitalkontos unter gleichzeitiger Eröffnung eines transitorischen Passivkontos. Letzteres reduziert sich im Umfang der Rückzahlung an die Aktionäre, wobei sich in gleichem Umfang auf der Aktivseite der Bilanz ein Abfluss liquider Mittel manifestiert, FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 53 Rz. 191.

<sup>445</sup> MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, Gesellschaftsrecht, § 16 Rz. 152.

<sup>446</sup> Siehe S. 39 (Zwischenergebnis: Pfandgegenstand ist die Mitgliedschaft).

nichtung<sup>447</sup>. Zwar unterliegt der Rückkaufpreis ebenso der Pfandhaft wie eine Nennwertrückzahlung, da auch der Rückkauf der Aktien mit anschliessender Vernichtung eine Teilliquidation darstellt und die Teilliquidationsquote von der Pfandhaft erfasst wird<sup>448</sup>. Das Risiko einer sinkenden Beteiligungsquote besteht aber in zweifacher Hinsicht:

Einmal ist denkbar, dass der Verpfänder Aktien (freiwillig) über seine Beteiligungsquote hinaus zum Verkauf anbietet, die Gesellschaft diese kauft und sich dadurch seine Beteiligungsquote reduziert.

Beispiel:

Eine Gesellschaft verfügt über ein Aktienkapital von 200'000 Franken, eingeteilt in 200 Aktien mit einem Nennwert von je 1'000 Franken. Das Eigentum an den Aktien ist wie folgt aufgeteilt: A hat 100 Aktien (50%), B hat 40 Aktien (20%), C hat 60 Aktien (30%). Die Aktien von B sind verpfändet. Das Aktienkapital soll durch Rückkauf und Vernichtung von 60 Aktien herabgesetzt werden.

A und B bieten je 30 Aktien zum Verkauf, C will sich am Rückkauf nicht beteiligen. Die Gesellschaft wird von A und B je 30 Aktien zurückkaufen. Die 30 von B zum Rückkauf angebotenen Aktien übersteigen seine bisherige Beteiligungsquote (20% von 60 Aktien entsprechen 12 Aktien). Die Eigentumsverhältnisse gestalten sich neu wie folgt: A hat 70 Aktien (50%), B hat 10 Aktien (rund 7%), C hat 60 Aktien (rund 43%). Die Beteiligungsquote von B sinkt von 20% auf 7%.

---

<sup>447</sup> Festzuhalten ist, dass aus steuerrechtlichen Gründen Aktienkapitalherabsetzungen auf dem Weg des Aktienrückkaufs zwecks anschliessender Vernichtung bis anhin wenig attraktiv waren. Noch in einem neueren Entscheid hat das Bundesgericht implizit bestätigt, dass im Privatvermögensbereich für das Recht der direkten Bundessteuer weiterhin das reine Nennwertprinzip gelte (BGer 2.A.53/2000 vom 15. August 2008). Über den Wortlaut von Art. 20 Abs. 1 lit. c DBG hinaus unterliegt demnach heute jede Eigenkapitalrückzahlung, welche keine Nennwertherabsetzung darstellt, der Einkommens- und der Verrechnungssteuer (Art. 20 Abs. 1 VStV). Schon vor der Abstimmung über das Unternehmenssteuerreformgesetz II wurde der Auffassung des Bundesgerichts in der Lehre entgegengehalten, dass Art. 20 Abs. 1 lit. c DBG der Anwendung des sachgerechteren modifizierten Kapitaleinlageprinzips nichts entgegenstehen würde, siehe RECHSTEINER/SIGRIST, ST 2008, 783, m.w.H. Das modifizierte Kapitaleinlageprinzip wird nun durch Art. 20 Abs. 3 DBG und Art. 5 Abs. 1<sup>bis</sup> VStG eingeführt (diese Bestimmungen treten per 1. Januar 2011 in Kraft, AS 2008, S. 2902). Demnach werden künftig grundsätzlich alle Einlagen, Aufgelder und Zuschüsse, welche die Gesellschafter aufgrund des Beteiligungsverhältnisses geleistet haben, als steuerfrei rückzahlbare Kapitaleinlagen qualifizieren. Diese Bestimmung kann somit dazu führen, dass Aktienkapitalherabsetzungen auf dem Weg des Aktienrückkaufs vermehrt in Betracht gezogen werden.

<sup>448</sup> Siehe S. 103 (Bei Nennwertherabsetzung).

Aber selbst wenn der Verpfänder nur Aktien im Umfang seiner bisherigen Beteiligungsquote zum Rückkauf anbietet, besteht das Risiko, dass sich diese verringert. Dies trifft dann zu, wenn seitens der Aktionäre insgesamt *weniger* Verkaufsangebote eingehen, als für die Herabsetzung des Aktienkapitals notwendig sind<sup>449</sup>.

Beispiel:

Eine Gesellschaft verfügt über ein Aktienkapital von 200'000 Franken, eingeteilt in 200 Aktien mit einem Nennwert von je 1'000 Franken. Das Eigentum an den Aktien ist wie folgt aufgeteilt: A hat 100 Aktien (50%), B hat 40 Aktien (20%), C hat 60 Aktien (30%). Die Aktien von B sind verpfändet. Das Aktienkapital soll durch Rückkauf und Vernichtung von 60 Aktien herabgesetzt werden.

A bietet 20 Aktien zum Verkauf, B bietet 12 Aktien zum Verkauf, C will sich am Rückkauf nicht beteiligen. Die Gesellschaft wird von A 20 Aktien und von B 12 Aktien zurückkaufen. Die 12 von B zum Rückkauf angebotenen Aktien entsprechen seiner bisherigen Beteiligungsquote (20% von 60 Aktien entsprechen 12 Aktien). Die Eigentumsverhältnisse gestalten sich neu wie folgt: A hat 80 Aktien (48%), B hat 28 Aktien (16%), C hat 60 Aktien (36%). Die Beteiligungsquote von B sinkt von 20% auf 16%, obschon er nur Aktien im Umfang seiner bisherigen Beteiligungsquote zum Rückkauf angeboten hat.

## **b) Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers**

### *aa) Stimmrechtsverwässerung*

Sinkt die Beteiligungsquote des Verpfänders, so reduziert sich dessen Stimmgewicht. Wie im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung dargelegt wurde, wirkt sich eine Stimmrechtsverwässerung nicht direkt auf die Werthaltigkeit des Pfandrechts aus. Die Werthaltigkeit ist indessen bei künftigen Beschlüssen aufgrund des reduzierten Stimmgewichts des Verpfänders gefährdet: Der Verpfänder ist gehalten, bei der Ausübung des Stimmrechts die Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes zu schonen. Reduziert sich seine Stimmkraft so besteht das Risiko, dass er künftige Beschlüsse nicht mehr im Interesse des Pfandgläubigers beeinflussen kann<sup>450</sup>.

---

<sup>449</sup> Ein Zwangsrückkauf durch die Gesellschaft ist ausgeschlossen, da der Rückkauf von Aktien dem Prinzip der Freiwilligkeit Rechnung tragen muss, siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 53 Rz. 81. Gehen zu wenige Angebote bei der Gesellschaft ein, so muss sie den herabzusetzenden Aktienkapitalbetrag entsprechend anpassen, HEINZMANN, Aktienkapital, N 535.

<sup>450</sup> Siehe im Einzelnen S. 81 (Risiko der sinkenden Beteiligungsquote).



*bb) Verminderung des Anspruchs auf das Haftungssubstrat*

Sinkt die Beteiligungsquote des Verpfänders, so sinkt der Anspruch des Pfandgläubigers auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall<sup>451</sup>.

Hinzuweisen bleibt an dieser Stelle darauf, dass die Verminderung des Anspruchs auf das Haftungssubstrat bei einer Nennwertherabsetzung von besonderer Bedeutung ist. Dies liegt darin begründet, dass durch die Nennwertherabsetzung Gesellschaftsvermögen in der Höhe des insgesamt herabgesetzten Nennwertes frei wird. Die Aktionäre erhalten somit nicht den effektiven, inneren Wert der Aktien, sondern nur den nominalen Wert derselben. Damit führt die Nennwertherabsetzung zu einer Verdichtung des inneren Wertes<sup>452</sup>. Diese Verdichtung des inneren Wertes ist aus der Sicht des Pfandgläubigers solange unproblematisch, als die Beteiligungsquote des Aktionärs beibehalten wird. Diesfalls kann der Aktionär im gleichen Umfang wie bisher an der Wertverdichtung partizipieren, und entsprechend bildet diese Wertverdichtung aus der Sicht des Pfandgläubigers auch Haftungssubstrat. Sinkt aber die Beteiligungsquote, so reduziert sich der Anspruch auf dieses verdichtete Haftungssubstrat.

## **2. Risiko des Rückkaufpreises unter dem inneren Wert**

### **a) Entstehung**

Erfolgt die Kapitalherabsetzung auf dem Weg des Aktienrückkaufes mit anschließender Vernichtung, so entspricht zwar der Erwerbspreis im Prinzip dem effektiven Wert der Aktien<sup>453</sup>. Indessen ist die Gesellschaft nicht verpflichtet, ein Rückkaufangebot im entsprechenden Umfang zu unterbreiten. So kann sie sich etwa von allen Aktionären Offerten zum Verkauf geben lassen und dabei die günstigsten berücksichtigen<sup>454</sup>. Diesfalls kann der Rückkaufpreis auch unter dem inneren Wert der Aktien liegen.

### **b) Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers: sinkendes Haftungssubstrat**

Ein Rückkaufpreis unter dem effektiven Wert widerspricht den Interessen des Pfandgläubigers. Zwar unterliegt der Rückkaufpreis der Pfandhaft, da es sich dabei um eine Teilliquidation handelt. Liegt er betragsmässig aber unter dem inneren Wert der Aktien, so sinkt das Haftungssubstrat.

---

<sup>451</sup> Siehe im Einzelnen S. 81 (Verminderung des Anspruchs auf Haftungssubstrat).

<sup>452</sup> HEINZMANN, Aktienkapital, N 396.

<sup>453</sup> HEINZMANN, Aktienkapital, N 423.

<sup>454</sup> Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 53 Rz. 80.

### 3. Zwischenergebnis

Die Kapitalherabsetzung geht aus der Sicht des Pfandgläubigers mit zwei Risiken einher:

Einerseits kann die Beteiligungsquote des Verpfänders sinken. Trifft dies zu, so reduziert sich das Stimmgewicht des Verpfänders, und es sinkt der Anspruch des Pfandgläubigers auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall. Die sinkende Beteiligungsquote kann Ergebnis einer unproportionalen Nennwertherabsetzung sein. Bei einem Aktienrückkauf mit anschliessender Vernichtung kann die Beteiligungsquote überhaupt nur dann aufrechterhalten werden, wenn sämtliche Aktionäre im Umfang ihrer bisherigen Beteiligungsquote Aktien zum Verkauf anbieten.

Erfolgt die Kapitalherabsetzung auf dem Weg des Aktienrückkaufs, so besteht das zusätzliche Risiko, dass der Rückkaufpreis unter dem inneren Wert liegt: Diesfalls reduziert sich das Haftungssubstrat des Verpfänders.

## II. Pfandgläubigerschutz durch Stimmrecht

Wie bei der Kapitalerhöhung zu zeigen war, wird das Stimmrecht unabhängig von der Aktienform durch den Verpfänder ausgeübt<sup>455</sup>. Ein Pfandgläubigerschutz durch Verlagerung der Ausübungskompetenz muss deshalb verneint werden. Es wurde aber auch dargelegt, dass dem Verpfänder bei der Stimmrechtsausübung weitgehend keine gesetzlichen Schranken auferlegt werden<sup>456</sup>. Zwar ist er gehalten, aufgrund von Art. 2 Abs. 1 ZGB das Pfandrecht auch im Rahmen der Stimmrechtsausübung in dessen Wert zu schonen; die Geltendmachung von Schadenersatz bei einer Verletzung dieser Bestimmung ist für den Pfandgläubiger aber regelmässig mit Schwierigkeiten verbunden.

Im Ergebnis muss der Pfandgläubigerschutz durch das Stimmrecht verneint werden.

## III. Pfandgläubigerschutz durch Gleichbehandlungsprinzip

Das schweizerische Aktienrecht ist geprägt vom Prinzip der Gleichbehandlung<sup>457</sup>. Bei Kapitalveränderungen findet das Gleichbehandlungsprinzip Ausdruck im Quotenschutz: Die Aktionäre haben das Recht auf Beibehaltung ihrer Quoten am Aktienkapital<sup>458</sup>. Während bei Aktienkapitalerhöhungen der Quotenschutz über das Bezugsrecht<sup>459</sup> und das Vorwegzeichnungsrecht<sup>460</sup> sichergestellt wird, fehlt eine explizite

---

<sup>455</sup> Siehe S. 83 (Kein Schutz durch Ausübungskompetenz des Pfandgläubigers).

<sup>456</sup> Siehe S. 84 (Schutz durch gesetzliche Ausübungsschranken).

<sup>457</sup> HUGUENIN JACOBS, Gleichbehandlungsprinzip, 5.

<sup>458</sup> HEINZMANN, Aktienkapital, N 532.

<sup>459</sup> Art. 652b OR.

Regelung bei Kapitalherabsetzungen. Der Quotenschutz ergibt sich hier aufgrund des allgemeinen Gleichbehandlungsprinzips<sup>461</sup>. Nachfolgend sind die Schutzwirkungen dieses Prinzips bei einer Aktienkapitalherabsetzung für den Pfandgläubiger zu untersuchen.

### 1. Schutz vor sinkender Beteiligungsquote?

Wie zu zeigen war, besteht das Risiko einer sinkenden Beteiligungsquote zum einen bei einer unproportionalen Herabsetzung des Nennwertes<sup>462</sup>. Eine solche verstößt gegen das Gleichbehandlungsprinzip<sup>463</sup>. Der entsprechende Beschluss der Generalversammlung kann vom Aktionär daher gestützt auf Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR angefochten werden<sup>464</sup>. Denkbar ist aber, dass der Aktionär eine unproportionale Nennwertherabsetzung nicht anfigt und eine allenfalls damit verbundene Reduktion seiner Beteiligungsquote in Kauf nimmt. Sind die Aktien verpfändet, so liegt in einem solchen Verhalten allenfalls ein Verstoss gegen die aus Art. 2 Abs. 1 ZGB fließende Nebenpflicht zur Schonung der Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes. Damit die Schadenersatzpflicht von Art. 97 Abs. 1 OR ausgelöst wird, müssen nebst der Vertragsverletzung aber auch die weiteren Anspruchsvoraussetzungen nachgewiesen werden. Bezüglich der mit dem Nachweis des Schadens und der Kausalität verbundenen Schwierigkeiten kann auf die Ausführungen an anderer Stelle verwiesen werden<sup>465</sup>. Da der Pfandgläubiger zur Erhebung der Klage nach Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR nicht legitimiert ist, bietet ihm das Gleichbehandlungsprinzip demnach nur beschränkten Schutz<sup>466</sup>.

---

<sup>460</sup> Art. 653c OR.

<sup>461</sup> HUGUENIN JACOBS, Gleichbehandlungsprinzip, 134 f.; HEINZMANN, Aktienkapital, N 533.

<sup>462</sup> Siehe S. 103 (Bei Nennwertherabsetzung).

<sup>463</sup> FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 53 Rz. 68 f.; HEINZMANN, Aktienkapital, N 397, 556 f. Siehe auch BGer 4A.208/2008 E. 3 vom 19. August 2008: „La réduction (constitutive) du capital-actions, avec remboursement des apports, comporte un risque d'inégalité de traitement entre actionnaires. En effet, comme les droits de l'actionnaire dépendent en général de sa quote-part au capital-actions, ils seront réduits si sa participation est diminuée plus que proportionnellement à la suite d'une réduction du capital. L'actionnaire peut ainsi déduire du principe de l'égalité de traitement un droit au maintien de sa quote-part au capital-actions et, partant, à une réduction proportionnée de sa participation au capital; une atteinte à ce droit nécessite une justification particulière (...). Si la réduction du capital s'opère par diminution de la valeur nominale des actions, le principe de l'égalité de traitement des actionnaires commande que chaque action soit réduite et que la réduction s'effectue dans la même mesure pour toutes les actions (...)“.

<sup>464</sup> HEINZMANN, Aktienkapital, N 530.

<sup>465</sup> Siehe S. 85 (Schranken des Obligationenrechts).

<sup>466</sup> Zur fehlenden Aktivlegitimation des Pfandgläubigers vgl. den Wortlaut von Art. 706 Abs. 1 OR: demnach sind allein der Verwaltungsrat und der Aktionär aktivlegitimiert. Vgl. BSK-DUBS/TRUFFER, N 4 zu Art. 706 OR.

Eine sinkende Beteiligungsquote kann zum andern Resultat einer Kapitalherabsetzung durch Aktienrückkauf mit anschliessender Vernichtung sein: Wie zu zeigen war, trifft dies einmal dann zu, wenn der Verpfänder über seine Beteiligungsquote hinaus Aktien zum Verkauf anbietet<sup>467</sup>. Sodann sinkt die Quote, wenn der Verpfänder zwar nur im Umfang seiner Quote Aktien zum Verkauf anbietet, insgesamt aber weniger Angebote eingehen, als für die gesamte Kapitalherabsetzung erforderlich wäre<sup>468</sup>. Das Gleichbehandlungsprinzip vermag dem Sinken der Beteiligungsquote in diesen Konstellationen nicht entgegenzuwirken: Zwar muss auch ein Rückkauf von Aktien dem Gleichbehandlungsprinzip Rechnung tragen<sup>469</sup>. Dem Grundsatz wird aber bereits dann entsprochen, wenn sich das Angebot zum Rückkauf an alle Aktionäre richtet und die Konditionen zum Erwerb der Aktien für alle veräusserungswilligen Aktionäre identisch sind. Ein aktives Hinwirken der Gesellschaft auf die Aufrechterhaltung der Quoten der einzelnen Aktionäre kann aus dem Grundsatz nicht abgeleitet werden<sup>470</sup>. Vielmehr darf sie von einzelnen Aktionären auf freiwilliger Basis angebotene Aktien kaufen, selbst wenn sich dadurch deren Beteiligungsquote reduziert. Erforderlich ist allein, dass sich das Kaufangebot an alle Aktionäre richtet und die Konditionen identisch sind.

## 2. Schutz vor Rückkaufpreis unter innerem Wert?

Liegt der Rückkaufpreis unter dem inneren Wert der Aktien, so reduziert sich das Haftungssubstrat des Pfandgläubigers<sup>471</sup>. Wie erwähnt, wird dem Gleichbehandlungsprinzip bereits dann entsprochen, wenn sich das Angebot zum Rückkauf an alle Aktionäre richtet und die Konditionen zum Erwerb der Aktien für alle veräusserungswilligen Aktionäre identisch sind. Entsprechend wird das Gleichbehandlungsprinzip bei einem Rückkaufpreis, der unter dem inneren Wert der Aktien zu liegen kommt, nicht verletzt. Es bietet dem Pfandgläubiger somit keinen Schutz vor einem Sinken des Haftungssubstrates.

---

<sup>467</sup> Siehe S. 103 (Bei Aktienrückkauf).

<sup>468</sup> Siehe S. 103 (Bei Aktienrückkauf).

<sup>469</sup> HEINZMANN, Aktienkapital, N 535.

<sup>470</sup> Spätestens bei einem (regelmässig anonymen) Rückkauf über die Börse bei kotierten Aktien wäre ihr ein solches aktives Hinwirken auf die Aufrechterhaltung der Quoten der einzelnen Aktionäre nicht mehr möglich. Zur Zulässigkeit des Aktienrückkaufs an der Börse unter dem Gesichtspunkt des Gleichbehandlungsprinzips siehe HEINZMANN, Aktienkapital, N 535; GIGER, Erwerb, 64; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Aktienrecht, § 53 Rz. 80.

<sup>471</sup> Siehe S. 106 (Risiko des Rückkaufpreises unter dem inneren Wert).

#### IV. Ergebnisse

Das Kerninteresse des Pfandgläubigers in der Bestandesphase zielt auf die Werterhaltung des Pfandgegenstandes im Hinblick auf den Verwertungsfall. Ausgehend davon wurde die Frage nach dem gesetzlichen Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers bei Generalversammlungsbeschlüssen aufgeworfen. Dieser gesetzliche Schutz wurde am Beispiel der Kapitalherabsetzung untersucht. Eingeschränkt auf die konstitutive Kapitalherabsetzung und unter Ausschluss von Vorzugs- und Stimmrechtsaktien hat die Analyse gesamthaft ergeben, dass die Rechtsstellung des Pfandgläubigers von Gesetzes wegen nur unzureichend geschützt ist:

1. Die Kapitalherabsetzung geht aus der Sicht des Pfandgläubigers mit zwei Risiken einher: Erstens kann die Beteiligungsquote sinken. Trifft dies zu, so reduziert sich das Stimmgewicht des Verpfänders und es sinkt der Anspruch des Pfandgläubigers auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall. Erfolgt die Kapitalherabsetzung auf dem Weg des Aktienrückkaufs, so besteht zweitens das Risiko, dass der Rückkaufspreis unter dem inneren Wert liegt: Diesfalls reduziert sich das Haftungssubstrat des Verpfänders.
2. Ein Pfandgläubigerschutz auf dem Weg des Stimmrechts ist zu verneinen: Zum einen wird das Stimmrecht durch den Verpfänder ausgeübt. Zum andern werden diesem keine wirksamen Grenzen bei der Ausübung des Stimmrechts gesetzt.
3. Geprüft wurde sodann, inwiefern das Gleichbehandlungsprinzip die Rechtsstellung des Pfandgläubigers zu schützen vermag. Auch dieser Schutz muss im Ergebnis als unzureichend beurteilt werden: Führt eine Nennwertherabsetzung zu einer sinkenden Beteiligungsquote, so ist allein der Verpfänder zur Erhebung der Klage nach Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR aktivlegitimiert. Somit kann allein er die Verletzung des Gleichbehandlungsprinzips zufolge unproportionaler Kapitalherabsetzung geltend machen. Erfolgt die Kapitalherabsetzung auf dem Weg des Aktienrückkaufs mit anschliessender Vernichtung der Aktien, liegt es in der Hand des Verpfänders, über seine Beteiligungsquote frei zu verfügen und durch den Verkauf seiner Aktien die Quote zu reduzieren. Das Gleichbehandlungsprinzip vermag hier nicht zu greifen. Schliesslich bergen Aktienrückkäufe für den Pfandgläubiger das Risiko, dass der Rückkaufspreis unter dem inneren Wert der Aktien liegt und sich damit bei einem Verkauf der Aktien das Haftungssubstrat reduziert. Das Gleichbehandlungsprinzip bleibt auch hier ohne Schutzwirkung für den Pfandgläubiger, da dem Prinzip bereits dann entsprochen wird, wenn sich das Rückkaufangebot an alle Aktionäre zu identischen Konditionen richtet.

## § 7 Pfandrecht und Fusion

Im Fokus steht das Kerninteresse des Pfandgläubigers an der Werterhaltung des Pfandgegenstandes während der Bestandesphase des Pfandrechts. In den §§ 5 und 6 wurde aufgezeigt, dass kein hinreichender, gesetzlicher Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers bei Kapitalveränderungen besteht. Aber auch die nachfolgende Untersuchung der Frage nach dem gesetzlichen Interessenschutz am Beispiel der Fusion wird zu ähnlichen Erkenntnissen führen.

Bei dieser Untersuchung wird in zwei Schritten vorgegangen: In einem ersten Schritt wird untersucht, welche Risiken für die Rechtsstellung des Pfandgläubigers mit einer Fusion einhergehen. In einem zweiten Schritt werden diesen Risiken gesetzliche Schutzmechanismen gegenübergestellt und geprüft, inwiefern diese die Rechtsstellung des Pfandgläubigers zu schützen vermögen.

Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich auf die Fusion von Aktiengesellschaften<sup>472</sup>.

### I. Risiken des Pfandgläubigers

Fusionen sind aus der Sicht des Pfandgläubigers mit drei Risiken verbunden: Erstens sind Situationen denkbar, in denen das Pfandrecht zufolge fehlender Abgeltungsleistung ersatzlos untergeht. Zweitens geht die Fusion mit dem Risiko einher, dass die Abgeltungsleistung unangemessen ist. Drittens kann die Fusion mit einer Reduktion der Beteiligungsquote einhergehen.

#### 1. Risiko der fehlenden Abgeltungsleistung

##### a) Entstehung

Im Zuge der Fusion geht die übertragende Gesellschaft unter<sup>473</sup>. Dies hat zur Folge, dass auch die Mitgliedschaft des Aktionärs in dieser Gesellschaft endet. Als Ausgleich hierzu wird ihm grundsätzlich eine Abgeltungsleistung ausgerichtet, sei es in der Form von Aktien der übernehmenden Gesellschaft<sup>474</sup>, oder sei es in der Form einer Abfindung<sup>475</sup>.

---

<sup>472</sup> Nicht Gegenstand der Betrachtung sind damit die rechtsformübergreifenden Fusionen. Zu den zulässigen Fusionen siehe etwa die Darstellung bei BSK (FusG)-MORSCHER, N 12 Art. 4 FusG.

<sup>473</sup> Art. 3 Abs. 2 FusG.

<sup>474</sup> Art. 7 FusG.

<sup>475</sup> Art. 8 FusG.

Das Pfandrecht setzt sich an der Abgeltungsleistung aufgrund dinglicher Surrogation fort<sup>476</sup>. Sind die Aktien der übertragenden Gesellschaft verpfändet, so besteht aber das Risiko, dass dem Aktionär bzw. Verpfänder der übernehmenden Gesellschaft ausnahmsweise keine Abgeltungsleistung ausgerichtet wird. Diese Situation ergibt sich bei der Schwesternfusion einerseits und bei der Mutter-Tochter-Fusion andererseits:

Beispiel (Schwesternfusion):

Die Aktiengesellschaften B und C sind hundertprozentige Tochtergesellschaften der Aktiengesellschaft A. Die Aktien von B sind verpfändet. B wird durch C im Rahmen einer Schwesternfusion absorbiert und geht in der Folge unter. Eine Kapitalerhöhung bei C erübrigt sich, da der Gesellschafterkreis der beiden fusionierenden Gesellschaften identisch ist<sup>477</sup>. Mangels Erhöhung des Aktienkapitals bei C gibt es keinen Ersatzgegenstand, auf den sich das Pfandrecht erstrecken könnte. Der Pfandgläubiger der B-Aktien verliert sein Pfandrecht bei der Schwesternfusion<sup>478</sup>.

Akzentuiert wird diese Problematik bei einem erleichterten Fusionsverfahren, das auch auf Schwesternfusionen Anwendung findet<sup>479</sup>. Die Erleichterungen ergeben sich im Einzelnen aus Art. 24 Abs. 1 FusG. Unter anderem muss der Fusionsvertrag der Generalversammlung nicht zur Zustimmung unterbreitet werden. Fusionsbeschlüsse der obersten Leitungs- und Verwaltungsorgane sind hinreichend<sup>480</sup>. Im Falle der Schwesternfusion kann die Aktionärin bzw. Verpfänderin A (Muttergesellschaft) die Fusion der beiden Schwesterngesellschaften B und C somit nicht verhindern<sup>481</sup>.

Beispiel (Mutter-Tochter-Fusion):

Übernimmt die Muttergesellschaft A ihre hundertprozentige Tochtergesellschaft B, so geht B in der Folge unter. Die Übernahme von B durch A erfolgt ohne Kapitalerhöhung bei A, da A bereits vor der Fusion Aktionärin von B war<sup>482</sup>. Waren die B-Aktien verpfändet, so bedeutet dies, dass das Pfandrecht

---

<sup>476</sup> So auch GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 663c. Die dingliche Surrogation setzt nicht voraus, dass sich die Rechte am Ersatzgegenstand inhaltsgleich fortsetzen können, siehe GIRSBERGER, Dingliche Surrogation, 83. Entsprechend spricht nichts dagegen, auch in Art. 8 FusG, d.h. bei Leistung einer Abgeltung (anstelle von Aktien), einen Anwendungsfall der dinglichen Surrogation zu sehen.

<sup>477</sup> HIRSIGER, Fusion, 143; BSK (FusG)-TSCHÄNI/PAPA, N 26 zu Art. 7 FusG.

<sup>478</sup> So auch GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 663c.

<sup>479</sup> Art. 23 Abs. 1 lit. b FusG.

<sup>480</sup> VON DER CRONE (ET AL.), Fusionsgesetz, N 273.

<sup>481</sup> Anderes gilt nur, wenn A in den obersten Leitungs- und Verwaltungsorganen von B und C vertreten ist.

<sup>482</sup> BSK (FusG)-TSCHÄNI/PAPA, N 26 zu Art. 7 FusG.

an den B-Aktien untergeht und an keinem Ersatzgegenstand fortgesetzt werden kann<sup>483</sup>.

**b) Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers: Untergang des Pfandrechts**

Das Pfandrecht setzt sich aufgrund dinglicher Surrogation an der Abgeltungsleistung fort. Fehlt eine Abgeltungsleistung, so geht das Pfandrecht unter. Es fehlt diesfalls ein Ersatzgegenstand, an dem sich das Pfandrecht fortsetzen könnte. Dieser Untergang des Pfandrechts steht offenkundig im Widerspruch mit den Interessen des Pfandgläubigers.

**2. Risiko der unangemessenen Abgeltungsleistung**

**a) Entstehung**

Im Zuge der Fusion geht die übertragende Gesellschaft unter. Damit endet auch die Mitgliedschaft in dieser Gesellschaft. Wie erwähnt, erhält der Aktionär hierfür als Ausgleich eine Abgeltungsleistung, sei es in der Form von Aktien der übernehmenden Gesellschaft oder in der Form einer Abfindung<sup>484</sup>.

Sowohl das Umtauschverhältnis als auch die Abfindung müssen angemessen sein<sup>485</sup>. Eine Abgeltungsleistung ist dann unangemessen, wenn der Aktionär durch die Fusion wirtschaftlich schlechtergestellt wird als vor der Fusion<sup>486</sup>. Die Bestimmung der Angemessenheit ist kein rein rechnerischer Vorgang. Vielmehr sind neben dem Unternehmenswert der Gesellschaften weitere relevante Umstände, beispielsweise Synergien oder Sanierungsbedarf, zu berücksichtigen<sup>487</sup>. Was im Einzelfall angemessen ist, ist Resultat von Verhandlungen zwischen den beteiligten Gesellschaften<sup>488</sup>. Ohne auf die Tiefen der Festsetzung des Umtauschverhältnisses oder der Abfindung einzugehen, ist aus dem Gesagten ersichtlich, dass die Bestimmung der Angemessenheit einen komplexen und insbesondere auch wertungsbehafteten Vorgang darstellt<sup>489</sup>.

Eine unangemessene Festsetzung des Umtauschverhältnisses bzw. der Abfindung kann zu Lasten des Verpfänders erfolgen: Bei einem Pfandrecht an den Aktien der

---

<sup>483</sup> So auch GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 228a.

<sup>484</sup> Ausnahmsweise wird keine Abgeltungsleistung ausgerichtet, so bei Mutter-Tochterfusionen oder bei Schwesternfusionen, siehe dazu S. 111 (Risiko der fehlenden Abgeltungsleistung).

<sup>485</sup> EMCH, Rechtsschutz, 72.

<sup>486</sup> EMCH, Rechtsschutz, 103.

<sup>487</sup> GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 198.

<sup>488</sup> GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 199.

<sup>489</sup> Dazu eingehend etwa GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 193 ff.; EMCH, Rechtsschutz, 72 ff.



übertragenden Gesellschaft besteht demnach das Risiko, dass der Verpfänder zu wenige Aktien bzw. eine zu tiefe Abfindung erhält. Beim Pfandrecht an den Aktien der übernehmenden Gesellschaft besteht das Risiko, dass dem Aktionär der übertragenden Gesellschaft zu viele Aktien bzw. eine zu hohe Abfindung ausgerichtet wird.

**b) Auswirkung auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers: Senkung des Haftungssubstrates**

Ein unangemessenes Umtauschverhältnis bzw. eine unangemessene Abfindung zu Lasten des Verpfänders bedeutet aus der Sicht des Pfandgläubigers, dass sich das Haftungssubstrat reduziert. Dies steht im Widerspruch zur Interessenlage des Pfandgläubigers.

**3. Risiko der sinkenden Beteiligungsquote**

**a) Entstehung**

Die Beteiligungsquote des Aktionärs der übertragenden oder der übernehmenden Gesellschaft verringert sich immer dann, wenn die Zahl der Gesellschafter nach der Fusion grösser ist als vor der Transaktion<sup>490</sup>.

Beispiel:

Die A-AG verfügt über ein Aktienkapital von 100'000 Franken, eingeteilt in 1'000 Aktien à 100 Franken nominal. Der Wert der A-AG beläuft sich auf 2 Mio. Franken, ausmachend 2'000 Franken pro Aktie. Die B-AG verfügt über ein Aktienkapital von 100'000 Franken, eingeteilt in 1'000 Aktien à 100 Franken nominal. Der Wert der B-AG beläuft sich auf 1 Mio. Franken, ausmachend 1'000 Franken pro Aktie.

Aktionär X ist Eigentümer von 100 B-Aktien: Seine Beteiligungsquote beläuft sich somit auf 10%, er vertritt einen Aktienwert von insgesamt 100'000 Franken. Die B-AG wird von der A-AG übernommen (Absorptionsfusion). Das Umtauschverhältnis beträgt 0,5<sup>491</sup>, d.h., X erhält für jede B-Aktie 0,5 A-Aktien, somit insgesamt 50 A-Aktien. Das Aktienkapital der A-AG wird insgesamt um 500 Aktien erhöht und beläuft sich neu auf 1'500 Aktien bzw. 150'000 Franken<sup>492</sup>.

---

<sup>490</sup> Vgl. GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 213a; BÖCKLI, Aktienrecht, § 3 Rz. 286; HIRSIGER, Fusion, 100. Die Zahl der Gesellschafter bleibt etwa bei der Schwesternfusion oder der Mutter-Tochter-Fusion konstant. Gleiches gilt, wenn den Gesellschaftern der übertragenden Gesellschaft eine Abfindung anstelle von Aktien ausgerichtet wird.

<sup>491</sup> Umtauschverhältnis = Wert B-Aktien / Wert A-Aktien, siehe GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 200a.

<sup>492</sup> Anzahl neue A-Aktien (erforderliche Kapitalerhöhung) = Umtauschverhältnis \* Anzahl B-Aktien, vgl. GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 200b.

Während X in der B-AG eine Beteiligungsquote von 10% vertrat, sinkt diese in der A-AG auf 3,34%<sup>493</sup>.

## **b) Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Pfandgläubigers**

### *aa) Verminderung des Stimmgewichts*

Sinkt die Beteiligungsquote des Aktionärs, so reduziert sich dessen Stimmkraft<sup>494</sup>. Damit ist zwar die Werthaltigkeit des Pfandrechts nicht direkt gefährdet. Eine Reduktion der Stimmkraft kann sich aber bei künftigen Generalversammlungsbeschlüssen negativ auf die Werthaltigkeit auswirken, indem der Verpfänder zufolge der Stimmrechtsverwässerung künftige Beschlüsse nicht mehr zwingend beeinflussen kann. Denn grundsätzlich ist der Verpfänder bei Stimmrechtsausübungen gehalten, die Interessen des Pfandgläubigers an der Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes zu berücksichtigen<sup>495</sup>.

### *bb) Verminderung des Anspruchs auf das Haftungssubstrat*

Sinkt die Beteiligungsquote des Aktionärs bzw. Verpfänders, so reduziert sich dessen Anspruch auf den Liquidationsanteil<sup>496</sup>. Aus der Sicht des Pfandgläubigers bedeutet dies, dass sich damit sein Anspruch auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfall reduziert. Dies wiederum steht im Widerspruch zur Interessenlage des Pfandgläubigers<sup>497</sup>.

## **4. Zwischenergebnis**

Die Fusion geht aus der Sicht des Pfandgläubigers mit drei Risiken einher, die unter den Stichworten „fehlende Abgeltungsleistung“, „unangemessene Abgeltungsleistung“ und „sinkende Beteiligungsquote“ zusammengefasst werden können:

Dem Aktionär bzw. Verpfänder wird bei Schwesternfusionen und Mutter-Tochter-Fusionen keine Abgeltungsleistung ausbezahlt. In diesen Fällen geht das Pfandrecht unter. Wird das Umtauschverhältnis oder die Abfindung zu Lasten des Verpfänders unangemessen festgesetzt, so setzt sich das Pfandrecht zwar an der Abgeltungsleistung aufgrund dinglicher Surrogation fort. Das Haftungssubstrat ist diesfalls aber wertmässig reduziert. Sodann besteht das Risiko, dass die Beteiligungsquote zufolge der Fusion sinkt. Dies trifft immer dann zu, wenn die Zahl der Gesellschafter in der Zielgesellschaft nach der Fusion grösser ist als vor der

---

<sup>493</sup> 50 A-Aktien von insgesamt 1'500 A-Aktien.

<sup>494</sup> Vgl. Art. 692 OR.

<sup>495</sup> Diese Pflicht fliesst aus Art. 2 Abs. 1 ZGB. Siehe dazu S. 81 (Stimmrechtsverwässerung).

<sup>496</sup> Vgl. Art. 660 Abs. 2 OR

<sup>497</sup> Siehe dazu auch S. 81 (Verminderung des Anspruchs auf Haftungssubstrat).

Transaktion. Die sinkende Beteiligungsquote geht mit einer Verminderung der Stimmkraft und einer Reduktion des Anspruchs auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfalle einher.

## II. Pfandgläubigerschutz durch Stimmrecht

Es wurde gezeigt, dass der Pfandgläubigerschutz durch das Stimmrecht verneint werden muss:

Zum einen wird das Stimmrecht unabhängig von der Aktienform durch den Verpfänder ausgeübt<sup>498</sup>. Ein Pfandgläubigerschutz durch Verlagerung der Ausübungskompetenz muss deshalb verneint werden. Zum andern werden dem Verpfänder bei der Stimmrechtsausübung weitgehend keine gesetzlichen Schranken auferlegt<sup>499</sup>. Zwar ist er gehalten, aufgrund von Art. 2 Abs. 1 ZGB das Pfandrecht in dessen Wert zu schonen; die Geltendmachung von Schadenersatz bei einer Verletzung dieser Bestimmung wird sich für den Pfandgläubiger aber regelmässig als schwierig gestalten<sup>500</sup>.

## III. Pfandgläubigerschutz durch Ausgleichsklage (Art. 105 FusG)

Die Klage nach Art. 105 FusG richtet sich auf die Überprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses oder der Abfindung<sup>501</sup>. Nachfolgend interessieren die Schutzwirkungen dieser Klage aus der Perspektive des Pfandgläubigers.

### 1. Schutz vor fehlender Abgeltungsleistung?

Bei Schwesternfusionen sowie Mutter-Tochter-Fusionen geht das Pfandrecht zufolge fehlender Abgeltungsleistung unter. Die Klage nach Art. 105 FusG bietet bei diesen Fusionsvarianten keinen Schutz: Die fehlende Abgeltungsleistung ist nicht auf ein fehlerhaftes Festsetzen des Umtauschverhältnisses bzw. der Abfindung zurückzuführen, sondern allein darauf, dass sich der Gesellschafterkreis zufolge der Fusion nicht ändert.

### 2. Schutz vor unangemessener Abgeltungsleistung?

Die Ausgleichsklage zielt auf die Überprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses oder der Abfindung. Eine Abgeltungsleistung ist dann unangemessen,

---

<sup>498</sup> Siehe S. 83 (Kein Schutz durch Ausübungskompetenz des Pfandgläubigers).

<sup>499</sup> Siehe S. 84 (Schutz durch gesetzliche Ausübungsschranken).

<sup>500</sup> Siehe S. 85 (Schranken des Obligationenrechts).

<sup>501</sup> EMCH, Rechtsschutz, 41.

wenn der Aktionär durch die Fusion wirtschaftlich schlechtergestellt wird als vor der Fusion<sup>502</sup>.

Der Aktionär sowohl der übertragenden als auch der übernehmenden Gesellschaft kann sich gegen eine unangemessene Abgeltungsleistung mit Klage nach Art. 105 FusG zur Wehr setzen<sup>503</sup>. Wird die Klage gutgeheissen, so wird die Unangemessenheit mittels Schadenersatzzahlung korrigiert<sup>504</sup>. Diesfalls setzt sich das Pfandrecht aufgrund dinglicher Surrogation an der Ersatzleistung fort. In diesem Fall ist der Pfandgläubiger in seinem Interesse an der Werterhaltung des Pfandrechts geschützt.

Der Pfandgläubiger selbst ist zur Erhebung der Klage nach Art. 105 FusG nicht aktivlegitimiert<sup>505</sup>. Setzt sich der Verpfänder gegen eine unangemessene Abgeltungsleistung nicht zur Wehr, so reduziert sich das Haftungssubstrat. Zwar besteht für den Verpfänder eine Pflicht zur Aufrechterhaltung des Haftungssubstrates gemäss Art. 2 Abs. 1 ZGB. Das Unterlassen einer Klageerhebung nach Art. 105 FusG kann im Einzelfall zwar eine Verletzung dieser Pflicht darstellen. Auf die Schwierigkeiten, die mit dem Nachweis der übrigen Anspruchsvoraussetzungen gemäss Art. 97 Abs. 1 OR verbunden sind, kann auf die Ausführungen an anderer Stelle verwiesen werden<sup>506</sup>.

### 3. Schutz vor sinkender Beteiligungsquote?

Mit Bezug auf das fusionsbedingte Risiko der sinkenden Beteiligungsquote vermag die Klage nach Art. 105 FusG keine Schutzwirkungen zu entfalten: Zwar ist das Fusionsgesetz geprägt vom Grundsatz der Kontinuität der Mitgliedschaft gemäss Art. 7 FusG. Dieser Grundsatz gibt den Gesellschaftern der beteiligten Gesellschaften indessen keinen Anspruch darauf, die Beteiligungsquote aufrechtzuerhalten<sup>507</sup>.

---

<sup>502</sup> EMCH, Rechtsschutz, 103.

<sup>503</sup> Aktivlegitimiert zur Erhebung der Klage nach Art. 105 FusG ist auch der Aktionär der übernehmenden Gesellschaft, siehe GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 192; BSK (FusG)-DUBS, N 40 zu Art. 105 FusG; VON DER CRONE (ET AL.), Fusionsgesetz, § 6 Rz. 1030; EMCH, Rechtsschutz, 134.

<sup>504</sup> Die Verletzung des Prinzips der Kontinuität der Mitgliedschaft wird mittels einer reinen Schadenersatzzahlung korrigiert, ohne dass die Umstrukturierung aufgehoben oder nachträglich geändert würde, siehe dazu EMCH, Rechtsschutz, 41.

<sup>505</sup> Art. 105 FusG nennt die Gesellschafter als klageberechtigt. Der Begriff der „Gesellschafter“ wird in Art. 2 lit. f und g FusG abschliessend umschrieben. Zur Aktivlegitimation vgl. auch EMCH, Rechtsschutz, 133 f. (Pfandgläubiger nicht als klageberechtigt erwähnt). Vgl. auch GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 697: „Keine Aktivlegitimation haben hingegen die Gläubiger“.

<sup>506</sup> Siehe S. 85 (Schranken des Obligationenrechts).

<sup>507</sup> Vgl. GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 213 f. (bezüglich des Rechts auf Beibehaltung der Stimmkraft).

#### 4. Zwischenergebnis

Mit Klage nach Art. 105 FusG kann die Angemessenheit der Abgeltungsleistung überprüft werden. Die zum Ausgleich der Unangemessenheit ausgerichtete Schadenersatzzahlung unterliegt der Pfandhaft. Verzichtet der Aktionär auf Klageerhebung trotz Unangemessenheit des Umtauschverhältnisses oder der Abfindung, so reduziert sich das Haftungssubstrat des Pfandgläubigers. Ihm fehlt die Aktivlegitimation zur Klageerhebung. Die Klage bietet in diesem Fall keinen Schutz.

Ebenfalls keine Schutzwirkung entfaltet die Klage bezüglich des Risikos der Reduktion der Beteiligungsquote oder der fehlenden Abgeltungsleistung bei der Schwestern- oder der Mutter-Tochter-Fusion.

### IV. Pfandgläubigerschutz durch fusionsrechtlichen Gläubigerschutz (Art. 25 FusG)

Gemäss Art. 25 FusG muss die übernehmende Gesellschaft Forderungen der Gläubiger der an der Fusion beteiligten Gesellschaften auf deren Verlangen sicherstellen, sofern ihr der Nachweis misslingt, wonach die Erfüllung der Forderung durch die Fusion nicht gefährdet wird<sup>508</sup>. Eine solche Sicherstellungspflicht gemäss Art. 25 FusG kann sich auch im Zusammenhang mit Forderungen ergeben, die bereits durch ein Pfandrecht an Aktien besichert sind. Ein Zweifaches ist hiefür vorausgesetzt:

Erstens greift Art. 25 FusG nur dann, wenn eine Fusionsgesellschaft Schuldnerin der Pfandforderung ist und gleichzeitig die Aktien einer Fusionsgesellschaft als Pfand dienen. Solche Konstellationen sind etwa in Konzernverhältnissen anzutreffen<sup>509</sup>. Zweitens muss die Erfüllung der Forderung *durch* die Fusion gefährdet sein<sup>510</sup>. Bestehende Sicherheiten, so das Pfandrecht an Aktien, sind in diese Beurteilung einzubeziehen. Zusätzliche Sicherheiten sind demnach nur dann zu leisten, wenn die bestehenden nach Art und Höhe nicht genügen<sup>511</sup>.

Die Frage, ob Art. 25 FusG dem Pfandgläubiger Schutz vor Wertverminderungen seines Pfandrechts bei Fusionen bietet, ist demnach folgendermassen zu beantworten: Sofern nicht nur die Aktien einer Fusionsgesellschaft verpfändet sind, sondern eine Fusionsgesellschaft gleichzeitig auch Schuldnerin der Pfandforderung

---

<sup>508</sup> Sofern die andern Gläubiger nicht geschädigt werden, kann die Gesellschaft die Forderung alternativ zur Besicherung auch erfüllen (Art. 25 Abs. 4 FusG).

<sup>509</sup> Ist etwa die Pfandforderung gegen eine Tochtergesellschaft gerichtet und dient die Muttergesellschaft die Aktien der Tochter zu Besicherung an (Drittpfandrecht), so greift Art. 25 FusG im Falle der Fusion der Tochter mit einer Konzern- oder Drittgesellschaft.

<sup>510</sup> Art. 25 Abs. 3 FusG. Zu diesem Konnex zwischen Umstrukturierungstatbestand und Gefährdung siehe auch GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 566: „Die Erfüllung der Forderung ist dann nicht gefährdet, wenn sie nach der Umstrukturierung mindestens gleich wahrscheinlich ist, wie sie vor der Umstrukturierung war“.

<sup>511</sup> BSK (FusG)-TRUFFER, N 21 zu Art. 25 FusG.

ist, ist der Pfandgläubiger durch Art. 25 FusG geschützt. Verliert nämlich das Pfandrecht zufolge der Fusion an Werthaltigkeit<sup>512</sup> und ist die Erfüllung der Forderung durch die Fusion im Ergebnis gefährdet, so besteht eine Sicherstellungspflicht der übernehmenden Gesellschaft.

## V. Ergebnisse

Das Kerninteresse des Pfandgläubigers in der Bestandesphase zielt auf die Werterhaltung des Pfandrechts im Hinblick auf den Verwertungsfall. Ausgehend davon wurde die Frage nach dem gesetzlichen Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers bei Generalversammlungsbeschlüssen aufgeworfen. Dieser Schutz wurde am Beispiel der Fusion von Aktiengesellschaften untersucht. Im Ergebnis ist der gesetzliche Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers als unzureichend zu beurteilen:

1. Die Fusion geht aus der Sicht des Pfandgläubigers mit drei Risiken einher: Zum einen besteht das Risiko, dass dem Aktionär bzw. Verpfänder bei Schwesternfusionen und Mutter-Tochter-Fusionen keine Abgeltungsleistung ausbezahlt wird. In diesen Fällen geht das Pfandrecht unter. Sodann besteht das Risiko, dass das Umtauschverhältnis oder die Abfindung zu Lasten des Verpfänders unangemessen festgesetzt wird und sich dadurch das Haftungssubstrat des Pfandgläubigers wertmässig reduziert. Schliesslich besteht das Risiko, dass die Beteiligungsquote zufolge der Fusion sinkt. Die sinkende Beteiligungsquote geht mit einer Reduktion der Stimmkraft des Verpfänders und einer Verminderung des Anspruchs des Pfandgläubigers auf das Haftungssubstrat im Liquidationsfalle einher.
2. Der Pfandgläubiger wird durch das Stimmrecht in seiner Rechtsstellung nur unzureichend geschützt: Zum einen wird das Stimmrecht durch den Verpfänder ausgeübt. Zum andern werden dem Verpfänder kaum wirksame Grenzen bei der Ausübung des Stimmrechts gesetzt.
3. Untersucht wurde sodann, ob die Klage nach Art. 105 FusG dem Pfandgläubiger Schutz bietet: Zwar kann mit dieser Klage die Angemessenheit der Abfindungsleistung überprüft werden. Eine gestützt auf Art. 105 FusG zum Ausgleich der Unangemessenheit ausgerichtete Schadenersatzzahlung unterliegt der Pfandhaft. Verzichtet der Aktionär aber auf Klageerhebung trotz Unangemessenheit der Abgeltungsleistung, so reduziert sich das Haftungssubstrat des Pfandgläubigers. Ihm fehlt die Aktivlegitimation zur Klageerhebung, und die Klage bietet in diesem Fall demnach keinen Schutz. Ebenfalls keine Schutzwirkung entfaltet die Klage bezüglich dem Risiko der Reduktion der Beteiligungsquote oder dem Risiko der fehlenden Abgeltungsleistung bei der Schwestern- oder der Mutter-Tochter-Fusion.

---

<sup>512</sup> Etwa weil bei einer Schwesternfusion keine Abgeltungsleistung ausgerichtet wird und deshalb das Pfandrecht untergeht.

4. Schliesslich wurde geprüft, ob Art. 25 FusG Schutzwirkungen entfaltet. Im Ergebnis konnte dies bejaht werden, sofern nicht nur die Aktien einer Fusionsgesellschaft verpfändet sind, sondern eine Fusionsgesellschaft gleichzeitig auch Schuldnerin der Pfandforderung ist. Verliert nämlich das Pfandrecht zufolge der Fusion an Werthaltigkeit und ist die Erfüllung der Forderung durch die Fusion im Ergebnis gefährdet, so besteht eine Sicherstellungspflicht der übernehmenden Gesellschaft. Ist die Pfandforderung indessen nicht gegen eine Fusionsgesellschaft gerichtet, sondern sind nur die Aktien einer Fusionsgesellschaft verpfändet, so findet Art. 25 FusG keine Anwendung und entsprechend entfallen die Schutzwirkungen.

## § 8 Pfandrecht und Vertragsschutz

### I. Ausgangslage: unzureichender gesetzlicher Pfandgläubigerschutz

Ausgehend vom Kerninteresse des Pfandgläubigers in der Bestandesphase, nämlich vom Interesse der Werterhaltung bezüglich des Pfandgegenstandes, konnte als Ergebnis der vorangehenden Ausführungen festgehalten werden: Sowohl bei Kapitalveränderungen als auch bei Fusionen ist der gesetzliche Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers unzureichend. Aus seiner Sicht besteht das Risiko, dass sich die Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes in der Bestandesphase aufgrund von Generalversammlungsbeschlüssen reduziert.

Ausgehend davon ist nachfolgend der Frage nach vertraglichen Optimierungsmöglichkeiten im Interesse des Pfandgläubigers nachzugehen.

### II. Pfandgläubigerschutz durch Stimmrechtsvollmacht

#### 1. Zulässigkeit

Gemäss Art. 905 ZGB werden die verpfändeten Aktien an der Generalversammlung durch die Aktionäre vertreten. Diese Bestimmung ist dispositiver Natur<sup>513</sup>. Es besteht somit in pfandrechtlicher Hinsicht die Möglichkeit, dass der Verpfänder den Pfandgläubiger zur Stimmrechtsausübung bevollmächtigt. Auch aus aktienrechtlicher Optik ist dies möglich: Der Aktionär kann gestützt auf Art. 689 Abs. 2 OR seine Aktien an der Generalversammlung durch einen Dritten vertreten lassen. Der Vertreter muss, vorbehältlich anderslautender Bestimmung in den Gesellschaftsstatuten, nicht Mitaktionär sein<sup>514</sup>.

Damit kann festgehalten werden: Der Verpfänder kann den Aktionär bevollmächtigen, das Stimmrecht an der Generalversammlung auszuüben. Anderes gilt nur dann, wenn die Statuten Aktionärserschaft des Vertreters voraussetzen: In diesen Fällen kommt die Bevollmächtigung des Pfandgläubigers (regelmässig) mangels Aktionärserschaft und vorbehältlich einer Statutenänderung nicht in Betracht.

---

<sup>513</sup> BSK-BAUER, N 5 zu Art. 905 ZGB; ZK-OFTINGER/BÄR, N 10 f. zu Art. 905 ZGB.

<sup>514</sup> Art. 689 Abs. 2 OR kann aus der Sicht des Aktionärs zu unzumutbaren Konstellationen führen, siehe dazu BÖCKLI, Aktienrecht, § 12 Rz. 139 f. Im Rahmen der grossen Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts soll Art. 689 Abs. 2 OR aufgehoben werden. Indessen sollen private Aktiengesellschaften nach wie vor die Möglichkeit haben, in ihren Statuten vorzusehen, dass sich die Aktionäre nur durch Mitaktionäre vertreten lassen können. Auf Verlangen des Aktionärs muss die Gesellschaft aber eine unabhängige Person bezeichnen, die mit der Vertretung in der Generalversammlung beauftragt werden kann (Art. 689d E-OR).



## 2. Eignung?

Die Stimmrechtsvollmacht eignet sich in vorliegendem Zusammenhang aus folgenden zwei Gründen nicht:

Gemäss Art. 689b Abs. 1 OR hat der Vertreter bei der Ausübung der Mitwirkungsrechte die Weisungen des Vertretenen zu befolgen. Der bevollmächtigte Pfandgläubiger ist demnach gehalten, nach den Weisungen des Verpfänders und somit u.U. entgegen seinen Interessen zu stimmen. Zwar hat nach der überwiegenden Lehrmeinung eine weisungswidrige Ausübung der Vollmacht keine Auswirkungen auf die Gültigkeit des Beschlusses<sup>515</sup>. Indessen liegt in einer weisungswidrigen Ausübung des Stimmrechts eine Pflichtverletzung und kann für den Pfandgläubiger mit Schadenersatzfolgen verbunden sein.

Sodann ist die Stimmrechtsvollmacht wie jede Vollmacht widerruflich<sup>516</sup>. Die Abgabe einer unwiderruflichen Vollmacht, d.h. ein Verzicht auf den Widerruf, ist aufgrund Art. 34 Abs. 2 OR unzulässig. Nach der herrschenden Lehre und der Rechtsprechung des Bundesgerichts ist indessen nicht nur ein Verzicht auf den Widerruf unzulässig, sondern bereits eine vertragliche Verpflichtung des Vollmachtgebers, den Widerruf nicht oder nicht zu Unzeit auszuüben<sup>517</sup>. Entsprechend kann der Widerruf einer Vollmacht auch keine Schadenersatzfolgen nach sich ziehen, da die Unwiderruflichkeit nicht vertraglich vereinbart werden kann. Aber auch indirekte Beschränkungen des Widerrufsrechts sind nicht möglich<sup>518</sup>. Eine solche unzulässige, indirekte Beschränkung des Widerrufsrechts ist in der Vereinbarung einer Konventionalstrafe für den Fall des Widerrufs zu sehen<sup>519</sup>. Für den Pfandgläubiger besteht somit das Risiko, dass die Vollmacht seitens des Verpfänders kurzfristig widerrufen wird.

---

<sup>515</sup> BÖCKLI, Aktienrecht, § 12 Rz. 145, 257 f., m.w.H.

<sup>516</sup> BÖCKLI, Aktienrecht, § 12 Rz. 144.

<sup>517</sup> CHK-KUT/SCHNYDER, N 13 zu Art. 34 OR m.w.H.; A.A. BSK-SCHAAD, N 12 zu Art. 689b OR, m.w.H.: SCHAAD vertritt die Ansicht, dass aufgrund des der Vollmacht zugrunde liegenden Auftragsverhältnisses eine Kündigung desselben (und damit der Widerruf der Vollmacht) nicht zur Unzeit erfolgen darf und somit nicht unmittelbar vor der Generalversammlung oder vor der Periode, in welcher Generalversammlungen üblicherweise stattfinden. Selbst wenn dieser Ansicht gefolgt wird, ist zu bedenken, dass ein Widerruf zu Unzeit gemäss Art. 404 Abs. 2 OR zwar mit Schadenersatzfolgen für den Widerrufenden verbunden sein kann. Ein solcher Widerruf ist indessen rechtswirksam.

<sup>518</sup> BSK-WATTER, N 8 zu Art. 34 OR m.w.H.

<sup>519</sup> BSK-WATTER, N 8 zu Art. 34 OR; CHK-KUT/SCHNYDER, N 13 zu Art. 34 OR. Vgl. auch BGE 98 II 305 S. 309 f.

### III. Pfandgläubigerschutz durch Stimmrechtsbindungen

#### 1. Definition

Bei Stimmrechtsbindungen<sup>520</sup> handelt es sich um Vereinbarungen, durch welche sich die beteiligten Parteien verpflichten, das Stimmrecht in bestimmter Weise auszuüben<sup>521</sup>. Sie können zwischen Aktionären, oder zwischen Aktionären und aussenstehenden Dritten abgeschlossen werden<sup>522</sup>.

In vorliegendem Zusammenhang sind grundsätzlich beide Konstellationen denkbar: Der Pfandgläubiger kann gleichzeitig auch als Aktionär qualifizieren. In der überwiegenden Mehrheit der Fälle wird der Pfandgläubiger indessen aussenstehender Dritter sein.

#### 2. Zulässigkeit als Grundsatz

Die schweizerische Lehre und Rechtsprechung erklärt Stimmrechtsbindungen grundsätzlich als zulässig<sup>523</sup>. In der Lehre wird als Argument für die Zulässigkeit von Stimmrechtsbindungen insbesondere darauf hingewiesen, dass diese keinen Verstoss gegen das Prinzip der Unentziehbarkeit und Unverzichtbarkeit des Stimmrechts darstellen<sup>524</sup>. Ebenfalls verneint wird ein Verstoss gegen das Prinzip der freien Ausübung des Stimmrechts<sup>525</sup>.

#### 3. Grenzen der Zulässigkeit

Stimmrechtsbindungen sind nicht schrankenlos zulässig. Die in der Lehre und Rechtsprechung diskutierten Grenzen werden nachfolgend in vorliegendem Zusammenhang reflektiert:

##### a) Verbot der übermässigen Bindung

Eine Stimmrechtsbindung tangiert die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit des Verpflichteten. Denkbar ist deshalb, dass eine Stimmrechtsbindung derart stark in die Persönlichkeitssphäre des Verpflichteten eingreift, dass ein Verstoss gegen Art. 27

---

<sup>520</sup> Gemeinhin werden auch die Begriffe „Stimmbindung“, „Stimmbindungsabsprache“ oder „Abstimmungsvereinbarung“ verwendet.

<sup>521</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 73.

<sup>522</sup> FISCHER, Aktionärbindungsverträge, 9; HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 75.

<sup>523</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 77, m.w.H.

<sup>524</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 78, m.w.H. Nicht zulässig ist gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung aber die Stimmrechtszession: Hier wird ein Widerspruch zum Prinzip der Unentziehbarkeit und Unverzichtbarkeit des Stimmrechts angenommen, HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 78, m.w.H.

<sup>525</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 79, m.w.H.

Abs. 2 ZGB angenommen werden muss<sup>526</sup>. Diesfalls ist die Stimmrechtsbindung sittenwidrig und grundsätzlich nichtig<sup>527</sup>.

Das Bundesgericht hat aber den Anwendungsbereich von Art. 27 Abs. 2 ZGB im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Betätigungsfreiheit stark limitiert und nimmt diesfalls einen Verstoss gegen Art. 27 Abs. 2 ZGB nur mit Zurückhaltung an<sup>528</sup>. Angesichts der bundesgerichtlichen Rechtsprechung dürfte es deshalb kaum je zutreffen, dass Stimmrechtsbindungen zwischen dem Pfandgläubiger und dem Verpfänder gegen Art. 27 Abs. 2 ZGB verstossen<sup>529</sup>.

## b) Verbot der Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen

Eine weitere Grenze von Stimmrechtsbindungen ist in der Umgehung von gesetzlichen oder statutarischen Stimmrechtsbeschränkungen zu sehen<sup>530</sup>. Gemäss Art. 691 Abs. 1 OR ist „[d]ie Überlassung von Aktien zum Zweck der Ausübung des Stimmrechts in der Generalversammlung (...) unstatthaft, wenn damit die Umgehung einer Stimmrechtsbeschränkung beabsichtigt ist“. Zwar verstossen Stimmrechtsbindungen nie direkt gegen diese Bestimmung, da diesfalls keine „Überlassung von Aktien“ vorliegt. Soweit Stimmrechtsbindungen aber gegen den Sinn

---

<sup>526</sup> Zum Begriff der übermässigen Bindung i.S.v. Art. 27 Abs. 2 ZGB siehe GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 661 ff. Im Zusammenhang mit Stimmrechtsbindungen: APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 48; GLATTFELDER, Aktionär-Bindungsverträge, 251a.

<sup>527</sup> Die Rechtsfolge der Nichtigkeit bei Tatbeständen von Art. 27 Abs. 2 ZGB wird von der neueren Lehre teilweise abgelehnt. Dieser Ansicht folgt neuerdings auch das Bundesgericht in BGE 129 III 209 E. 2.2 S. 213 f., siehe dazu GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 685 f.

<sup>528</sup> Gemäss BGE 114 II 159 E. 2 S. 162 ist eine vertragliche Einschränkung der wirtschaftlichen Betätigungsfreiheit nur dann übermässig, „wenn sie den Verpflichteten der Willkür eines anderen ausliefert, seine wirtschaftliche Freiheit aufhebt oder in einem Masse einschränkt, dass die Grundlagen seiner wirtschaftlichen Existenz gefährdet sind“. Weitere Hinweise auf die Rechtsprechung bei GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 663.

<sup>529</sup> In BGE 88 II 172 E. 2 S. 174 f. hat das Bundesgericht eine Stimmrechtsbindung als Bestandteil eines Aktionärbindungsvertrages als zulässig beurteilt. Da der Aktionärbindungsvertrag in seiner Gesamtheit dem Verpflichteten Vorteile brachte (Einflusschancen, Stabilität), musste dieser die Stimmrechtsbindung als Kehrseite der Medaille auch in Kauf nehmen. Zu diesem Entscheid auch DRUEY, Stimmbindung, 11.

<sup>530</sup> Gesetzliche Stimmrechtsbeschränkungen finden sich etwa in Art. 695 Abs. 1 OR (Déchargebeschluss) und in Art. 659a Abs. 1 OR (eigene Aktien der Gesellschaft). Die Statuten können gestützt auf Art. 692 Abs. 2 OR weitere Stimmrechtsbeschränkungen vorsehen.

und Zweck dieser Bestimmung verstossen, liegt darin gemäss Lehre eine unstatthafte Umgehung<sup>531</sup>.

Das Verbot der Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen ist in vorliegendem Zusammenhang nicht von Relevanz, wenn es sich beim Pfandgläubiger um einen aussenstehenden Dritten handelt. Diesfalls kommen ihm mangels Aktionärseigenschaft keine eigenen Stimmrechte zu. Demzufolge kann er selbst auch keiner Stimmrechtsbeschränkung unterliegen und eine Umgehung derselben ist damit ausgeschlossen. Auch kann es in dieser Konstellation, mangels eigener Stimmrechte des Pfandgläubigers, zu keiner Stimmenkumulation mit andern Aktionären kommen, durch welche eine statutarische Höchststimmklausel überschritten werden kann.

Ist der Pfandgläubiger indessen gleichzeitig Aktionär, so ist die Umgehung einer Stimmrechtsbeschränkung auf dem Weg der Stimmrechtsbindung denkbar: Unterliegt der Pfandgläubiger bzw. Aktionär bezüglich seiner Stimmrechte etwa einer statutarischen Höchststimmklausel<sup>532</sup> und wird mit der Stimmrechtsvereinbarung nicht nur die Risikoabsicherung des Pfandgläubigers bezweckt, sondern wird gleichzeitig auch die Umgehung der Stimmrechtsbeschränkung beabsichtigt, so wäre in dieser Konstellation von einer unstatthafte Umgehung auszugehen.

### c) Verbot des Stimmenkaufs

Unter Stimmenkauf wird eine Stimmrechtsbindung verstanden, bei der sich ein Aktionär oder mehrere Aktionäre für eine bestimmte Stimmrechtsausübung bezahlen oder einen besonderen Vorteil ausbedingen lassen. Der Stimmenkauf ist gemäss herrschender Lehre unsittlich und deshalb nichtig<sup>533</sup>.

Nach herrschender Lehre ist umstritten, was unter einem „besonderen Vorteil“ zu verstehen ist. Nach einem Teil der Lehre führt jede Gewährung eines Entgelts zur Nichtigkeit der Stimmrechtsbindung. Der entgeltliche Charakter sei nur dann nicht gegeben, „wenn eine Gefälligkeit oder eine echte Interessengemeinschaft vorliege.“<sup>534</sup> Nach einem andern Teil der Lehre liegt kein Stimmenkauf vor, „wenn sich die besonderen Vorteile aus dem Abstimmungsergebnis selbst ergeben oder die Vorteile allen Aktionären zukommen.“<sup>535</sup>

Gewährt der Pfandgläubiger dem Verpfänder ein Darlehen und wird dieses Darlehen durch Verpfändung von stimmrechtsgebundenen Aktien besichert, so liegt in der Darlehensgewährung weder eine „Bezahlung“ noch ein „besonderer Vorteil“

---

<sup>531</sup> BÖCKLI, Aktienrecht, § 12 Rz. 493 f.; HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 80 f.; APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 45; FORSTMOSER, Aktionärbindungsverträge, 377.

<sup>532</sup> Art. 692 Abs. 2 OR.

<sup>533</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 83, m.w.H.; FORSTMOSER, Aktionärbindungsverträge, 379. A.A. APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 47 f.

<sup>534</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 83, m.w.H. in FN 342.

<sup>535</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 83, m.w.H. in FN 343.

i.S. eines Stimmenkaufs. Das Darlehen wird nicht deshalb gewährt, *damit* das Stimmrecht durch den Verpfänder in einer bestimmten Weise ausgeübt wird. Vielmehr wird das Stimmrecht in einer bestimmten Weise durch den Verpfänder ausgeübt, *damit* die Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes gesichert werden kann und damit letztlich das Darlehen (in bestimmter Höhe und zu bestimmten Konditionen) gewährt wird. Die Annahme eines Stimmenkaufs in dieser Konstellation ist auch deshalb abzulehnen, weil der Verpfänder bereits aufgrund von Art. 2 Abs. 1 ZGB gehalten ist, bei der Ausübung des Stimmrechts die Werthaltigkeit des Pfandrechts zu berücksichtigen<sup>536</sup>.

#### **d) Verbot der Umgehung der Vinkulierungsordnung**

Auch für vinkulierte Namenaktien sind Stimmrechtsbindungen nach der herrschenden Lehre grundsätzlich zulässig<sup>537</sup>. Unzulässig sind indessen Stimmrechtsbindungen, mit welchen eine Umgehung der Vinkulierungsordnung beabsichtigt ist. Eine solche ist dann anzunehmen, „wenn ein eingetragener Aktionär seine Stimmen nach den Weisungen eines Dritten und in dessen Interesse ausübt, immer vorausgesetzt, dieser Dritte könnte mit den gebundenen Aktien nicht selber Aktionär werden“<sup>538</sup>. Die Umgehung von gesetzlichen Vinkulierungsbestimmungen ist widerrechtlich. Die Umgehung von statutarischen Vinkulierungsbestimmungen wird vom Bundesgericht als „rechtsmissbräuchlich und deshalb unbeachtlich“ beurteilt<sup>539</sup>.

Denkbar wäre, dass in vorliegendem Zusammenhang im Einzelfall das Verbot der Umgehung der Vinkulierungsordnung greift: Liegen vinkulierte Aktien vor und wird mit der Stimmrechtsbindung nicht nur die Risikoabsicherung des Pfandgläubigers bezweckt, sondern gleichzeitig auch die Umgehung der Vinkulierungsordnung und könnte der Pfandgläubiger aufgrund der Vinkulierung nicht zugleich auch Aktionär der gebundenen Aktien werden, so könnte darin ein Verstoss gegen das besagte Verbot liegen.

#### **e) Zwischenfazit**

Stimmrechtsbindungen zwischen dem Pfandgläubiger und dem Verpfänder sind immer dann zulässig, wenn sie allein der Risikoabsicherung des Pfandgläubigers dienen. Dass Stimmrechtsbindungen zwischen dem Pfandgläubiger und dem

---

<sup>536</sup> Zu dieser vertraglichen Nebenpflicht und insbesondere auch zur Problematik der Geltendmachung von Schadenersatz bei deren Verletzung siehe S. 85 (Schranken des Obligationenrechts).

<sup>537</sup> Siehe etwa HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 81 f.; APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 45 f.; FORSTMOSER, Aktionärbindungsverträge, 377 ff.

<sup>538</sup> FORSTMOSER, Aktionärbindungsverträge, 379 (Hervorhebung im Originaltext).

<sup>539</sup> BGE 109 II 43 E. 3b S. 46.

Verpfänder diesfalls als Verstoss gegen Art. 27 Abs. 2 ZGB zu werten sind, dürfte angesichts der bundesgerichtlichen Rechtsprechung kaum je zutreffen.

Wird mit den Stimmrechtsbindungen aber nicht allein die Risikoabsicherung bezweckt, sondern ist zudem eine Umgehung der Vinkulierungsordnung oder eine Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen beabsichtigt, so können solche Stimmrechtsbeschränkungen in gewissen Konstellationen ungültig sein. Solche Konstellationen dürften in der Praxis aber eher selten anzutreffen sein.

#### **4. Leistungsstörung und Durchsetzung**

Liegen gültige Stimmrechtsvereinbarungen vor und kommt es diesbezüglich zu Leistungsstörungen, so stellt sich die Frage nach der Durchsetzung der Stimmrechtsbindungen. Unter diesem Gesichtspunkt sind die Klage auf Realerfüllung und subsidiär dazu die Geltendmachung von Schadenersatz zu diskutieren. Denkbar ist auch, dass die Verletzung einer Stimmrechtsbindung vertraglich als Verzugsfall definiert wird, bei dessen Eintritt Verzugsfolgen ausgelöst werden.

##### **a) Realerfüllung**

Die jüngere Lehre spricht sich für die Zulässigkeit der Erfüllungsklage bei Stimmrechtsbindungen aus<sup>540</sup>. Ebenfalls mehrheitlich bejaht wird in der Lehre die Möglichkeit des vorsorglichen Rechtsschutzes zwecks Sicherstellung der Erfüllung<sup>541</sup>.

Realerfüllung ist dort in Betracht zu ziehen, wo sich der Aktionär bzw. Verpfänder vor der Abstimmung dahingehend äussert, dass er sich abredewidrig verhalten werde, oder dies schon mehrere Male getan hat. Äussert sich der Verpfänder ohne vorgängige Anzeichen bei der Abstimmung abredewidrig und fällt der Beschluss entsprechend nicht im Sinne der Stimmrechtsabrede aus, ist im Einzelfall eine erneute Traktandierung des Gegenstandes zu prüfen, um korrigierend einzuwirken<sup>542</sup>. Wenn aber durch den Beschluss Rechte Dritter begründet werden, so z.B. beim Beschluss über die Gewinnverwendung oder beim Fusionsbeschluss, dürfte eine solche Korrektur nicht mehr zulässig sein.

Die Vollstreckung von Verpflichtungen aus Stimmrechtsbindungen kann einmal mit indirektem Zwang, nämlich der Verurteilung zu einer bestimmten Stimmabgabe

---

<sup>540</sup> BSK-BAUDENBACHER, N 37 zu Art. 620 OR; HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 198 ff.; APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 58 ff.; FORSTMOSER, ABV Schnittstelle, 373; GLATTFELDER, Aktionär-Bindungsverträge, 312a.

<sup>541</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 222 ff.; APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 61; FORSTMOSER, ABV Schnittstelle, 373 f. A.M. GLATTFELDER, Aktionär-Bindungsverträge, 316a.

<sup>542</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 200 f. Eine erneute Traktandierung kommt indessen nur dann in Frage, wenn der Verpfänder mindestens 10% des Aktienkapitals vertritt (Art. 699 Abs. 3 OR).

bzw. der Unterlassung einer vertragswidrigen Stimmabgabe unter Androhung von Strafe, durchgesetzt werden<sup>543</sup>. Im Falle der Verurteilung zu einer bestimmten Stimmabgabe wird von einem überwiegenden Teil der Lehre sodann die Vollstreckung auf dem Weg der Ersatzvornahme, d.h. der Stimmabgabe durch den Pfandgläubiger, grundsätzlich bejaht<sup>544</sup>. Ersatzvornahme ist aber dann nicht möglich, wenn die Statuten die Vertretung an der Generalversammlung nur durch Aktionäre zulassen<sup>545</sup>. Schliesslich wird in der Lehre der Ersatz der Willenserklärung durch einen vollstreckbaren Entscheid als weitere Vollstreckungsmassnahme befürwortet<sup>546</sup>.

## **b) Schadenersatz**

### *aa) Problematik*

Ist Realerfüllung nicht mehr möglich, so kommt Schadenersatz in Frage: Wurde ein Stimmrecht entgegen der Stimmrechtsabrede abgegeben, so handelt es sich dabei um eine Vertragsverletzung, die grundsätzlich eine Schadenersatzpflicht nach Art. 97 Abs. 1 OR nach sich zieht. Kann der Nachweis der Anspruchsvoraussetzungen gemäss dieser Bestimmung nicht erbracht werden, ist Schadenersatz ausgeschlossen. Die Schwierigkeit wird in vorliegendem Zusammenhang hauptsächlich im Nachweis des Schadens liegen. Der Pfandgläubiger muss im Zeitpunkt der Stimmrechtsausübung dartun können, dass der Verpfänder mit überwiegender Wahrscheinlichkeit die Forderung nicht bedienen wird und es damit zur Verwertung des Pfandes mit Pfandausfall kommen wird<sup>547</sup>. Gelingt dieser Nachweis nicht, so ist die Geltendmachung von Schadenersatz nicht möglich.

### *bb) Lösungsansatz: Konventionalstrafe*

Mit der Vereinbarung einer Konventionalstrafe kann der Problematik des Schadensnachweises begegnet werden. Die Konventionalstrafe ist auch dann geschuldet, wenn dem Gläubiger kein Schaden entstanden ist<sup>548</sup>.

Konventionalstrafen sind aber nicht nur deshalb von Vorteil, weil sie bei einer Vertragsverletzung unabhängig von einem Schadensnachweis geschuldet sind<sup>549</sup>. Sie

---

<sup>543</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 213 f.; LANG, Aktionärbindungsvertrag, 93; GLATTFELDER, Aktionär-Bindungsverträge, 319a.

<sup>544</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 214 f.; GLATTFELDER, Aktionär-Bindungsverträge, 318a f.; LANG, Aktionärbindungsvertrag, 92.

<sup>545</sup> Art. 689 Abs. 2 OR. Siehe dazu HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 215.

<sup>546</sup> HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 216 f.

<sup>547</sup> Siehe dazu S. 85 (Schranken des Obligationenrechts).

<sup>548</sup> Art. 161 Abs. 1 OR. Darin unterscheidet sich die Konventionalstrafe insbesondere von der Schadenspauschale: Diese setzt den Eintritt eines Schadens voraus, soll aber dem Gläubiger u.a. den Nachweis des Schadensumfangs erleichtern oder ersparen, siehe BENTELE, Konventionalstrafe, 19 f.

eigenen sich auch als Sicherungsmassnahme: Sind sie genügend hoch angesetzt, so kann damit Druck auf den Verpfänder ausgeübt werden, damit dieser die vertragliche Verpflichtung und damit die Stimmrechtsbindung einhält. Eine effektive Sicherung dahingehend, dass durch die Konventionalstrafe die Stimmrechtsbindung tatsächlich eingehalten wird, besteht freilich nicht.

Zu beachten ist, dass zu hohe Konventionalstrafen durch den Richter herabgesetzt werden können<sup>550</sup>. Das Bundesgericht nimmt indessen eine Herabsetzungsmöglichkeit nur mit Zurückhaltung an, da vom Grundsatz der Vertragsfreiheit auszugehen ist und eine Konventionalstrafe grundsätzlich in beliebiger Höhe angesetzt werden kann<sup>551</sup>.

### c) Verzugsfall

Dienen Aktien zur Besicherung eines Darlehens, so wird die Verletzung der im Pfandvertrag enthaltenen Stimmrechtsbindung im Darlehensvertrag regelmässig als Verzugsfall (*Event of Default*) definiert.

An den Verzugsfall, d.h. die Verletzung der Stimmrechtsbindung, werden verschiedene Verzugsfolgen geknüpft sein, so z.B. die Kündbarkeit des Darlehens, die Verwertbarkeit des Aktienpfandes und der Übergang der Stimmrechte auf den Pfandgläubiger<sup>552</sup>. Wird eine Stimmrechtsvereinbarung verletzt, so wird der Pfandgläubiger deshalb regelmässig berechtigt sein, das Darlehen fällig zu stellen und die Sicherheiten zu verwerten. Dieser Mechanismus dient dem Pfandgläubiger nicht nur zur Sicherheit, sondern zeitigt im Hinblick auf die Verletzung von Stimmrechtsbeschränkungen regelmässig auch präventive Wirkung.

<sup>549</sup> Siehe S. 128 (Schadenersatz).

<sup>550</sup> Art. 161 Abs. 3 OR.

<sup>551</sup> Siehe BGer 4C.143/2003 vom 14. Oktober 2003 E. 7.

<sup>552</sup> Zur Verbindung der Kündbarkeit des Darlehens (*Acceleration*) mit Stimmrechtsbindungen vgl. VON SALIS, Finanzierungsverträge, N 1427. Eine entsprechende Verknüpfung sieht das *LMA Standard Multicurrency Term and Revolving Facilities Agreement* (Stand: Februar 2008) vor: „23 Events of Default: Each of the events or circumstances set out in Clause 23 is an Event of Default (save for Clause 23.13 [Acceleration]). (...) 23.32 Other Obligations: (a) An Obligor does not comply with any provisions of the Finance Documents (...). 23.13 Acceleration: On and at any time after the occurrence of an Event of Default (...) the Agent may, and shall if so directed by the Majority Lenders, by notice to the Company: (a) cancel the Total Commitments whereupon they shall immediately be cancelled; (b) declare that all or part of the Loans, together with accrued interest, and all other amounts accrued or outstanding under the Finance Documents be immediately due and payable, whereupon they shall become immediately due and payable; and/or (c) declare that all or part of the Loans be payable on demand, whereupon they shall immediately become payable on demand by the Agent on the instructions of the Majority Lenders.“



## 5. Wirkungsgrenzen

Die Wirkung von Stimmrechtsbindungen ist in zweifacher Hinsicht begrenzt: Einmal ist vorausgesetzt, dass der Verpfänder überhaupt über eine massgebliche Stimmkraft verfügt. Sodann zeitigen Stimmrechtsbindungen nur Wirkungen *inter partes*.

### a) Massgebliche Stimmkraft

Stimmrechtsbindungen können überhaupt nur dann gezielte Wirkungen zeitigen, wenn der Verpfänder über eine Stimmkraft im Umfang der Quoren von Art. 703 f. OR verfügt. Andernfalls vermag er die Beschlussfassung in der Generalversammlung nicht zwingend zu beeinflussen<sup>553</sup>.

### b) Inter partes-Wirkung

#### aa) Problem: Veräusserung der verpfändeten Aktien

Stimmrechtsbindungen vermögen gemäss herrschender Lehre und Rechtsprechung nur Wirkungen zwischen den Vertragsparteien zu entfalten, somit zwischen dem Aktionär bzw. Verpfänder und dem Pfandgläubiger<sup>554</sup>. Veräussert der Verpfänder die verpfändeten Aktien an einen Dritten, so ist dieser Dritte gegenüber dem Pfandgläubiger nicht an die Stimmrechtsbindung gebunden<sup>555</sup>.

#### bb) Lösung: obligatorisches Veräusserungsverbot

Stimmrechtsbindungen bringen die gewünschte Sicherheit aufgrund der *inter partes*-Wirkung nur zusammen mit einem obligatorischen Veräusserungsverbot betreffend die verpfändeten Aktien. Solche obligatorischen Veräusserungsverbote sind in den Schranken von Art. 27 Abs. 2 ZGB zulässig<sup>556</sup>. Veräusserungsverbote tangieren die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit. Soweit es um deren Einschränkung geht, nimmt das Bundesgericht einen Verstoss gegen Art. 27 Abs. 2 ZGB nur mit Zurückhaltung an<sup>557</sup>. Entsprechend ist nicht leichthin davon auszugehen, dass obligatorische Veräusserungsverbote gegen diese Bestimmung verstossen.

---

<sup>553</sup> Verfügt der Verpfänder nicht über die massgebliche Stimmkraft, so ist dennoch denkbar, dass er, je Stimmverhältnis an der Generalversammlung, im Einzelfall als „Zünglein an der Waage“ die Beschlussfassung im Sinne der Stimmrechtsvereinbarung zu beeinflussen vermag.

<sup>554</sup> Zur *inter partes*-Wirkung von Stimmrechtsbindungen siehe FISCHER, Aktionärbindungsverträge, 22 f., m.w.H.

<sup>555</sup> Zur Möglichkeit der Veräusserung des Pfandgegenstandes trotz Bestand des Pfandrechts BK-ZOBL, N 937 zu Art. 884 ZGB.

<sup>556</sup> Siehe HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, 121 f.

<sup>557</sup> Siehe FN 528.

Veräussert der Verpfänder die Aktien trotz obligatorischen Veräusserungsverbots und ist Realerfüllung nicht mehr möglich, so wird er schadenersatzpflichtig, sofern dem Pfandgläubiger der Nachweis der Anspruchsvoraussetzungen gemäss Art. 97 Abs. 1 OR gelingt. Da der Schadensnachweis regelmässig mit Schwierigkeiten verbunden sein wird, ist die Vereinbarung einer Konventionalstrafe zu prüfen; sie entbindet von einem Schadensnachweis<sup>558</sup>. In Betracht zu ziehen ist zudem die vertragliche Ausgestaltung des Verstosses gegen das obligatorische Veräusserungsverbot als Verzugstatbestand (*Event of Default*), verbunden mit der Berechtigung, das Darlehen zu kündigen und die Sicherheiten zu verwerten<sup>559</sup>.

## 6. Vertragliche Ausgestaltung

Generalversammlungsbeschlüsse können mit dem Kerninteresse des Pfandgläubigers an der Werterhaltung des Pfandrechts mannigfach im Widerspruch stehen. So wurde im Zusammenhang mit Kapitalveränderungen und der Fusion der gesetzliche Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers als unzureichend beurteilt und auf die Notwendigkeit der Vertragsgestaltung im Interesse des Pfandgläubigers hingewiesen. Eine Möglichkeit der vertraglichen Ausgestaltung im Interesse des Pfandgläubigers liegt in der Form von Stimmrechtsbindungen. Wie dargelegt, sind diese in vorliegendem Zusammenhang in weitem Umfang zulässig.

Nachfolgend soll eine mögliche Ausgestaltung einer Stimmrechtsbindung aufgezeigt werden. Ausgegangen wird dabei davon, dass das Aktienpfand zur Besicherung einer Darlehensforderung dient:

### A. Darlehensvertrag

#### X. Verzug

##### X.1 Verzugsfälle

Jedes der nachfolgend genannten Ereignisse führt zu einem Verzug und berechtigt den Darlehensgeber, die Verzugsfolgen gemäss Ziff. X.2 zu ergreifen:

a) Der Darlehensnehmer erfüllt seine Pflichten unter dem Pfandvertrag nicht.

b) (...)

##### X.2 Verzugsfolgen

Sollte eines der unter Ziff. X.1 erwähnten Ereignisse eintreten, so hat der Darlehensgeber das Recht, eine oder mehrere der nachfolgenden Verzugsfolgen zu ergreifen:

a) Kündigung des Darlehens

b) Freihändige Verwertung der Sicherheiten

<sup>558</sup> Siehe S. 128 (Lösungsansatz: Konventionalstrafe).

<sup>559</sup> Siehe S. 129 (Verzugsfall).

c) (...)

B. Pfandvertrag

Y. Pflichten des Verpfänders

Y.1 Ausübung des Stimmrechts gemäss Stimmrechtsbindung

Während der Dauer dieses Vertrages verpflichtet sich der Verpfänder, seine Stimme an der Generalversammlung der Gesellschaft ohne anderslautende vorgängige schriftliche Zustimmung des Pfandgläubigers so auszuüben, dass die Gesellschaft ihr Aktienkapital nicht erhöht.<sup>560</sup>

Y.2 Veräusserungsverbot

Der Verpfänder wird während der Dauer dieses Vertrages ohne vorgängige schriftliche Zustimmung des Pfandgläubigers keine Verfügungen über die verpfändeten Aktien treffen.

Z. Konventionalstrafe

Verletzt der Verpfänder eine oder mehrere seiner Pflichten gemäss Ziff. Y, so bezahlt er eine Konventionalstrafe von CHF (...) pro Verletzungsfall.

## 7. Zwischenergebnis

Es wurde dargelegt, dass Stimmrechtsbindungen zwischen dem Pfandgläubiger und dem Verpfänder immer dann zulässig sind, wenn sie allein der Risikoabsicherung des Pfandgläubigers und damit der Schonung der Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes dienen. Dass Stimmrechtsbindungen zwischen dem Pfandgläubiger und dem Verpfänder diesfalls als Verstoss gegen Art. 27 Abs. 2 ZGB zu werten sind, dürfte angesichts der bundesgerichtlichen Rechtsprechung kaum je zutreffen. Wird mit der Stimmrechtsbindung aber nicht allein die Risikoabsicherung bezweckt, sondern ist zudem eine Umgehung der Vinkulierungsordnung oder eine Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen beabsichtigt, so können solche Stimmrechtsbeschränkungen in gewissen, in der Praxis indessen wohl eher selten anzutreffenden Konstellationen ungültig sein.

Stimmrechtsbindungen wirken allein *inter partes*, weshalb sie erst mit einem obligatorischen Veräusserungsverbot hinsichtlich der verpfändeten Aktien ihre Wirkung entfalten können. Für den Fall der Verletzung der Stimmrechtsbindung oder des Veräusserungsverbotess sind die Vereinbarung einer Konventionalstrafe oder die Ausgestaltung der entsprechenden Verletzung als Verzugsfall in Betracht zu ziehen: Die Vereinbarung einer Konventionalstrafe entbindet den Pfandgläubiger vom Schadensnachweis im Verletzungsfall. Die Ausgestaltung des Verletzungstatbestan-

---

<sup>560</sup> Für den Fall der Kapitalherabsetzung: „ihr Aktienkapital nicht herabsetzt“; für den Fall der Fusion: „nicht mit einer andern juristischen Person fusioniert“.

des als Verzugsfall kann dem Pfandgläubiger ermöglichen, das Darlehen fällig zu stellen und das Pfand zu verwerten.

Massgebliche Stimmkraft des Verpfänders vorausgesetzt, ist die Stimmrechtsbindung in Verbindung mit einem obligatorischen Veräusserungsverbot als effektive Vertragsgestaltungsmöglichkeit zu beurteilen.

#### **IV. Pfandgläubigerschutz durch Nachdeckungsklausel**

Dem Risiko einer Wertverminderung bezüglich des Pfandgegenstandes kann auf dem Weg einer vertraglichen Nachdeckungsklausel (*Margin Call*) begegnet werden.

##### **1. Inhalt**

Die Nachdeckungsklausel beinhaltet die Pflicht des Verpfänders, bei eingetretener oder drohender Wertverminderung des Pfandgegenstandes die Sicherheit zu verbessern oder Abzahlung zu leisten<sup>561</sup>. Ohne entsprechende Vereinbarung kann die Bank keine Nachdeckungspflicht geltend machen<sup>562</sup>.

##### **2. Leistungsstörung und Durchsetzung**

Wird einer Nachdeckungsklausel nicht Folge geleistet, so kann der Pfandgläubiger Betreuung auf Sicherheitsleistung einleiten<sup>563</sup>. Eine solche ist indessen nur möglich, „falls neben anderen möglichen Sicherheiten auch die Möglichkeit besteht, die Sicherheit aufgrund gesetzlicher Vorschrift oder gemäss Richterspruch oder Vereinbarung in Geld zu leisten bzw. falls die Form der Sicherheitsleistung unbestimmt ist (...). Die Sicherheit kann dann durch Bezahlung einer Geldsumme, aber auch auf andere Weise geschehen“<sup>564</sup>. Falls die Sicherheitsleistung nicht in der Form einer Geldsumme geleistet werden kann, ist die Einleitung einer Betreuung auf Sicherheitsleistung ausgeschlossen<sup>565</sup>. Diesfalls lässt sich die Pflicht mit den Mitteln des Zivilprozesses durchsetzen<sup>566</sup>.

Beide Varianten, Betreuung auf Sicherheitsleistung und zivilprozessuale Durchsetzung von Nachdeckungsklauseln, dürften in der Praxis gerade bei Darlehensverträgen kaum je aktuell werden<sup>567</sup>. Vielmehr ist die Verletzung der Nachdeckungs-

---

<sup>561</sup> ZK-OFTINGER/BÄR, N 108 zu Art. 884 ZGB; BK-ZOBL, N 392 zu Art. 884 ZGB (unterscheidend in Nachdeckungs- und Eindeckungsklausel); EMCH/BENZ/ARPAGAUS, Bankgeschäft, N 732.

<sup>562</sup> BK-ZOBL, N 392 zu Art. 884 ZGB.

<sup>563</sup> Art. 38 Abs. 1 SchKG.

<sup>564</sup> Komm. SchKG-ACOCELLA, N 18 zu Art. 38 SchKG, m.w.H.

<sup>565</sup> Komm. SchKG-ACOCELLA, N 17 zu Art. 38 SchKG.

<sup>566</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil, N 1269; ZK-OFTINGER/BÄR, Systematischer Teil, N 342.

<sup>567</sup> KADERLI, Bankkredit, 36; ZK-OFTINGER/BÄR, Systematischer Teil, N 342.

klausel regelmässig vertraglich als Verzugsfall (*Event of Default*) ausgestaltet. An den Verzugsfall, d.h. die Verletzung der Nachdeckungspflicht, werden verschiedene Verzugsfolgen geknüpft<sup>568</sup>. So wird die Bank regelmässig berechtigt sein, das Darlehen sofort fällig zu stellen und die Pfänder zu verwerten<sup>569</sup>.

Zu prüfen ist sodann im Einzelfall die Vereinbarung einer Konventionalstrafe bei Verletzung der Nachdeckungsklausel: Nicht nur entfällt damit die Problematik des Schadensnachweises. Die Konventionalstrafe kann auch präventive Wirkung zeigen<sup>570</sup>.

### 3. Vertragliche Ausgestaltung

Generalversammlungsbeschlüsse können mit dem Kerninteresse des Pfandgläubigers an der Werterhaltung bezüglich des Pfandgegenstandes kollidieren, was am Beispiel der Kapitalveränderung und der Fusion aufgezeigt worden ist. Der gesetzliche Schutz der Rechtsstellung des Pfandgläubigers wurde als unzureichend beurteilt und auf die Notwendigkeit der Vertragsgestaltung im Interesse des Pfandgläubigers hingewiesen. Nachdeckungsklauseln bieten sich an, um dem Interesse des Pfandgläubigers an der Werterhaltung Rechnung zu tragen.

Aufgrund des Gesagten kann sich folgende vertragliche Ausgestaltung der Nachdeckungsklausel ergeben. Ausgegangen wird dabei, dass das Aktienpfand zur Besicherung einer Darlehensforderung dient:

A. Darlehensvertrag

X. Verzug

X.1 Verzugsfälle

Jedes der nachfolgend genannten Ereignisse führt zu einem Verzug und berechtigt den Darlehensgeber, die Verzugsfolgen gemäss Ziff. X.2 zu ergreifen:

- a) Der Darlehensnehmer erfüllt seine Pflichten unter dem Pfandvertrag nicht.
- b) (...)

X.2 Verzugsfolgen

Sollte eines der unter Ziff. X.1 erwähnten Ereignisse eintreten, so hat der Darlehensgeber das Recht, eine oder mehrere der nachfolgenden Verzugsfolgen zu ergreifen:

- a) Kündigung des Darlehens
- b) Freihändige Verwertung der Sicherheiten
- c) (...)

---

<sup>568</sup> Siehe dazu S. 129 (Verzugsfall).

<sup>569</sup> BK-ZOBL, N 392 zu Art. 884 ZGB; EMCH/BENZ/ARPAGAUS, Bankgeschäft, N 732.

<sup>570</sup> Siehe S. 128 (Lösungsansatz: Konventionalstrafe).

B. Pfandvertrag

Y. Pflichten des Verpfänders

Y.1 Nachdeckungspflicht

Der Pfandgläubiger ist berechtigt, den Verpfänder aufzufordern, zusätzliche Deckung anzuschaffen oder die durch das Pfandrecht gesicherte Schuld entsprechend abzuführen, wenn der Wert des Aktienpfandes sinkt oder wenn der Deckungsüberschuss nicht mehr ausreichend ist.

Y.2 (...)

Z. Konventionalstrafe

Verletzt der Verpfänder seine Pflichten gemäss Ziff. Y, so bezahlt er eine Konventionalstrafe von CHF (...) pro Verletzungsfall.

#### 4. Zwischenergebnis

Mit einer Nachdeckungsklausel kann dem Risiko der sinkenden Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes begegnet werden.

Nachdeckungsklauseln werden bei Leistungsstörungen nur selten auf dem Weg der Betreuung auf Sicherheitsleistung oder im Zivilprozess geltend gemacht. Weit häufiger werden sie als Verzugsfall ausgestaltet. Bei Verletzung der Nachdeckungspflicht wird der Pfandgläubiger regelmässig zur Fälligestellung des Darlehens bzw. zur Verwertung der Sicherheiten berechtigt sein. Die Vereinbarung einer Konventionalstrafe entbindet den Pfandgläubiger vom Schadensnachweis und kann Präventivwirkung entfalten.

## V. Ergebnisse

Der gesetzliche Schutz des Pfandrechts bei der Entstehung und der Durchführung von Generalversammlungsbeschlüssen wurde als unzureichend beurteilt. Ausgangspunkt der Untersuchung in diesem Paragrafen bildete daher die Frage, inwiefern Generalversammlungsbeschlüssen, welche dem Kerninteresse des Pfandgläubigers an der Werterhaltung bezüglich des Pfandgegenstandes abträglich sind, durch Vertragsgestaltung begegnet werden können. Die Ergebnisse der Untersuchung können folgendermassen zusammengefasst werden:

1. Der Stimmrechtsvollmacht muss die Eignung für vorliegende Zwecke aus zwei Gründen abgesprochen werden: Einmal muss der Vertreter bzw. Pfandgläubiger bei der Stimmrechtsausübung die Weisungen des Vertretenen bzw. Verpfänders befolgen. Zwar beeinträchtigt eine weisungswidrige Stimmabgabe die Gültigkeit des Beschlusses nicht, kann aber zu einer Schadenersatzpflicht des Pfandgläubigers führen. Sodann ist die Vollmacht seitens des Verpfänders jederzeit widerrufbar. Aus der Sicht des Pfandgläubigers besteht demnach das Risiko, dass gerade

bei wichtigen Entscheiden der Verpfänder die Vollmacht widerruft und das Stimmrecht selbst ausübt.

2. Durch Stimmrechtsbindungen zwischen dem Verpfänder und dem Pfandgläubiger kann der Interessenlage des Pfandgläubigers Rechnung getragen werden, sofern dem Verpfänder massgebliche Stimmkraft zukommt. Solche Stimmrechtsbindungen sind zulässig, wenn sie allein der Risikoabsicherung des Pfandgläubigers und damit der Schonung der Werthaltigkeit des Pfandgegenstandes dienen. Dass Stimmrechtsbindungen diesfalls als Verstoss gegen Art. 27 Abs. 2 ZGB zu werten sind, dürfte angesichts der bundesgerichtlichen Rechtsprechung kaum je zutreffen. Wird mit den Stimmrechtsbindungen aber nicht allein die Risikoabsicherung bezweckt, sondern ist auch eine Umgehung der Vinkulierungsordnung oder eine Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen beabsichtigt, so können solche Stimmrechtsbeschränkungen in gewissen Konstellationen ungültig sein. Da Stimmrechtsbindungen allein *inter partes* wirken, sind sie mit einem obligatorischen Veräusserungsverbot hinsichtlich der verpfändeten Aktien zu verbinden. Für den Fall der Verletzung der Stimmrechtsbindung oder des Veräusserungsverbotes sind die Vereinbarung einer Konventionalstrafe oder die Ausgestaltung der entsprechenden Verletzung als Verzugsfall in Betracht zu ziehen: Die Vereinbarung einer Konventionalstrafe entbindet den Pfandgläubiger vom Schadensnachweis im Verletzungsfall. Die Ausgestaltung des Verletzungstatbestandes als Verzug kann dem Pfandgläubiger ermöglichen, das Darlehen fällig zu stellen bzw. das Pfand zu verwerten.
3. Auch Nachdeckungsklauseln dienen dem Kerninteresse des Pfandgläubigers in der Bestandesphase, nämlich der Werterhaltung des Pfandgegenstandes. Um dem schwierigen Schadensnachweis im Verletzungsfall zu begegnen, kann eine Konventionalstrafe vereinbart werden. Regelmässig wird die Verletzung der Nachdeckungsklausel als Verzugsfall definiert. Der Pfandgläubiger ist damit beispielsweise zur Fälligestellung des Darlehens bzw. zur Verwertung der Sicherheiten berechtigt.

---

## VIERTER TEIL: ÜBERTRAGUNGSPHASE

Der vierte Teil der Untersuchung widmet sich der Übertragung der Pfandforderung (und damit des akzessorischen Pfandrechts) auf einen neuen Gläubiger. Während solche Übertragungsvorgänge in pfandrechtlicher Hinsicht in Zweiparteienverhältnissen als weitgehend unproblematisch zu beurteilen sind, sind Übertragungsvorgänge mit mehreren Gläubigern aus der Sicht des neuen Gläubigers risikobehaftet. Solche Übertragungskonstellationen mit einer Gläubigermehrheit sind in der Praxis im Zusammenhang mit Konsortialdarlehen häufig anzutreffen.

Ausgehend davon sollen folgende Fragen in diesem vierten Teil behandelt werden: *Wie gestaltet sich die Rechtsstellung des Pfandgläubigers in seiner Eigenschaft als Neukonsorte bei Konsortialdarlehen, die mittels Pfandrecht an Aktien besichert werden? Tragen die in der Praxis verwendeten Vertragskonzepte (Future-Pledgee-Konzept, Parallel-Debt-Konzept und Joint-Creditor-Konzept) seinen Interessen hinreichend Rechnung und sind diese Modelle mit schweizerischem Recht vereinbar?*



## § 9 Pfandrecht und Konsortialdarlehen

Wird ein Darlehen nicht von einer Bank allein, sondern von einem Bankenkonsortium<sup>571</sup> gewährt, so liegt ein Konsortialdarlehen vor. Die Gründe für die Bildung von Bankenkonsortien zwecks Darlehensgewährung sind mannigfach: So kann das Darlehen etwa die Finanzkraft einer einzelnen Bank übersteigen oder die Eigenkapitalbasis übermässig beanspruchen<sup>572</sup>. In den meisten Fällen werden Konsortien aber zwecks Risikominderung geschlossen<sup>573</sup>.

Konsortialdarlehen sind regelmässig (auch) mit Pfandrechten an Aktien besichert<sup>574</sup>. Davon wird nachfolgend ausgegangen. Es wird zu zeigen sein, dass eine pfandrechtliche Besicherung aus der Sicht eines Neukonsortens mit erheblichen Risiken verbunden ist, denen auf vertraglicher Ebene begegnet werden muss.

In einem ersten Schritt ist darzulegen, was unter dem Begriff „Neukonsorte“ im Rahmen der vorliegenden Untersuchung verstanden wird. Es ist ferner aufzuzeigen, in welchen Syndizierungskonstellationen Neukonsortien auftreten. Sodann werden die pfandrechtlichen Risiken eines Neukonsortens diskutiert, um daran die Diskussion anzuschliessen, inwiefern die in der Praxis entwickelten Vertragsmodelle diesen Risiken entgegenzuwirken vermögen. Zu untersuchen ist dabei auch, ob diese im internationalen Kontext entwickelten Vertragsmodelle unter schweizerischem Recht als rechtsgültig zu beurteilen sind.

---

<sup>571</sup> Unter einem Bankenkonsortium versteht man eine Verbindung von zwei oder mehreren Banken zur Erreichung eines gemeinsamen Zwecks unter einheitlicher Leitung, vgl. KOHLER, Konsortium, 25. Bei Bankenkonsortien nach schweizerischem Recht handelt es sich nach der h.L. um einfache Gesellschaften i.S.v. Art. 530 OR, siehe etwa KOHLER, Konsortium, 32, 47; BIERI, Konsortium, 153; FRANCONI, Konsortialverträge, 6; MALACRIDA, Konsortialvertrag, 199. Die Begriffe „(Banken-)Konsortium“ und „(Banken-)Syndikat“ werden in der Lehre uneinheitlich, meist aber synonym verwendet, siehe MALACRIDA, Konsortialvertrag, 193. Indessen sprechen MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE von einem Syndikat, wenn es sich um einen dauernden Zusammenschluss handelt, während ein Konsortium einen vorübergehenden Zusammenschluss im Hinblick auf die Effektausgabe indiziert, MEYER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 20 Rz. 75. Von der inhaltlichen Gleichstellung der Begriffe wird auch nachfolgend ausgegangen, indessen einheitlich der Begriff „Konsortium“ verwendet.

<sup>572</sup> KOHLER, Konsortium, 39.

<sup>573</sup> KOHLER, Konsortium, 39; BÖTTCHER, Kreditsicherung, 186 f.

<sup>574</sup> Zur Bedeutung der akzessorischen Sicherheiten, insbesondere der Geschäftsanteilsverpfändung, siehe etwa BÖTTCHER, Kreditsicherung, 193. Insbesondere auch HARPERING, Syndicated Loans, 2 mit dem Hinweis, dass der Begriff der Syndizierung bzw. des syndizierten Kredits international nicht einheitlich belegt ist.

## I. Neukonsorten im Syndizierungsprozess

### 1. Begriff des Neukonsorten

Der Begriff des Neukonsorten ist eng mit demjenigen der Syndizierung verknüpft. Dabei ist vorweg zu nehmen, dass der Begriff der Syndizierung international nicht einheitlich belegt ist. In nachfolgendem Zusammenhang wird unter Syndizierung die Übertragung von Darlehensteilforderungen und damit die Ausplatzierung des entsprechenden Kreditrisikos von einer Konsortialbank auf eine andere Bank, unter deren gleichzeitigen Einbindung in das Bankenkonsortium, verstanden<sup>575</sup>. Die den ausplatzierten Darlehensteil übernehmende und damit in das Konsortium neu eingebundene Bank wird nachfolgend als Neukonsorte bezeichnet.

### 2. Relevante Syndizierungskonstellationen

Neukonsorten treten in der Syndizierungspraxis in folgenden zwei Konstellationen in Erscheinung:

Zum einen sind Konstellationen denkbar, in denen eine einzelne Bank, meist die federführende Bank, in einem ersten Schritt das gesamte Finanzierungsvolumen übernimmt. Die Syndizierung schliesst daran an, indem diese Bank in einem zweiten Schritt einen Teil der Darlehensforderung auf einen oder mehrere Neukonsorten ausplatziert<sup>576</sup>. Zum andern steht der Kreis der Konsorten in einem bestehenden Konsortium regelmässig nicht für die gesamte Laufzeit des Darlehens fest. Es kann zu einem personellen Wechsel im Konsortium und damit zu einer Ausplatzierung eines Darlehensteils kommen, indem ein bestehender Konsorte aus dem Konsortium ausscheidet und ein Neukonsorte an seine Stelle tritt<sup>577</sup>.

Diese soeben dargelegten Syndizierungskonstellationen werden den nachfolgenden Ausführungen zugrunde gelegt.

## II. Risiken des Neukonsorten

### 1. Risiko der Syndizierung durch *Novation*

Wie zu zeigen sein wird, erfolgt die Ausplatzierung eines Darlehenteils auf einen Neukonsorten<sup>578</sup> gerade in internationalen Syndizierungsverhältnissen vornehmlich auf dem Weg der *Novation*. Diese Syndizierungstechnik ist für den Neukonsorten in

---

<sup>575</sup> Ähnlich auch BÖTTCHER, *Kreditsicherung*, 187, 191; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 238; HARPERING, *Syndicated Loans*, 2 (mit Hinweisen auf weitere Begriffsbeschreibungen).

<sup>576</sup> Zu dieser Konstellation: BÖTTCHER, *Kreditsicherung*, 187; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 242 ff.

<sup>577</sup> Zu dieser Konstellation: FÖRL, *RNotZ*, 433.

<sup>578</sup> Zu den Syndizierungskonstellationen, bei denen Neukonsorten eingebunden werden, siehe S. 139 (Relevante Syndizierungskonstellationen).

pfandrechtlischer Hinsicht als kritisch zu beurteilen: Ohne vertragliche Massnahmen erlangt er kein Pfandrecht, das mit den Pfandrechten der bestehenden Konsorten im gleichen Rang steht. Die Einzelheiten dieses Risikos sind nachfolgend zu erläutern:

**a) Entstehung**

Die Syndizierungspraxis kennt im Wesentlichen drei Syndizierungstechniken, d.h. drei Arten der Ausplazierung eines Darlehensteils auf einen Neukonsorten: Die Vertragsübernahme (*Assumption*), die Zession (*Assignment*) und die Novation (*Novation*)<sup>579</sup>.

In pfandrechtlischer Hinsicht ist allein die Novationstechnik als kritisch zu beurteilen<sup>580</sup>. Während in schweizerischen Konsortialverhältnissen auf die beiden andern Syndizierungstechniken ausgewichen wird, findet in internationalen Konsortialdarlehensverträgen regelmässig die angelsächsische *Novation* Anwendung<sup>581</sup>. Dies ist einmal darauf zurückzuführen, dass das angelsächsische Recht häufig den kleinsten gemeinsamen Nenner zwischen internationalen, auch nicht angloamerikanischen Vertragspartnern darstellt<sup>582</sup>. Demzufolge unterstehen in internationalen Verhältnis-

---

<sup>579</sup> APFELBAUM, Mitgliedschaft, 238; BÖTTCHER, Kreditsicherung, 191; FÖRL, RNotZ, 433 f.

<sup>580</sup> So auch HOFFMANN, WM 2009, 1453.

<sup>581</sup> Siehe die Formulierung im LMA *Multicurrency Term and Revolving Facilities Agreement*, Stand Februar 2008): „24.1 Assignments and transfers by the Lenders: Subject to this Clause 24, a Lender (...) may: (...) (b) transfer by novation any of its rights and obligations, to another bank or financial institution or a trust, fund or other entity which is regularly engaged in or established for the purpose of making, purchasing or investing in loans, securities or other financial assets (...). 24.5 Procedure for transfer: (...) (c) On the Transfer Date: (i) to the extent that in the Transfer Certificate the Existing Lender seeks to transfer by novation its rights and obligations under the Finance Documents each of the Obligors and the Existing Lender shall be released from further obligations towards one another under the Finance Documents and their respective rights against one another under the Finance Documents shall be cancelled (...); (ii) each of the Obligors and the New Lender shall assume obligations towards one another and/or acquire rights against one another which differ from the Discharged Rights and Obligations only insofar as that Obligor and the New Lender have assumed and/or acquired the same in place of that Obligor and the Existing Lender; (iii) the Agent, the Arranger, the New Lender and other Lenders shall acquire the same rights and assume the same obligations between themselves as they would have acquired and assumed had the New Lender been an Original Lender with the rights and/or obligations acquired or assumed by it as a result of the transfer and to that extent the Agent, the Arranger and the Existing Lender shall each be released from further obligations to each other under the Finance Documents; and (iv) the New Lender shall become a Party as a Lender“.

<sup>582</sup> BÖTTCHER, Kreditsicherung, 192.

sen sowohl der Konsortialdarlehens- als auch der Konsortialvertrag<sup>583</sup>, und damit auch die Syndizierungstechnik, regelmässig angelsächsischem Recht, während allein die Sicherheitenverträge (u.a. Pfandverträge) schweizerischem Recht unterstehen<sup>584</sup>. Findet angelsächsisches Recht auf den Konsortialdarlehens- bzw. Konsortialvertrag Anwendung, so ergibt sich der Vorrang der *Novation* gegenüber anderen Syndizierungstechniken daraus, dass sich die Abtretung (*Assignment*) nach englischem Recht als Syndizierungstechnik kaum eignet: Das *Legal Assignment*<sup>585</sup> ist an strenge Formvorschriften gebunden und auf die Abtretung von Teilforderungen nicht anwendbar<sup>586</sup>. Das *Equitable Assignment* eignet sich deshalb nicht, weil der Zessionar die Forderung nicht in eigenem Namen einklagen kann<sup>587</sup>. Die *Novation* wird aber insbesondere auch deshalb gewählt, weil nach einigen Rechtsordnungen die an eine Abtretung anknüpfende Steuer auf diesem Weg vermieden werden kann<sup>588</sup>.

Die angelsächsische *Novation* unterscheidet sich von der *Novation* i.S.v. Art. 116 Abs. 1 OR in diverser Hinsicht. Mit Bezug auf die akzessorischen Sicherheiten bewirken beide Rechtsinstitute im Resultat aber dasselbe: Sowohl zufolge einer *Novation* als auch zufolge einer *Novation* gehen die auf die novierte Forderung bestellten akzessorischen Sicherheiten unter<sup>589</sup>. Die angloamerikanische Rechtsfigur der *Novation* bewirkt nämlich die Aufhebung des alten Schuldverhältnisses, welches durch ein neues ersetzt wird.

**b) Auswirkung auf die Rechtsstellung des Neukonsorten: keine gleichrangige Pfandbesicherung von Gesetzes wegen**

Soeben wurde dargelegt, dass im Zuge der angelsächsischen *Novation* das novierte Schuldverhältnis *de jure* erlischt. Damit erlöschen auch die auf die novierte Forde-

<sup>583</sup> Im angelsächsischen Rechtsraum sind Konsortialbestimmungen typischerweise Teil des Konsortialdarlehensvertrages. Denkbar ist aber auch die urkundliche Trennung von Konsortial- und Konsortialdarlehensvertrag, siehe APFELBAUM, Mitgliedschaft, 238.

<sup>584</sup> Das für die Bestellung von Kreditsicherheiten massgebliche Recht folgt der Überlegung, welches Recht von den später zuständigen Vollstreckungsgerichten angerufen wird (*lex fori*). Siehe auch (für das deutsche Recht) WILLER, AcP 2009, 808; HOFFMANN, WM 2009, 1452.

<sup>585</sup> Section 136 (Legal assignments of things in action) des englischen Law of Property Act von 1925.

<sup>586</sup> WILLER, AcP 2009, 810; HARPERING, Syndicated Loans, 67.

<sup>587</sup> WILLER, AcP 2009, 810; BÖTTCHER, Kreditsicherung, 192; HARPERING, Syndicated Loans, 69 f.

<sup>588</sup> APFELBAUM, Mitgliedschaft, 241; SCHRELL/KIRCHNER, ZBB, 230; DANIELEWSKY/DETTMAR, WM 2008, 714.

<sup>589</sup> Zur *Novation*: DANIELEWSKY/DETTMAR, WM 2008, 714; HOFFMANN, WM 2009, 1453; WILLER, AcP 2009, 810; HARPERING, Syndicated Loans, 61; BÖTTCHER, Kreditsicherung, 191. Zur *Novation* siehe Art. 114 Abs. 1 OR. Siehe dazu auch GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT II, N 3150; SCHWENZER, OR AT, N 80.04.

rung bestellten akzessorischen Sicherheiten, so das Pfandrecht<sup>590</sup>. Erfolgt die Syndizierung durch *Novation*, so ist die auf den Neukonsorten ausplatzierte Darlehensforderung entsprechend nicht mehr pfandrechlich besichert.

Für das unter schweizerischem Recht errichtete Aktienpfand gilt Folgendes: Nebst Aufwand und Mehrkosten geht eine Neubestellung des Pfandrechts aufgrund gesetzlicher Konzeption mit einer rangmässigen Schlechterstellung des Neukonsorten einher, da das Pfandrecht den Rang im Zeitpunkt der Neuerrichtung erhält<sup>591</sup>.

### c) **Zwischenfazit**

Die Syndizierungstechnik der angelsächsischen *Novation* ist in der internationalen Syndizierungspraxis nicht mehr wegzudenken. Sie bewirkt den Untergang des syndizierte Forderung besichernden Pfandrechts.

Bei einer Neubestellung des Pfandrechts ist der Neukonsorte gegenüber den bestehenden Konsorten rangmässig schlechtergestellt. Zudem ist eine Neubestellung des Pfandrechts mit Aufwand und Kosten verbunden. Bei einer Syndizierung durch *Novation* ist eine Vertragsgestaltung, die dieser Schlechterstellung des Neukonsorten Rechnung trägt, daher unumgänglich.

## 2. **Risiko der fehlenden Parteistellung unter dem Pfandvertrag**

### a) **Entstehung**

Von der Frage, ob der Neukonsorte durch die Syndizierung in den Genuss des Pfandrechts kommt, ist die Frage zu unterscheiden, ob er *ex lege* Partei des Pfandvertrages wird. Es geht dabei um die Frage, ob es sich beim Pfandvertrag um einen Nebenvertrag handelt, der zum Pfandrecht im gleichen Verhältnis steht wie das Pfandrecht zur Pfandforderung. Die Lehre ist bezüglich dieser Frage geteilter Ansicht:

Ein Teil der Lehre steht der akzessorischen Wirkung des Pfandvertrages befürwortend gegenüber<sup>592</sup>. Argumentiert wird von den Vertretern dieser Lehrmeinung vorab mit der fehlenden eigenständigen Bedeutung des Pfandvertrages. Ferner wird argumentiert, dass die akzessorische Wirkung des Pfandvertrages den Interessen aller Parteien umfassend Rechnung trage; wurde die gesetzliche Rechtsstellung des ursprünglichen Pfandgläubigers eingeschränkt oder erweitert, so müsse dies auch für den neuen Pfandgläubiger gelten. ZOBL weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass die akzessorische Wirkung des Pfandvertrages aus dogmatischer Sicht einen

---

<sup>590</sup> WILLER, AcP 2009, 810; BÖTTCHER, Kreditsicherung, 191.

<sup>591</sup> Art. 893 Abs. 2 ZGB; Art. 30 Abs. 1 BEG.

<sup>592</sup> BK-ZOBL, N 292c, insb. 341 zu Art. 884 ZGB (mit weiteren Hinweisen); MOSKRIC, Lombardkredit, 167.

Vertragseintritt von Rechts darstellt<sup>593</sup>. FOËX lehnt die akzessorische Wirkung des Pfandvertrages ab<sup>594</sup>. Er begründet dies einerseits mit der Relativität der Vertragsverhältnisse. Demnach erlangen Verträge nur zwischen den vertragsschliessenden Parteien Geltung und können deshalb dem Zessionar nicht entgegengehalten werden<sup>595</sup>. Sodann verweist er auf die Rechtsunsicherheit, die durch eine akzessorische Verbindung des Pfandvertrages mit der Pfandforderung aus der Sicht des Zessionars entstehen kann: Der Zessionar könnte sich nicht mehr darauf verlassen, ein Pfandrecht mindestens im gesetzlichen Umfang zu erhalten, sondern er müsste sich einen allenfalls einschränkenden Pfandvertrag entgegenhalten lassen, bei dessen Entstehung er nicht mitgewirkt hat<sup>596</sup>. Im Übrigen wird der akzessorischen Wirkung der Pfandverträge entgegengehalten, dass es nicht nur an einer klaren gesetzlichen Grundlage hierfür mangelt, sondern dass eine solche Wirkung von den ursprünglichen Parteien des Pfandvertrages unter Umständen gar nicht gewollt ist. So kann etwa der Verpfänder dem Pfandgläubiger mit Bezug auf dessen Person eine privilegierte Stellung eingeräumt haben, möchte diese aber einem Dritten nicht weitergeben<sup>597</sup>.

Der Ansicht von FOËX ist zuzustimmen. Wird die akzessorische Wirkung des Pfandvertrages aber abgelehnt, so bedeutet dies in vorliegendem Zusammenhang Folgendes: Die Syndizierungspraxis kennt im Wesentlichen drei Syndizierungstechniken, d.h. drei Arten der Ausplatzierung eines Darlehens teils auf einen Neukonsorten: Die Vertragsübernahme (*Assumption*), die Zession (*Assignment*) und die Novation (*Novation*)<sup>598</sup>. Unabhängig davon, welche Syndizierungstechnik gewählt wird ist festzuhalten, dass der Neukonsort durch die Syndizierung zwar Gläubiger der Darlehensforderung wird, indessen keine Parteistellung *ex lege* unter dem Pfandvertrag erhält.

**b) Auswirkung auf die Rechtsstellung des Neukonsorten: keine automatische Überbindung von Rechten und Pflichten unter dem Pfandvertrag**

Wie zu zeigen war, bewirkt die Ausplatzierung der pfandbesicherten Darlehensforderung auf den Neukonsorten nicht, dass dieser *ex lege* in den Pfandvertrag eintritt. Dieser ist somit bezüglich der Rechte und Pflichten unter dem Pfandvertrag nicht mit den übrigen Konsorten gleichgestellt.

Es ist aber Ziel der Syndizierung, den Neukonsorten mit den übrigen Konsorten bezüglich Rechten und Pflichten gleichzustellen. Nicht nur werden die bestehenden Konsorten ihre Zustimmung zur Übertragung der Darlehensforderung regelmässig

<sup>593</sup> BK-ZOBL, N 292c zu Art. 884 ZGB.

<sup>594</sup> FOËX, Gage mobilier, N 224.

<sup>595</sup> FOËX, Gage mobilier, N 141, 183.

<sup>596</sup> FOËX, Gage mobilier, N 184.

<sup>597</sup> FOËX, Gage mobilier, N 185 f.

<sup>598</sup> APPELBAUM, Mitgliedschaft, 238; BÖTTCHER, Kreditsicherung, 191; FÖRL, RNotZ, 433 f.

von der Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag auf den Neukonsorten abhängig machen. Da der Pfandvertrag häufig auch Bestimmungen zur Verbesserung der Stellung des Pfandgläubigers beinhaltet, liegt die Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag auch im Interesse des Neukonsorten selbst<sup>599</sup>.

### 3. Risiko der treuhänderischen Sicherheitenverwaltung

#### a) Ausgangslage

##### aa) *Bedürfnis nach einheitlicher Sicherheitenverwaltung und -verwertung*

Nicht selten wird das Konsortialdarlehen durch verschiedene Sicherheiten gedeckt. So dienen nebst dem Pfandrecht an Aktien etwa auch Schuldbriefe, Garantien und Forderungen aus dem Geschäftsbetrieb des Darlehensnehmers als Sicherheiten. Aus dieser Vielheit von Sicherheiten wächst das Bedürfnis der Konsorten nach Sicherstellung der Einheit des Handelns mit Bezug auf die Sicherheiten, dies sowohl bei deren Verwaltung als auch bei deren Verwertung:

Die einheitliche Sicherheitenverwaltung ist für den Darlehensnehmer mit dem Vorteil verbunden, dass dieser in der Regel nur einer Bonitätsprüfung unterliegt<sup>600</sup>. Ein weiterer Gewinn liegt darin, dass nicht jede Bank gesondert den Abschlag in der Sicherheitenbewertung vornimmt und daran die Höhe der Kreditlinie bemisst, denn „die Risiken aus einer Kollision mit den Sicherungen anderer Gläubiger werden durch deren Beteiligung im Konsortium unter einheitlicher Sicherheitenverwaltung ausgeräumt“<sup>601</sup>. Letztlich geht es bei der einheitlichen Sicherheitenverwaltung somit um eine optimale Nutzung der Sicherheiten.

Nicht minder bedeutsam als eine einheitliche Sicherheitenverwaltung ist die einheitliche Sicherheitenverwertung. Mit der Syndizierung wird für den Fall der Verschlechterung der Bonität des Darlehensnehmers nicht nur eine gleichrangige, sondern auch eine gleichmässige Befriedigung aller Konsortialbanken angestrebt. Dies wird durch eine einheitliche Sicherheitenverwertung sichergestellt: Sie bewirkt, dass die Erlösverteilung im Verwertungsfall sich nach den Konsortialquoten richtet und letztlich die Ausfallquote bei jeder Konsortialbank gleich hoch ist<sup>602</sup>.

---

<sup>599</sup> Etwa im Zusammenhang mit Beschlüssen der Generalversammlung: Siehe S. 121 (Pfandrecht und Vertragsschutz).

<sup>600</sup> BÖTTCHER, Kreditsicherung, 187.

<sup>601</sup> BÖTTCHER, Kreditsicherung, 187 f.

<sup>602</sup> BÖTTCHER, Kreditsicherung, 187 f. Vgl. auch WILLER, AcP 2009, 809.

*bb) Sicherstellen der einheitlichen Sicherheitenverwaltung und -verwertung durch Einsetzung eines Sicherheitentreuhänders*

Es wurde soeben dargelegt, dass eine einheitliche Sicherheitenverwaltung und -verwertung im Interesse der Konsorten liegt.

Diese Einheit des Handelns mit Bezug auf die Sicherheiten wird über Poolverträge sichergestellt und gesteuert<sup>603</sup>. Im Rahmen des Poolvertrages ernennen die Konsortialbanken einen Sicherheitentreuhänder<sup>604</sup>. Diesem werden die Sicherheiten treuhänderisch und damit in eigenem Namen und für Rechnung des Konsortiums bestellt<sup>605</sup>. Der Sicherheitentreuhänder handelt damit sowohl bei der Verwaltung als auch bei der Verwertung der Sicherheiten aus eigenem Recht und nicht allein als direkter Stellvertreter einer Vielzahl von Konsortialbanken. Das Handeln aus eigenem Recht heraus ist insbesondere aus betriebsrechtlicher Sicht von grossem Vorteil<sup>606</sup>.

*cc) Spannungsfeld: quotale Mitberechtigung und Akzessorietät*

Bis anhin konnte festgehalten werden, dass die einheitliche Sicherheitenverwaltung und -verwertung unter Einsetzung eines Sicherheitentreuhänders im Interesse der Konsorten liegt. Die Einsetzung eines Sicherheitentreuhänders ist immer dann möglich, wenn nicht akzessorische Sicherheiten vorliegen.

Die Einsetzung eines Sicherheitentreuhänders ist aber selbstredend auch bei akzessorischen Sicherheiten, und damit beim Pfandrecht an Aktien, von Interesse. Indessen ist die Einsetzung eines Sicherheitentreuhänders in Konsortialverhältnissen bei akzessorischen Sicherheiten ohne vertragliche Gestaltungsmaßnahmen regelmässig nicht möglich. Dies liegt in Folgendem begründet:

---

<sup>603</sup> HARPERING, *Syndicated Loans*, 38, 43; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 241. Vgl. auch HAEBERLI, *GesKR 2007*, 362.

<sup>604</sup> Regelmässig handelt die federführende Bank als Sicherheitentreuhänder, siehe etwa HAEBERLI, *GesKR 2007*, 356; FRANCIONI, *Konsortialverträge*, 12.

<sup>605</sup> BÖTTCHER, *Kreditsicherung*, 187; DE MEO, *Bankenkonsortien*, 16 N 36; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 241; HARPERING, *Syndicated Loans*, 43.

<sup>606</sup> Zu dieser Problematik eingehend HAEBERLI, *GesKR 2007*, 362 (mit Verweis auf Komm. SchKG-KOFMEL EHRENZELLER, N 19 zu Art. 67 SchKG): Art. 67 Abs. 1 SchKG verlangt, dass sämtliche Gläubiger und somit sämtliche Konsortialbanken unter Einschluss ihrer Adressen einzeln genau bezeichnet werden. Bei internationalen Konsortien mit teilweise mehr als zwanzig (wechselnden) Konsortialbanken gestaltet sich dies aus der Sicht des Sicherheitentreuhänders äusserst schwierig. Zudem können bei Einzelforderungen mehrere Gläubiger den Schuldner nicht in einer einzigen Betreuung gemeinsam betreiben.



### (1) Akzessorietätsprinzip

Das Akzessorietätsprinzip erfordert Identität zwischen dem Inhaber des Pfandrechts und dem Inhaber der Pfandforderung<sup>607</sup>.

Der Sicherheitentreuhänder müsste demnach, um dem Akzessorietätsprinzip Rechnung zu tragen, Inhaber der Gesamtforderung sein. Nur dann könnte ihm das Pfandrecht treuhänderisch bestellt werden. Dies würde dann zutreffen, wenn das Bankenkonsortium in der Form einer Gesamthandschaft ausgestaltet wäre und dem Sicherheitentreuhänder gleichzeitig Gläubigereigenschaft mit Bezug auf die Darlehensforderung zukäme<sup>608</sup>. Bei der Gesamthandschaft geht nämlich das Recht jeder Konsortialbank (und damit auch des Sicherheitentreuhänders) auf die gesamte Forderung<sup>609</sup>. Wie nachfolgend zu zeigen sein wird, ist die gesamthandschaftliche Berechtigung bei Bankkonsortien indessen regelmässig vertraglich ausgeschlossen.

### (2) Vereinbarung quotaler Mitberechtigung

Zwar handelt es sich bei Bankkonsortien unter schweizerischem Recht nach herrschender Lehre um einfache Gesellschaften i.S.v. Art. 530 ff. OR<sup>610</sup>. Die Gesamthandschaft, welche die einfache Gesellschaft prägt, wird indessen regelmässig vertraglich ausgeschlossen und stattdessen quotenmässige Mitberechtigung an den gemeinsamen Vermögenswerten vereinbart<sup>611</sup>. Dies hat zur Folge, dass die Vorschriften über das Miteigentum analog Anwendung finden<sup>612</sup>. Aber auch in internationalen Syndizierungsverhältnissen wird regelmässig anteilmässige Berechtigung der Konsorten vereinbart<sup>613</sup>.

---

<sup>607</sup> Zu diesem Identitätserfordernis siehe BK-ZOBL, N 28 zu Art. 884 ZGB; BÖTTCHER, Kreditsicherung, 189.

<sup>608</sup> Letzteres würde etwa dann nicht zutreffen, wenn ein aussenstehender Dritter als Sicherheitentreuhänder eingesetzt wird. Zur Betrauung eines Dritts mit der Poolführung siehe WILLER, AcP 2009, 811.

<sup>609</sup> Siehe auch HAEBERLI, GesKR 2007, 357.

<sup>610</sup> Vgl. KOHLER, Konsortium, 25. Die h.L. qualifiziert das Bankenkonsortium als einfache Gesellschaft, so KOHLER, Konsortium, 32, 47; BIERI, Konsortium, 153 f.; EMCH/BENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 742; FRANCONI, Konsortialverträge, 6, MALACRIDA, Konsortialvertrag, 199, m.w.H.

<sup>611</sup> Zum regelmässigen Ausschluss der Gesamthandschaft bei Bankkonsortien: WILLER, AcP 2009, 809; KOHLER, Konsortium, 57; HAEBERLI, GesKR 2007, 357. Das die einfache Gesellschaft prägende Gesamthandverhältnis gemäss Art. 544 Abs. 1 OR ist nicht zwingender Natur, siehe MÜLLER, Einfache Gesellschaft, N 51, m.w.H. in FN 150. Ob auch an Forderungsrechten, so an der hier interessierenden Darlehensforderung, eine Mitberechtigung nach Quoten zulässig ist, wird in der Lehre zu Recht mehrheitlich bejaht, siehe MÜLLER, Einfache Gesellschaft, N 52, m.w.H. in FN 154.

<sup>612</sup> MÜLLER, Einfache Gesellschaft, N 52.

<sup>613</sup> Siehe die Formulierung des LMA *Multicurrency Term and Revolving Facilities Agreement*, Stand Februar 2008: „2.2 Finance Parties' rights and obligations: (...) (b) The rights of

Was sind die Gründe für die Vereinbarung quotaler Mitberechtigung unter den Konsorten? Sie bringt den Konsorten die gewünschte Eigenständigkeit. Liegt quotale Mitberechtigung vor, so kommt jeder Konsortialbank im Umfang ihrer Beteiligungsquote eine eigene Forderung gegenüber dem Darlehensnehmer zu, und jede Konsortialbank kann grundsätzlich auch eigenständig darüber verfügen<sup>614</sup>. So haben die Banken gegenüber dem Darlehensnehmer etwa auch ein eigenständiges Verrechnungsrecht und können alleine prozessieren<sup>615</sup>. Im Übrigen haften die Konsorten gegenüber dem Darlehensnehmer als Folge des Ausschlusses der Gesamthandschaft nicht mehr solidarisch, sondern nur noch im Umfang der Quote<sup>616</sup>. Diese Reduktion des Haftungsrisikos ist gewünscht und entspricht letztlich auch dem Zweck des Konsortialdarlehens, nämlich der Risikominderung<sup>617</sup>.

Im Resultat ist festzuhalten: Die Vereinbarung quotaler Mitberechtigung in Konsortialverhältnissen hat zur Folge, dass die einzelnen Konsorten Teilgläubiger der Darlehensforderung entsprechend ihrer Quote sind. Demnach findet sich kein Gläubiger im Konsortium, bei dem die Darlehensforderungen gebündelt sind. Eine Pfanderrichtung allein zugunsten des Sicherheitentreuähnders ist aufgrund des Akzessorietätsprinzips deshalb nicht möglich<sup>618</sup>.

---

each Finance Party under or in connection with the Finance Documents are separate and independent rights and any debt arising under the Finance Documents to a Finance Party from an Obligor shall be a separate and independent debt; (...)."

<sup>614</sup> Quotale Mitberechtigung erleichtert insbesondere den Handel mit den selbständigen Einzelforderungen, WILLER, AcP 2009, 809. Vgl. auch MÜLLER, Einfache Gesellschaft, N 29. Liegt ein Gesamthandverhältnis vor, so haben die Konsortialbanken gegenüber dem Darlehensnehmer eine gemeinsame Forderung. Über diese Forderung können sie nur gemeinsam oder allenfalls über einen von ihnen ermächtigten Vertreter verfügen, KOHLER, Konsortium, 54.

<sup>615</sup> KOHLER, Konsortium, 56. Zwar verpflichten sich die Konsorten im Konsortialvertrag regelmässig, von ihrem selbständigen Verfügungsrecht nach aussen keinen Gebrauch zu machen, was sie indessen an ihrer tatsächlichen Verfügungsgewalt nach aussen nicht hindert, KOHLER, Konsortium, 57.

<sup>616</sup> KOHLER, Konsortium, 56. Die solidarische Haftung kann bei einer Gesamthandschaft mittels Vereinbarung zwischen Gesellschafter und Gläubiger ausgeschlossen werden, BSK-PESTALOZZI/HETTICH, N 21 zu Art. 544 OR

<sup>617</sup> Zu diesem Zweck des Konsortialdarlehens: KOHLER, Konsortium, 39; BÖTTCHER, Kreditsicherung, 186 f.

<sup>618</sup> BÖTTCHER, Kreditsicherung, 188 f., vgl. auch HARPERING, Syndicated Loans, 133.

**b) Risikoentstehung: Missachtung des Spannungsfeldes „quotale Mitberechtigung und Akzessorietät“**

Internationale Syndizierungsverträge unterstehen regelmässig angelsächsischem Recht<sup>619</sup>. Usanzgemäss wird dabei auch das Institut der Sicherheitentreuhandschaft implementiert. Unterstehen die Sicherheitenverträge, etwa der Pfandvertrag, schweizerischem Recht, so wird dem oben geschilderten Spannungsverhältnis „quotale Mitberechtigung und Akzessorietät“ ohne vertragliche Gestaltung nicht Rechnung getragen.

Zwar sind in den Verträgen regelmässig Konzepte implementiert, welche diesem Spannungsfeld Rechnung tragen sollen<sup>620</sup>. Da diese Konzepte indessen nicht dem schweizerischen Recht entstammen sind sie nur dienlich, wenn sie auch unter dem schweizerischen Recht Gültigkeit beanspruchen können.

**c) Auswirkungen auf die Rechtsstellung des Neukonsorten: Keine gültige Pfandbestellung**

Werden akzessorische Sicherheiten trotz vereinbarter, quotaler Mitberechtigung im Konsortialverhältnis direkt zugunsten des Sicherheitentreuhänders errichtet und bei diesem verwaltet, so ist eine einwandfreie Besicherung der auf den Neukonsorten ausplatzierten Forderung nicht sichergestellt.

**4. Zwischenergebnis**

Neukonsorten treten in zwei Syndizierungskonstellationen in Erscheinung: In einem ersten Fall übernimmt eine einzelne Bank, meist die federführende Bank, zunächst das gesamte Finanzierungsvolumen und überträgt sodann einen Teil der Darlehensforderung auf andere Banken, d.h. auf die Neukonsorten. Im zweiten Fall kommt es zu einem personellen Wechsel in einem bestehenden Konsortium: Ein bestehender Konsorte scheidet aus dem Konsortium aus. Ein Neukonsorte übernimmt dessen Darlehensteilforderung und tritt an seine Stelle. Vor dem Hintergrund dieser Syndizierungskonstellationen ergeben sich aus der Sicht des Neukonsorten in pfandrechtlicher Hinsicht folgende drei Risiken, denen vertraglich begegnet werden muss:

Erstens besteht das Risiko, dass die Syndizierung in internationalen Verhältnissen auf dem Weg der angelsächsischen *Novation* erfolgt. Wird diese Syndizierungstechnik gewählt, so erlischt das nach schweizerischem Recht errichtete Pfandrecht. Eine Neuerrichtung des Pfandrechts ist nicht nur mit Kosten und Aufwand verbunden,

---

<sup>619</sup> Zur Anwendung des angelsächsischen Rechts in internationalen Syndizierungsverhältnissen siehe S. 140 (Entstehung).

<sup>620</sup> So etwa das *Parallel-Debt-Konzept* S. 157 (Parallel-Debt-Konzept) oder das *Joint-Creditor-Konzept* S. 167 (Joint-Creditor-Konzept).

sondern bewirkt, dass ohne vertragliche Gestaltung der Neukonsorte rangmässig schlechtergestellt wird.

Sodann wird der Neukonsorte aufgrund der *inter partes*-Wirkung der Verträge nicht von Gesetzes wegen Partei des Pfandvertrages. Der Übergang der Parteistellung auf den Neukonsorten und damit dessen Gleichstellung mit den andern Konsorten bezüglich der Rechte und Pflichten auch unter dem Pfandvertrag ist indessen erwünscht. Dieser Übergang ist vertraglich zu gestalten.

Konsortialdarlehen werden oftmals mit einer Mehrheit von Sicherheiten besichert. Eine einheitliche Sicherheitenverwaltung und -verwertung unter Einsetzung eines Sicherheitentreuhänders ist im Interesse der Konsorten. Ist das Darlehen mittels Pfandrecht an Aktien besichert, so kommt aufgrund des Akzessorietätsprinzips und aufgrund der regelmässigen Vereinbarung quotaler Berechtigung unter den Konsorten das Institut der Sicherheitentreuhand ohne Vertragsgestaltung nicht in Betracht.

### III. Vertragsschutz im Interesse des pfandbesicherten Neukonsorten

In der Praxis werden im Wesentlichen drei Vertragsmodelle verwendet, um die hinlängliche Besicherung des Neukonsorten sicherzustellen. Es sind dies das *Future-Pledge-Konzept*, das *Joint-Creditor-Konzept* sowie das *Parallel-Debt-Konzept*.

Nachfolgend wird in einem ersten Schritt der vertragliche Regelungsbedarf rekapituliert. In einem zweiten Schritt werden die einzelnen Vertragskonzepte diskutiert: Zu untersuchen ist einerseits, ob die diesen Vertragskonzepten inhärenten, mehrheitlich im angloamerikanischen Raum entwickelten Regelungstechniken unter schweizerischem Recht Bestand haben. Andererseits ist Antwort auf die Frage zu geben, ob die einzelnen Konzepte die gewünschte Schutzwirkung zugunsten des Neukonsorten entfalten.

#### 1. Rekapitulation des vertraglichen Regelungsbedarfs

##### a) Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei *Novation*

Wie zu zeigen war, bedient sich gerade die internationale Syndizierungspraxis regelmässig der *Novation* als Syndizierungstechnik. Die *Novation* hat zur Folge, dass das Pfandrecht an Aktien aufgrund der Akzessorietät untergeht. Nicht nur ist eine Neubestellung des Pfandrechts zugunsten des Neukonsorten mit Kosten und Aufwand verbunden. Sie ist vielmehr deshalb von Nachteil, weil das Pfandrecht von Gesetzes wegen den Rang im Zeitpunkt der Errichtung erhält und der Neukonsorte den übrigen Konsorten rangmässig somit schlechtergestellt ist. Rangvereinbarungen sind

zwar unabhängig von der Aktienform zulässig, entfalten aber nicht durchwegs die gewünschte Schutzwirkung<sup>621</sup>.

Es wird demnach zu prüfen sein, ob die drei zu untersuchenden Vertragskonzepte sicherstellen, dass der Neukonsort mit den übrigen Konsorten in pfandrechtl. Hinsicht rangmässig gleichgestellt ist.

### **b) Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag**

Wie zu zeigen war, wird dem Neukonsorten die Parteistellung unter dem Pfandvertrag aufgrund der *inter partes*-Wirkung von Verträgen nicht gleichzeitig mit dem Übergang der pfandrechtl. besicherten Forderung vermittelt. Da der Neukonsort aber mit den andern Konsorten hinsichtlich Rechten und Pflichten unter dem Pfandvertrag gleichgestellt sein soll und dies insbesondere regelmässig auch in seinem Interesse ist, sind vertragliche Vorkehrungen notwendig.

Zu untersuchen ist demnach Folgendes: Stellen die drei zu untersuchenden Vertragskonzepte sicher, dass dem Neukonsorten im Syndizierungszeitpunkt, d.h. bei Übergang der pfandrechtl. besicherten Darlehensforderung, sämtliche Rechte und Pflichten unter dem Pfandvertrag überbunden werden?

### **c) Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung**

Mit der Syndizierung wird für den Fall der Verschlechterung der Bonität des Darlehensnehmers nicht nur eine gleichrangige, sondern auch eine gleichmässige Befriedigung aller Konsortialbanken angestrebt. Dies kann durch eine treuhänderische Sicherheitenverwertung sichergestellt werden. Die treuhänderische Sicherheitenverwaltung liegt im Interesse (auch) des Neukonsorten.

Eine treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung ist bei Pfandrechten an Aktien in Konsortialverhältnissen mit quotaler Mitberechtigung aufgrund des Akzessorietätsprinzips nicht möglich. Aus der Sicht des Neukonsorten besteht das Risiko, dass dem Spannungsverhältnis „quotale Mitberechtigung und Akzessorietät“ nicht hinreichend Rechnung getragen wird und als Konsequenz davon seine Darlehensforderung nicht pfandrechtl. besichert ist. Die drei Vertragskonzepte sind

---

<sup>621</sup> Bei Aktien in der Form von Wertpapieren und Wertrechten kommt der Rangvereinbarung dingliche Wirkung zu, BK-ZOBL, N 24 zu Art. 893 ZGB. Dies trifft bei Aktien in der Form von Bucheffekten nicht zu: Rangvereinbarungen kommen hier nur Wirkung *inter partes* zu, BOTSCHAFT BEG, 9380. Hier ist der Neukonsort somit vor Zwischenverfügungen des Verpfänders, die zeitlich vor der formgerechten Bestimmung des Neukonsorten erfolgen, nicht geschützt. Geht das vorgehende Pfandrecht unter, so rücken zudem nachgehende Pfandrechte unweigerlich auf, BK-ZOBL, N 52 zu Art. 886 ZGB. Zu dieser Problematik unter deutschem Recht siehe etwa BÖTTCHER, Kreditsicherung, 178 f. (unter deutschem Recht kommt der Rangvereinbarung bei beweglichen Sachen und Rechten nie dingliche Wirkung zu).

deshalb einer weiteren Prüfung zu unterziehen: Es ist zu untersuchen, ob sie trotz der Akzessorität des Pfandrechts die Implementierung der Sicherheitentreuhandschaft zulassen.

## 2. Future-Pledgee-Konzept

Pfandverträge bedienen sich häufig des Rechtsinstitutes der Stellvertretung ohne Vertretungsmacht (*Future-Pledgee-Konzept*). Dieses Konzept ist nachfolgend in einem ersten Schritt zu erläutern und auf seine Zulässigkeit unter schweizerischem Recht zu beurteilen. Sodann ist das *Future-Pledgee-Konzept* hinsichtlich seiner Effektivität zu diskutieren: Es geht dabei um die Frage, inwiefern das Konzept dem Regelungsbedarf aus der Sicht des Neukonsorten, d.h. gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei Syndizierung durch *Novation*, Vermittlung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag sowie treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung, gerecht wird<sup>622</sup>.

### a) Konzept

#### aa) Erläuterung

Bei diesem Konzept handelt der Sicherheitenagent bezüglich akzessorischer Sicherheiten (z.B. des Pfandrechts) nicht als Treuhänder, sondern als Stellvertreter der Konsorten. Akzessorische Sicherheiten werden demnach direkt zugunsten der einzelnen Konsorten, und nicht wie bei der Treuhand zugunsten des Sicherheitentreuhänders, errichtet<sup>623</sup>.

Soweit die Konsorten im Zeitpunkt der Pfanderrichtung bekannt sind, schliesst der Agent den Pfandvertrag in der Eigenschaft als ordnungsgemäss bevollmächtigter Stellvertreter ab. Für künftige, im Zeitpunkt der Pfanderrichtung noch unbekannt Neukonsorten handelt der Agent als Vertreter ohne Vertretungsmacht<sup>624</sup>. Das Konzept sieht vor, dass die Neukonsorten die vollmachtlose Vertretung durch den Agenten im Zuge der Übernahme der Darlehensforderungen genehmigen<sup>625</sup>.

#### bb) Beispiel

Folgendes Klauselbeispiel eines Pfandvertrages soll das *Future-Pledgee-Konzept* aufzeigen:

---

<sup>622</sup> Zum vertraglichen Regelungsbedarf im Einzelnen siehe S. 149 (Rekapitulation des vertraglichen Regelungsbedarfs).

<sup>623</sup> BÖTTCHER, *Kreditsicherung*, 194.

<sup>624</sup> BÖTTCHER, *Kreditsicherung*, 194.

<sup>625</sup> HARPERING, *Syndicated Loans*, 139; FÖRL, *RNotZ*, 440; BÖTTCHER, *Kreditsicherung*, 194.

„XII.Pledge

XII.1 The Pledgor hereby pledges to each of the Original Pledgees and to each Future Pledgee the Existing Shares and all additional shares in the capital of the Company (...) which the Pledgor may acquire in the future in the event of a share transfer, an increase of the capital of the Company or otherwise (...) together with all ancillary rights and claims associated with the Shares as more particularly specified in Clause (...) hereof (...).

XII.3 Each of the Original Pledgees hereby accepts its Pledge for itself.

XII.4 The Security Agent accepts, as representative without power of attorney (Vertreter ohne Vertretungsmacht), the respective Pledges for and on behalf of each Future Pledgee. Each Future Pledgee ratifies and confirms the declarations and acts so made by the Security Agent on its behalf by accepting the transfer or assignment (including by way of novation or assumption [Vertragsübernahme]) of the Secured Obligations (or part of them) from a Pledgee. Upon such ratification (Genehmigung) such Future Pledgee becomes a party to this Agreement, it being understood that any future or conditional claim (zukünftiger oder bedingter Anspruch) of such Future Pledgee arising under the Finance Documents shall be secured by the Pledges constituted hereunder. (...)<sup>626</sup>.

**b) Zulässigkeit des *Future-Pledgee-Konzeptes* unter schweizerischem Recht**

Das *Future-Pledgee-Konzept* wirft hinsichtlich seiner Zulässigkeit unter schweizerischem Recht zwei Fragen auf: Einerseits ist zu untersuchen, ob die Stellvertretung ohne Vertretungsmacht auch für einen im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses noch unbekanntem Vertretenen (Neukonsorten) möglich ist. Zum andern ist zu diskutieren, ob der Genehmigung der Stellvertretungshandlung durch den Vertretenen (Neukonsorten) *ex tunc*-Wirkung zukommen kann.

*aa) Handeln für einen unbekanntem Vertretenen*

Die Stellvertretung ohne Vertretungsmacht wirft die Frage auf, ob der Sicherheitenagent den Pfandvertrag in Vertretung eines im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses noch unbekanntem Vertretenen und damit des Neukonsorten abschliessen kann.

Unter dem Handeln in fremdem Namen wird nicht vorausgesetzt, dass der Vertretene namentlich genannt bzw. bekannt sein muss. Vorausgesetzt ist indessen, dass es dem Dritten gleichgültig ist, mit wem er letztlich den Pfandvertrag abschliesst<sup>627</sup>.

---

<sup>626</sup> HARPERING, *Syndicated Loans*, 141. Weitere Beispiele finden sich bei FÖRL, *RNotZ*, 434.

<sup>627</sup> Es handelt sich dabei um ein Kontrahieren „für den, den es angeht“, siehe VON TUHR, *OR AT I* (1979), 387; BK-ZÄCH, N 36 zu Art. 32 OR und N 25 zu Art. 38 OR; VIOLAND, *Stellvertretung*, 15 ff.

In vorliegendem Zusammenhang bedeutet dies Folgendes: Selbst wenn der Neukonsorte im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses noch nicht bekannt ist, kann der Agent als Stellvertreter ohne Vertretungsmacht auftreten, sofern es dem Verpfänder gleichgültig ist, wer letztlich Vertragspartner unter dem Pfandvertrag sein wird. Diesfalls ist die Zulässigkeit des *Future-Pledgee-Konzepts* unter diesem Gesichtspunkt zu bejahen.

*bb) Genehmigung der Stellvertretung ohne Vertretungsmacht mit Wirkung ex tunc*

Nach der vertraglichen Ausgestaltung des *Future-Pledgee-Konzeptes* wird der durch den Agenten in Stellvertretung ohne Vertretungsmacht abgeschlossene Pfandvertrag im Zeitpunkt der Syndizierung durch den Neukonsorten genehmigt<sup>628</sup>. Dieser Genehmigung soll nach der vertraglichen Konzeption rückwirkende Kraft zukommen. Denn nur durch diese Rückwirkung wird letztlich sichergestellt, dass dem Neukonsorten ein zu den übrigen Konsorten gleichrangiges Pfandrecht bei der Syndizierung durch *Novation* zukommt<sup>629</sup>. Diese *ex tunc*-Wirkung der Genehmigung ist nachfolgend zu prüfen:

In der deutschen Lehre und in der Rechtsprechung wird eine Vertretungshandlung für eine im Zeitpunkt des Vertragsschlusses noch unbekannte Person ebenfalls durchwegs anerkannt, indessen wird die *ex tunc*-Wirkung der Genehmigung in diesem Fall abgelehnt<sup>630</sup>. Begründet wird dies damit, dass bei einer Rückwirkung der Genehmigung ein Vertragsverhältnis geschaffen werde, bei welchem die Person des Vertragsgegners fehle. Damit aber liege ein unvollständiges Rechtsgeschäft vor. Ein Rechtsgeschäft, bei dem die Person des Vertragsgegners fehle, lasse sich nicht in das Bild der Rechtsgeschäftslehre einfügen<sup>631</sup>.

Unter schweizerischem Recht ist dieser Argumentation nicht zu folgen. Das Bundesgericht hat die Stellvertretung ohne Vertretungsmacht für einen im Zeitpunkt des Vertragsschlusses unbekanntem Vertretenen deshalb als zulässig erklärt, weil „[d]ie Schwierigkeiten, die sich für die Abwicklung des Geschäftes ergeben können, (...) indessen bei Unbestimmtheit eines Vertragspartners kaum grösser sein [dürften], als wenn etwa bei Verträgen nach Art. 112 OR die Person des Drittberechtigten of-

<sup>628</sup> Siehe S. 151 (Beispiel): Each Future Pledgee ratifies and confirms the declarations and acts so made by the Security Agent on its behalf *by accepting* the transfer or assignment (including by way of novation or assumption) of the Secured Obligations (or part of them) from a Pledgee. Upon such *ratification* (*Genehmigung*) such Future Pledgee becomes a party to this Agreement, (...).

<sup>629</sup> Siehe dazu S. 154 (Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei *Novation*?).

<sup>630</sup> BÖTCHER, *Kreditsicherung*, 197; FÖRL, *RNotZ*, 441; SCHMIDT, *JuS* 1987, 431; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 249; SCHRELL/KIRCHNER, *ZBB*, 231; Komm. *BGB-PALANDT*, § 164 N 9.

<sup>631</sup> So explizit: DANIELEWSKY/DETTMAR, *WM* 2008, 717; SCHRELL/KIRCHNER, *ZBB*, 231. Ähnlich auch APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 249.



fenbleibt“<sup>632</sup>. Ist die Praktikabilität das Kriterium dafür, ob die Stellvertretung ohne Vertretungsmacht für einen unbekanntem Vertretenen überhaupt zulässig ist, so muss ebendieses Kriterium auch für die Beurteilung der Frage herangezogen werden, ob einer Genehmigung auch in dieser Konstellation die Wirkung *ex tunc* zukommen kann<sup>633</sup>. Es ist indessen nicht ersichtlich, dass durch eine Wirkung der Genehmigung *ex tunc* in vorliegender Konstellation die Abwicklung des Geschäfts mit grösseren Schwierigkeiten verbunden wäre als bei deren Wirkung *ex nunc*. Zudem wollen die Parteien die Gleichstellung der Neukonsorten mit den bisherigen Konsorten, so dass von einer tatsächlichen oder normativen Einigung hinsichtlich der Rückwirkung der Genehmigung auszugehen ist<sup>634</sup>.

Dieser rückwirkende Charakter der Genehmigung ist indessen von den Parteien ausdrücklich zu vereinbaren. Mangelt es an einer solchen Vereinbarung und ist der Dritte (Verpfänder) in Kenntnis der fehlenden Vertretungsmacht oder hätte diese für ihn erkennbar sein sollen (was regelmässig zutreffen wird), so schliessen die Parteien ein aufschiebend bedingtes Geschäft ab<sup>635</sup>. Dem Eintritt einer Bedingung (vorliegend der Genehmigung durch den Neukonsorten) aber kommt, mangels anderslautender Vereinbarung, Wirkung *ex nunc* zu<sup>636</sup>.

Im Ergebnis ist demnach festzuhalten, dass der Genehmigung auch bei Stellvertretung für einen unbekanntem Vertretenen rückwirkender Charakter zukommen kann. Diese *ex tunc*-Wirkung ist indessen ausdrücklich zu vereinbaren<sup>637</sup>.

### c) Effektivität

Vertraglicher Regelungsbedarf besteht aus der Sicht des Neukonsorten, wie dargelegt, in verschiedener Hinsicht. Nachfolgend ist zu überprüfen, ob das *Future-Pledge-Konzept* diesem Regelungsbedarf gerecht wird.

#### aa) Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei *Novation*?

##### (1) Problem

Wird die Darlehensforderung mittels *Novation* auf den Neukonsorten übertragen, so erlischt das diese besichernde Pfandrecht. Eine anschliessende Neubestellung des

---

<sup>632</sup> BGE 60 II 492, 499.

<sup>633</sup> Unter Schweizer Recht wirkt die Genehmigung grundsätzlich rückwirkend auf den Zeitpunkt des Vertragsabschlusses, statt vieler: GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 1382.

<sup>634</sup> Zum vertraglichen Charakter der *ex tunc*-Wirkung einer Genehmigung vgl. BK-ZÄCH, N 73 zu Art. 38 OR.

<sup>635</sup> BK-ZÄCH, N 75 zu Art. 38 OR; vgl. auch VON TUHR, OR AT I (1925), § 45 FN 18.

<sup>636</sup> Art. 151 Abs. 1 bzw. Abs. 2 OR.

<sup>637</sup> Diese ausdrückliche Vereinbarung fehlt in vorliegendem Vertragsbeispiel, siehe S. 151 (Beispiel).

Pfandrechts ist mit einer rangmässigen Schlechterstellung des Neukonsorten gegenüber den bisherigen Konsorten verbunden. Ausgehend davon ist nachfolgend der Frage nachzugehen, ob mittels *Future-Pledgee-Konzept* die rangmässige Gleichstellung des Neukonsorten mit den übrigen Konsorten sichergestellt ist<sup>638</sup>.

(2) Beurteilung

Nach der vertraglichen Konzeption des *Future-Pledgee-Konzeptes* wird der durch den Agenten in Stellvertretung ohne Vertretungsmacht abgeschlossene Pfandvertrag im Zeitpunkt der Syndizierung durch den Neukonsorten genehmigt<sup>639</sup>. Es wurde dargelegt, dass der Genehmigung auch bei der Stellvertretung für einen unbekanntem Vertreterin *rückwirkende* Kraft zukommen kann, sofern dies von den Parteien so vereinbart worden ist. Trifft dies zu, so entsteht das Pfandrecht des Neukonsorten rückwirkend auf den Zeitpunkt des Abschlusses des Pfandvertrages und steht damit im gleichen Rang mit den Pfandrechten der bisherigen Konsorten.

Das *Future-Pledgee-Konzept* eignet sich somit, um die Gleichrangigkeit des Pfandrechts des Neukonsorten mit den Pfandrechten der übrigen Konsorten sicherzustellen. Damit aber der Genehmigung die hierfür erforderliche Wirkung *ex tunc* zukommen kann, ist dies im Pfandvertrag ausdrücklich festzuhalten<sup>640</sup>.

bb) Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag?

(1) Problem

Es wurde dargelegt, dass die Übertragung der pfandbesicherten Forderung keinen Übergang der Parteistellung unter dem Pfandvertrag auf den Neukonsorten *ex lege* bewirkt. Die Gleichstellung sämtlicher Konsorten bezüglich Rechten und Pflichten unter dem Pfandvertrag ist indessen im Interesse der Konsorten und vertraglich sicherzustellen<sup>641</sup>. Zu prüfen ist demnach, ob das *Future-Pledgee-Konzept* vor dieser Anforderung standhält.

---

<sup>638</sup> Siehe zum vertraglichen Regelungsbedarf im Einzelnen S. 149 (Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei Novation).

<sup>639</sup> Siehe S. 151 (Beispiel): Each Future Pledgee ratifies and confirms the declarations and acts so made by the Security Agent on its behalf *by accepting* the transfer or assignment (including by way of novation or assumption) of the Secured Obligations (or part of them) from a Pledgee. Upon such *ratification* (Genehmigung) such Future Pledgee becomes a party to this Agreement, (...).

<sup>640</sup> Anders unter deutschem Recht (*ex tunc*-Wirkung abgelehnt): siehe FN 630.

<sup>641</sup> Zum vertraglichen Regelungsbedarf siehe im Einzelnen S. 150 (Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag).

(2) Beurteilung

Nach der vertraglichen Ausgestaltung des *Future-Pledgee-Konzeptes* schliesst der Agent den Pfandvertrag für den Neukonsorten als Stellvertreter ohne Vertretungsmacht. Die Vertragskonzeption sieht vor, dass die Genehmigung dieser Stellvertretungshandlung und damit der Übergang der Parteistellung unter dem Pfandvertrag auf den Neukonsorten nicht ausdrücklich, sondern gleichsam durch den Übergang der pfandbesicherten Forderung auf den Neukonsorten erfolgen soll<sup>642</sup>. In diesem Zusammenhang ist die Frage aufzuwerfen, ob allein die Tatsache des Übergangs der Pfandforderung auf den Neukonsorten als Genehmigung gewertet werden kann. Dies ist zu bejahen:

Eine Genehmigung muss nicht ausdrücklich erfolgen. Sie kann vielmehr auch stillschweigend, d.h. durch ein rein passives Verhalten, erfolgen<sup>643</sup>. Stillschweigen bedeutet indessen nur dann Genehmigung, wenn ein Widerspruch seitens des Vertretenen möglich und zumutbar war<sup>644</sup>. Dies setzt nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung wiederum voraus, dass dieser vom Vertragsabschluss überhaupt Kenntnis hat<sup>645</sup>. Dies wird in vorliegendem Zusammenhang durchweg zutreffen. Selbst wenn der Neukonsorte im (theoretischen) Einzelfall keine Kenntnis vom Bestehen des Pfandvertrages haben sollte, so liegt die stillschweigende Genehmigung gerade auch in seinem Interesse, geht es doch um die Gleichstellung hinsichtlich der pfandrechtlichen Rechte und Pflichten mit den bestehenden Konsorten.

Damit aber ist die gewünschte Übertragung der Rechte und Pflichten unter dem Pfandvertrag auf den Neukonsorten im Rahmen des *Future-Pledgee-Konzeptes* zu bejahen: Durch die Übertragung der Darlehensforderung auf den Neukonsorten genehmigt dieser konkludent auch den durch den Agenten für ihn stellvertretend abgeschlossenen Pfandvertrag.

cc) *Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung?*

(1) Problem

Wie zu zeigen war, liegt eine treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung und damit die Errichtung des Pfandrechts direkt zugunsten eines Sicherheitstreuhänders im Interesse der Konsorten. Ist die Gesamthandschaft ausgeschlossen, so ist bei akzessorischen Sicherheiten, damit auch beim Pfandrecht

---

<sup>642</sup> Siehe S. 151 (Beispiel): Each Future Pledgee ratifies and confirms the declarations and acts so made by the Security Agent on its behalf *by accepting* the transfer or assignment (including by way of novation or assumption) of the Secured Obligations (or part of them) from a Pledgee. Upon such *ratification* (*Genehmigung*) such Future Pledgee becomes a *party to this Agreement*, (...).

<sup>643</sup> CHK-KUT/SCHNYDER, N 13 zu Art. 38 OR; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 1382.

<sup>644</sup> CHK-KUT/SCHNYDER, N 13 zu Art. 38 OR.

<sup>645</sup> BGE 93 II 302 E. 4; BGer 4C.127/2001 E. 2c.

an Aktien, ein entsprechendes Vorgehen ohne vertragliche Gestaltung nicht möglich, da Identität zwischen dem Gläubiger des Pfandrechts und dem Gläubiger der Pfandforderung vorausgesetzt wird<sup>646</sup>. Zu prüfen ist, ob mittels *Future-Pledgee-Konzept* dieser Problematik begegnet werden kann.

(2) Beurteilung

Die Konzeption des *Future-Pledgee-Konzept* lässt die Sicherheitentreuhandschaft nicht zu. Da der Sicherheitenagent nicht Inhaber der Gesamtdarlehensforderung ist, kann das Pfandrecht nicht direkt zu seinen Gunsten bestellt werden. Im Rahmen dieses Konzeptes wird, wie dargelegt, das Pfandrecht an den Aktien zugunsten der Konsorten errichtet, wobei der Agent für die Neukonsorten als Stellvertreter ohne Vertretungsmacht handelt.

**d) Zwischenfazit**

Das *Future-Pledgee-Konzept* ist unter schweizerischem Recht als gültig zu beurteilen.

Aus der Sicht eines Neukonsorten kann dieses Konzept indessen nicht sämtlichen vertraglichen Regelungsbedarf abdecken: Während damit dem Neukonsorten zwar ein gleichrangiges Pfandrecht errichtet und die Parteistellung unter dem Pfandvertrag vermittelt wird, ermöglicht dieses Konzept keine treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung. Festzuhalten ist, dass die Gleichrangigkeit des Pfandrechts nur durch ausdrückliche Vereinbarung der *ex tunc*-Wirkung der Genehmigung sichergestellt werden kann.

**3. Parallel-Debt-Konzept**

Nebst dem *Future-Pledgee-Konzept* bedient sich die Konsortialpraxis regelmässig des *Parallel-Debt-Konzepts*. Dieses Konzept ist nachfolgend in einem ersten Schritt zu erläutern und auf Zulässigkeit unter schweizerischem Recht zu prüfen. Sodann ist das *Parallel-Debt-Konzept* hinsichtlich seiner Effektivität zu beurteilen: Es geht dabei um die Frage, inwiefern das Konzept dem Regelungsbedarf aus der Sicht des Neukonsorten, d.h. gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei Syndizierung durch *Novation*, Vermittlung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag sowie treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung, gerecht wird<sup>647</sup>.

---

<sup>646</sup> Zum vertraglichen Gestaltungsbedarf im Einzelnen siehe S. 150 (Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung).

<sup>647</sup> Zum vertraglichen Regelungsbedarf im Einzelnen siehe S. 149 (Rekapitulation des vertraglichen Regelungsbedarfs).

a) **Konzept**

aa) *Erläuterung*

Das *Parallel-Debt-Konzept* sieht vor, dass der Darlehensnehmer zusätzlich zu den Darlehensforderungen (Primärverbindlichkeiten) gegenüber den Konsorten eine gleich hohe Forderung (*Parallel Debt*) gegenüber dem Sicherheitentreuhänder bestellt<sup>648</sup>. Der Gesamtumfang der *Parallel Debt* entspricht somit dem nach dem Konsortialdarlehensvertrag in einem beliebigen Zeitpunkt in Anspruch genommenen Gesamtdarlehen: Werden Primärverbindlichkeiten erhöht, so erhöht sich die *Parallel Debt*. Werden die Primärverbindlichkeiten ganz oder teilweise getilgt, so reduziert sich die *Parallel Debt* im Umfang der Tilgung<sup>649</sup>. Zahlt der Darlehensnehmer auf die Parallelverpflichtung selbst, so sieht der Konsortialdarlehensvertrag vor, dass solche Zahlungen auf die Primärverbindlichkeiten anzurechnen sind<sup>650</sup>. Durch diesen Mechanismus ist sichergestellt, dass durch die *Parallel Debt* zwar eine nominelle, indessen keine wirtschaftliche Verdoppelung der Verpflichtungen des Darlehensnehmers stattfindet<sup>651</sup>. Es kann bei der *Parallel Debt* sinnbildlich von „der Spiegelung der bestehenden Darlehensforderungen der einzelnen Konsortialbanken beim Treuhänder“<sup>652</sup> gesprochen werden.

Die dem Sicherheitentreuhänder zustehende *Parallel Debt* wird mit dem Pfandrecht an Aktien besichert<sup>653</sup>. Da der Sicherheitentreuhänder Gläubiger der *Parallel Debt* ist, kann ihm das Pfandrecht direkt bestellt werden.

Die Fälligkeit der *Parallel Debt* tritt bei Fälligkeit der Darlehensforderung ein. Nicht selten vereinbaren die Parteien auch ein *pactum de non petendo*. Demnach ist der Sicherheitentreuhänder erst im Sicherungsfall zu einer die Fälligkeit begründenden Handlung berechtigt<sup>654</sup>. Zum gleichen Ergebnis führt indessen auch die Auslegung der *Parallel Debt* nach ihrem Sinn und Zweck: Sie zielt nicht darauf ab, die Verwertungsreife des Pfandrechts an Aktien nach vorne zu verlagern. Vielmehr gilt: „Mass-

---

<sup>648</sup> APFELBAUM, Mitgliedschaft, 249; HARPERING, Syndicated Loans, 135; FÖRL, RNotZ, 450.

<sup>649</sup> WILLER, AcP 2009, 815; APFELBAUM, Mitgliedschaft, 249 f.

<sup>650</sup> FÖRL, RNotZ, 450. Insbesondere beim Bestand eines Drittpfandrechts wird der Sicherheitengeber auf die *Parallel Debt* leisten wollen, um die Verwertung abzuwenden. Eine Zahlung auf die *Parallel Debt* durch den Darlehensnehmer liegt indessen nicht im Interesse der Konsortialbanken: Bis zur Weiterleitung der quotalen Zahlungen durch den Sicherheitentreuhänder ist der Zahlungseingang seinem Vermögen zuzurechnen. Er allein ist aus der *Parallel Debt* berechtigt. Die Konsorten vereinbaren aber gerade deshalb quotale Mitberechtigung, um sich den unmittelbaren Rückzahlungsanspruch zu sichern, siehe WILLER, AcP 2009, 815.

<sup>651</sup> WILLER, AcP 2009, 814 f.; FÖRL, RNotZ, 450; APFELBAUM, Mitgliedschaft, 250.

<sup>652</sup> WILLER, AcP 2009, 813.

<sup>653</sup> WILLER, AcP 2009, 813; FÖRL, RNotZ, 449; APFELBAUM, Mitgliedschaft, 250; SCHRELL/KIRCHNER, ZBB, 230.

<sup>654</sup> WILLER, AcP 2009, 813.

stab für die Verwertungsreife der an der *Parallel Debt* ‚aufgehängten‘ akzessorischen Sicherungsrechte bleiben auch insoweit die Primärverbindlichkeiten“<sup>655</sup>.

bb) *Beispiel*

Wie der Name sagt, handelt es sich bei der *Parallel Debt* um eine Parallelschuld. Sie läuft parallel zur Darlehensschuld und wird auf der Ebene des Konsortialdarlehensvertrages geschaffen. Folgende Klausel findet sich beispielhaft in den Darlehensverträgen:

„X.1.2 Parallel Debt owed to Security Agent

a) To enable the Security Agent to hold accessory security interests on behalf of the Secured Parties, each Obligor undertakes, as a separate and independent obligation, to pay to the Security Agent an amount which from time to time will be equal to the aggregate of all amounts owed at that time by the Obligor to:

aa) any Finance Party under the Finance Documents; and

bb) (...)

b) Any Payment by an Obligor to the Security Agent pursuant to Clause X.1.2a) shall reduce:

aa) any amount owed to any Secured Party by the amount which the Secured Party is entitled to receive out of that payment under the Finance Documents and accordingly

bb) the total amount owed by that Obligor to the Secured Parties under the Finance Document by the amount of the payment“<sup>656</sup>.

Im Rahmen des *Parallel-Debt-Konzeptes* wird ein Sicherheitentreuhänder bestellt. Diese Ernennung erfolgt zumeist auf Stufe des Konsortialdarlehensvertrages:

„X.1.1 Appointment of the Security Agent

Each of the Finance Parties appoints the Security Agent to act as security agent (...) (Sicherheitentreuhänder)“<sup>657</sup>.

Die *Parallel Debt* findet sodann im Pfandvertrag ihren Niederschlag. Folgende Klausel soll als Beispiel dienen:

„Whereas, the terms of the Facility Agreement provide for a separate and independent obligation of any Borrower or Guarantor under the Facility Agree-

---

<sup>655</sup> HOFFMANN, WM 2009, 1455.

<sup>656</sup> HARPERING, Syndicated Loans, 136.

<sup>657</sup> HARPERING, Syndicated Loans, 136.

ment to pay to the Security Agent an amount which from time to time will be equal to the aggregate of all amounts owed at such time by such Borrower or Guarantor under the Facility Agreement (hereinafter referred to as the ‚Parallel Debt‘).

Whereas, it is the intention of the Pledgors to secure all claims of the Security Agent under the Facility Agreement, in particular the claims arising under the Parallel Debt, inter alia, by way of a pledge over (...).

## X Pledge

### X.1 Granting of Pledge

In order to secure all claims of the Security Agent as described in Clause (Secured Claims) below, the Pledgor hereby pledges (...)

a) (...)

b) (...)

c) (...)

to the Security Agent.

### X.2 Secured Claims (Sicherungszweck)

The Pledges established hereunder shall secure all existing and future claims, on whatever legal grounds, held by the Security Agent under or resulting from the Facility Agreement, including but not limited to all claims in respect of the Parallel Debt, of interest and of costs arising thereunder or resulting therefrom<sup>658</sup>.

## b) Zulässigkeit des *Parallel-Debt-Konzeptes* unter schweizerischem Recht

aa) *Möglichkeit der Besicherung abstrakter Schuldbekennnisse?*

(1) *Rechtsnatur der Parallel Debt*

In der deutschen Lehre wird die *Parallel Debt* als abstraktes Schuldbekennnis bezeichnet<sup>659</sup>. Davon ist im Ergebnis auch unter schweizerischem Recht auszugehen:

Bei einem abstrakten Schuldversprechen bzw. Schuldbekennnis i.S.v. Art. 17 OR handelt es sich um ein Schuldbekennnis ohne Angabe eines Verpflichtungsgrundes, wobei zu bemerken ist, dass auch in einem Verweis auf eine andere Urkunde die Angabe des Verpflichtungsgrundes liegen kann<sup>660</sup>. Das abstrakte Schuldbekennnis umfasst somit zwei Elemente: erstens die Erklärung des Schuldners, wonach eine be-

---

<sup>658</sup> HARPERING, *Syndicated Loans*, 137.

<sup>659</sup> DANIELEWSKY/DETTMAR, WM 2008, 713; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 251; HARPERING, *Syndicated Loans*, 135; SCHRELL/KIRCHNER, ZBB, 30; FÖRL, RNotZ, 453; HOFFMANN, WM 2009, 1453 f.; HOFFMANN, WM 2007, 1547, 1552. Kritisch: WILLER, AcP 2009, 824 ff.

<sup>660</sup> GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 1179.

stimmte Schuld bestehe, und zweitens das Fehlen der Angabe eines Verpflichtungsgrundes<sup>661</sup>.

Zweifel hinsichtlich der Absenz der Angabe des Verpflichtungsgrundes könnten in vorliegendem Zusammenhang aufgrund der Vertragsformulierung aufkommen, wonach sich der Umfang der *Parallel Debt* nach dem „*under the Facility Agreement*“ geschuldeten Betrag richtet<sup>662</sup>. Es könnte hieraus abgeleitet werden, dass die Parteien durch diesen Bezug eben doch einen Verpflichtungsgrund angeben wollten. Eine solche Auffassung ist indessen abzulehnen. Dieser Verweis auf das *Facility Agreement* ist notwendig, um überhaupt die Höhe der *Parallel Debt* bestimmen zu können. Der Verweis dient nicht der Angabe des Verpflichtungsgrundes, sondern der Bestimmung der Höhe des Schuldbekenntnisses.

Die Qualifikation der *Parallel Debt* als abstraktes Schuldbekenntnis ist aber auch deshalb zu bejahen, weil die Parteien explizit ein solches stipulieren. Gemäss vertraglicher Ausgestaltung handelt es sich bei der *Parallel Debt* um eine „*independent obligation*“<sup>663</sup>. Regelmässig wird im Vertragstext der deutschsprachige Klammereinschub „abstraktes Schuldversprechen“ hinzugefügt<sup>664</sup>.

## (2) Auswirkung auf die Besicherung

Die *Parallel Debt* wurde als abstraktes Schuldbekenntnis qualifiziert. Diese Qualifikation hat keine Auswirkungen auf deren Besicherung mittels einem Pfandrecht an Aktien: Ein Pfandrecht kann auch zugunsten eines abstrakten Schuldbekenntnisses bestellt werden<sup>665</sup>.

### bb) Keine Simulation

Die *Parallel Debt* wäre dann nicht besicherbar, wenn es sich dabei um eine simulierte Forderung handelt. Das Vorliegen einer Simulation ist zu verneinen, sofern die Parteien mit der *Parallel Debt* ein klagbares Recht auf Leistung schaffen wollten:

Von einer Simulation i.S.v. Art. 18 Abs. 1 OR ist u.a. dann auszugehen, wenn die Parteien bewusst einen andern Vertragsinhalt als den wirklich beabsichtigten vortäuschen<sup>666</sup>. Wäre die *Parallel Debt* als simulierte Forderung zu qualifizieren, so wür-

---

<sup>661</sup> GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 1176 ff.

<sup>662</sup> Siehe S. 159 (Beispiel): Whereas, the terms of the Facility Agreement provide for a separate and independent obligation of any Borrower or Guarantor *under the Facility Agreement* (...).

<sup>663</sup> Siehe S. 159 (Beispiel): Whereas, the terms of the Facility Agreement provide for a *separate and independent obligation* of any Borrower or Guarantor under the Facility Agreement (...).

<sup>664</sup> FÖRL, RNotZ, 450.

<sup>665</sup> BK-ZOBL, N 201 zu Art. 884 ZGB.

<sup>666</sup> BK-KRAMER/SCHMIDLIN, N 10 zu Art. 18 OR.



de im Fall der Geltendmachung der Simulation dem von den Parteien übereinstimmend Gewollten zum Durchbruch verholfen. Als Konsequenz wäre die *Parallel Debt* und damit auch das Pfandrecht als akzessorisches Recht als unwirksam zu bezeichnen<sup>667</sup>.

Unter einer Forderung ist das klagbare Recht auf Leistung zu verstehen<sup>668</sup>. Von einer simulierten Forderung ist demnach dann auszugehen, wenn die Parteien bezüglich der *Parallel Debt* kein klagbares Recht auf Leistung schaffen wollten, sondern diese vielmehr ausschliesslich zum Zweck der Besicherung geschaffen worden ist. Soweit im Darlehensvertrag indessen vorgesehen wird, dass der Schuldner nicht nur auf die Grundforderungen, sondern auch auf die *Parallel Debt* selbst leisten darf, kann diese nicht als simulierte Forderung betrachtet werden<sup>669</sup>.

cc) *Kein Verstoß gegen den Numerus clausus der dinglichen Rechte*

Das Prinzip des *Numerus clausus* der dinglichen Rechte besagt, dass nur die im Gesetz ausdrücklich vorgesehenen dinglichen Rechte rechtsgültig bestellt werden können. Auf die Pfandrechte bezogen bedeutet dieser Grundsatz, „dass nur diejenigen Arten von Pfandrechten zulässig sind, welche das Gesetz *expressis verbis* anerkennt“<sup>670</sup>.

Ein Verstoß des *Parallel-Debt-Konzepts* gegen diesen Grundsatz ist zu verneinen: Das *Parallel-Debt-Konzept* dient der Errichtung eines Pfandrechtes an Aktien. Es wird dadurch kein neues, gesetzlich nicht vorgesehenes Pfandrecht generiert.

dd) *Kein Verstoß gegen das Akzessorietätsprinzip*

Das Prinzip der Typenfixierung beschränkt die Parteien in der inhaltlichen Ausgestaltung der dinglichen Rechte<sup>671</sup>. Pfandrechte haben dabei dem Akzessorietätsprinzip Rechnung zu tragen. Entsprechend ist das *Parallel-Debt-Konzept* auf die Vereinbarkeit mit dem Akzessorietätsprinzip zu prüfen<sup>672</sup>.

(1) *Formelle Kohärenz*

Eine treuhänderische Pfandrechtbestellung zugunsten des Sicherheitentreuhänders ist aufgrund des Akzessorietätsprinzips nur möglich, wenn der Sicherheitentreuhänder zugleich auch Inhaber der Pfandforderung ist. Dies wird durch die *Parallel Debt* sichergestellt: Der Sicherheitentreuhänder ist Gläubiger der *Parallel Debt* und gleich-

---

<sup>667</sup> GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 1019.

<sup>668</sup> GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 29.

<sup>669</sup> Vgl. FÖRL, RNotZ, 454.

<sup>670</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil vor Art. 884 ZGB N 291.

<sup>671</sup> BK-ZOBL, Systematischer Teil vor Art. 884 ZGB N 294.

<sup>672</sup> Zum Akzessorietätsprinzip siehe auch S. 12 (Akzessorietätsprinzip).

zeitig Gläubiger des Pfandrechts, welches die *Parallel Debt* besichert. Dem Akzessorietätsprinzip wird damit in formeller Hinsicht Rechnung getragen.

(2) Materielle Kohärenz

Eine andere Frage ist indessen, ob dem Akzessorietätsprinzip auch materiell Rechnung getragen wird. Für die Beantwortung dieser Frage ist in einem ersten Schritt der Regelungszweck des Akzessorietätsprinzips darzulegen und in einem zweiten Schritt dann die Frage zu stellen, ob durch die Verwendung des *Parallel-Debt-Konzeptes* dieser Regelungszweck vereitelt wird:

Mit der Akzessorietät ist die Vorstellung verbunden, „dass die Sicherungsrechte ausschliesslich zum Zweck der Sicherung und nur im Umfang der zu sichernden, bestimmaren Forderung entstehen. Grundgedanke der dahinterstehenden Konzeption ist die sachliche und zeitliche Begrenzung der Sicherungsrechte, die dazu führt, dass nach jeder erfolgten Tilgung eine Neubegründung der Sicherheiten vorgenommen werden muss. (...) [E]s soll der Kuchen jeweils neu verteilt werden“<sup>673</sup>. Aus dieser Umschreibung lässt sich der Regelungszweck der Akzessorietät ableiten<sup>674</sup>: Erstens dient sie dem Schutz des Verpfänders. Bei Wegfall des Sicherungszweckes wird ihm der Pfandgegenstand freigegeben. Zweitens dient die Akzessorietät aber auch dem Nachpfandgläubiger, indem bei Untergang der vorrangig besicherten Pfandforderung dieser einen Rang nachrücken kann<sup>675</sup>. Darüber hinaus verfolgt die Akzessorietät aber noch einen weiteren Zweck: Mit der Akzessorietät „wird eine Verbindung zwischen Haftungsobjekt und zu sichernder Forderung hergestellt, die dazu dient, Umfang und Dauer der Haftung zu begrenzen; sie werden mit Hilfe der Akzessorietät automatisch an den jeweiligen Bestand der zu sichernden Forderung angepasst“<sup>676</sup>. Die Akzessorietät will also den Haftungsrahmen einem Automatismus unterstellen. Ausgehend davon stellt sich die Frage, ob das *Parallel-Debt-Konzept* dem Regelungszweck des Akzessorietätsprinzips gerecht wird:

Als unproblematisch ist der Schuldnerschutz zu beurteilen. Sobald die Darlehensforderung abgegolten ist, wird der Pfandgegenstand auch unter dem *Parallel-Debt-Konzept* freigegeben. Als weiter unproblematisch gestaltet sich der Schutz des Nachranggläubigers: Zwar kann die Stellung des Nachranggläubigers eines abstrakten Schuldbekennnisses im Vergleich zu demjenigen eines kausalen Schuldbekennnisses aufgrund der Beweislastumkehr<sup>677</sup> oder eines allfälligen Einredeverzichts<sup>678</sup>

<sup>673</sup> WIEGAND, Akzessorietät und Spezialität, 43. Vgl. WIEGAND, Fahrnispfand, 112.

<sup>674</sup> Zu dieser Diskussion unter deutschem Recht vgl. APFELBAUM, Mitgliedschaft, 260.

<sup>675</sup> So auch unter deutschem Recht APFELBAUM, Mitgliedschaft, 260.

<sup>676</sup> WIEGAND, Akzessorietät und Spezialität, 38.

<sup>677</sup> Das abstrakte Schuldbekennntnis bewirkt nach mehrheitlicher Auffassung in prozessualer Hinsicht eine Beweislastumkehr (sog. Beweisabstraktheit): Während bei einem kausalen Rechtsverhältnis der Gläubiger nur unter Nachweis des Schuldgrundes fordern kann, kann beim abstrakten Rechtsverhältnis der Schuldner nur dadurch der Forderung des

einer Benachteiligung gleichkommen. Diese Benachteiligung ist indessen nicht auf das *Parallel-Debt-Konzept* zurückzuführen. Vielmehr muss sich der Nachranggläubiger eines abstrakten Schuldbekenntnisses dieser Problematik generell bewusst sein. Aber auch der mit dem Akzessorietätsprinzip verfolgte Automatismus wird durch das *Parallel-Debt-Konzept* in keiner Weise tangiert: Das Pfandrecht besichert die *Parallel Debt*. Wird das Darlehen ganz oder teilweise zurückbezahlt, so reduziert sich immer auch die *Parallel Debt*. Entsprechend haftet das Pfandrecht automatisch nur im Umfang der ausstehenden Pfandforderung.

### (3) Folgerung

Wie dargelegt, trägt das *Parallel-Debt-Konzept* sowohl in formeller als auch in materieller Hinsicht dem Akzessorietätsprinzip Rechnung<sup>679</sup>.

### c) Effektivität

Wie zu zeigen war, besteht aus der Sicht des Neukonsorten in verschiedener Hinsicht vertraglicher Regelungsbedarf. Nachfolgend ist zu überprüfen, ob das *Parallel-Debt* diesem Regelungsbedarf gerecht wird.

#### aa) Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei Novation?

##### (1) Problem

Gerade bei internationalen Syndizierungen wird die Darlehensforderung regelmässig mittels *Novation* auf den Neukonsorten übertragen. Die *Novation* hat den Untergang des Pfandrechts zur Folge. Eine anschliessende Neubestellung des Pfandrechts ist mit einer rangmässigen Schlechterstellung des Neukonsorten gegenüber den bisherigen Konsorten verbunden. Ausgehend davon ist nachfolgend der Frage nachzugehen, ob mittels *Parallel-Debt-Konzept* sichergestellt werden kann, dass das Pfand-

---

Gläubigers entgehen, wenn er das Fehlen des Schuldgrundes beweist, siehe etwa GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT I, N 1183; BSK-SCHWENZER, N 8 zu Art. 17 OR.

<sup>678</sup> Die Parteien haben bei Vorliegen eines abstrakten Schuldverhältnisses die Möglichkeit, einen grösseren Grad der Abstraktheit zu schaffen, als die Beweisabstraktheit (zur Beweisabstraktheit siehe FN 677). Sie können ein sog. einredeabstraktes Schuldverhältnis schaffen. Der Einredeverzicht muss sich aus der (ausdrücklichen) Erklärung oder den gesamten Umständen unzweifelhaft ergeben, siehe etwa BSK-SCHWENZER, N 11 zu Art. 17 OR.

<sup>679</sup> Im Ergebnis gleich HOFFMANN, WM 2009, 1456; DANIELEWSKY/DETTMAR, WM 2008, 714 f.; FÖRL, RNotZ, 433, 454 f.; BÖTTCHER, Kreditsicherung, 208; APFELBAUM, Mitgliedschaft, 252 ff. A.A. (*Parallel Debt* als Verstoss gegen das Akzessorietätsprinzip wertend): HARPERING, Syndicated Loans, 138.

recht des Neukonsorten im gleichen Rang zu den Pfandrechten der übrigen Konsorten steht<sup>680</sup>.

(2) Beurteilung

Beim *Parallel-Debt-Konzept* wird eine parallele Verpflichtung zugunsten des Sicherheitentreuhänders geschaffen, die mit dem Pfandrecht besichert wird. Wird dem Neukonsorten nun die pfandrechtlich besicherte Darlehensforderung novationsweise übertragen, so ist die *Parallel Debt* von diesem Vorgang nicht betroffen: Noviert wird die Primärverpflichtung zugunsten des Konsorten, nicht aber die *Parallel Debt*. Dadurch, dass die *Parallel Debt* vom Novationsvorgang nicht betroffen ist, bleibt auch das Pfandrecht, das die *Parallel Debt* besichert, durch diese Syndizierungstechnik unberührt. Damit ist sichergestellt, dass stets ein bestrangiges Pfandrecht zugunsten des Sicherheitentreuhänders bestellt ist<sup>681</sup>.

bb) Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag?

(1) Problem

Es wurde dargelegt, dass die Übertragung der Parteistellung unter dem Darlehensvertrag keinen Übergang der Parteistellung unter dem Pfandvertrag auf den Neukonsorten *ex lege* bewirkt, was letztlich auf die *inter partes*-Wirkung von Verträgen zurückzuführen ist<sup>682</sup>. Die Gleichstellung der Konsorten bezüglich der Rechte und Pflichten ist indessen erwünscht. Zu prüfen ist demnach, ob das *Parallel-Debt-Konzept* vor dieser Anforderung standhält.

(2) Beurteilung

Beim *Parallel-Debt-Konzept* stellt sich die oben geschilderte Gleichstellungsproblematik nicht. Der Sicherheitentreuhänder handelt hier nicht, wie dies beim *Future-Pledgee-Konzept* zutrifft, als Stellvertreter der Konsorten. Beim *Parallel-Debt-Konzept* ist der Sicherheitenagent selbst Partei des Pfandvertrages<sup>683</sup>. Treten Neukonsorten in das Konsortium ein, so bleibt die Stellung des Sicherheitentreuhänders unter dem Pfandvertrag davon unberührt.

---

<sup>680</sup> Siehe zum vertraglichen Regelungsbedarf im Einzelnen S. 149 (Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei Novation).

<sup>681</sup> FÖRL, RNotZ, 451; APFELBAUM, Mitgliedschaft, 250; DANIELEWSKY/DETTMAR, WM 2008, 715; HOFFMANN, WM 2009, 1453.

<sup>682</sup> Zum vertraglichen Regelungsbedarf siehe im Einzelnen S. 150 (Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag).

<sup>683</sup> Siehe S. 168 (Beispiel): In order to secure all claims of the Security Agent as described in Clause (Secured Claims) below, the Pledgor hereby pledges (...) to the Security Agent.

cc) *Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung?*

(1) Problem

Wie zu zeigen war, liegt eine treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung und damit die Errichtung des Pfandrechts direkt zugunsten des Sicherheitenagenten im Interesse der Konsorten. Bei Ausgestaltung des Konsortiums in der Form der Bruchteilsgemeinschaft ist bei akzessorischen Sicherheiten, damit auch beim Pfandrecht an Aktien, ein entsprechendes Vorgehen ohne vertragliche Gestaltung nicht möglich: Die Akzessorietät erfordert Identität zwischen dem Gläubiger des Pfandrechts und dem Gläubiger der Pfandforderung<sup>684</sup>. Zu prüfen ist, ob das *Parallel-Debt-Konzept* vor dieser Anforderung standhält.

(2) Beurteilung

Der Sicherheitentreuhänder ist Gläubiger der Parallelforderung, welche ihrerseits in jedem Zeitpunkt das Gesamtengagement des Konsortiums spiegelt. Entsprechend kann diese Forderung auch besichert werden. Die Bestellung des Pfandrechts erfolgt zugunsten des Treuhänders, d.h., dieser hält das Pfandrecht fortan treuhänderisch in eigenem Namen und auf Rechnung der Konsorten<sup>685</sup>.

Das *Parallel-Debt-Konzept* ermöglicht damit die gewünschte treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung.

d) **Zwischenfazit**

Das *Parallel-Debt-Konzept* ist unter schweizerischem Recht als gültig zu beurteilen.

Das Konzept wird dem eruierten vertraglichen Regelungsbedarf der Neukonsorten umfassend gerecht: Selbst bei einer Syndizierung auf dem Weg der *Novation* wird sichergestellt, dass der Neukonsorte gleichrangig besichert wird. Sodann ermöglicht das *Parallel-Debt-Konzept* nicht nur die gewünschte Einsetzung eines Sicherheitentreuhänders. Dieser ist auch Partei des Pfandvertrages, womit sich die Frage der Übertragung der Parteistellung auf den Neukonsorten in dieser Konzeption nicht stellt.

---

<sup>684</sup> Zum vertraglichen Gestaltungsbedarf im Einzelnen siehe S. 150 (Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung).

<sup>685</sup> Zur Funktion der *Parallel Debt* bezüglich der einheitlichen Sicherheitenverwaltung vgl. HARPERING, *Syndicated Loans*, 43; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 250; BÖTTCHER, *Kreditsicherung*, 200.

#### 4. Joint-Creditor-Konzept

Zu diskutieren ist schliesslich das in der Praxis ebenfalls verwendete *Joint-Creditor-Konzept*. Obschon gewisse Ähnlichkeiten mit dem *Parallel-Debt-Konzept* bestehen, sind diese beiden Strukturen voneinander auseinanderzuhalten<sup>686</sup>.

Dass vertraglicher Regelungsbedarf aus der Sicht des Neukonsortens in verschiedener Hinsicht besteht, wurde dargelegt. Nachfolgend ist zu überprüfen, ob das *Joint-Creditor-Konzept* diesem Regelungsbedarf gerecht wird.

##### a) Konzept

###### aa) Erläuterung

Im Konsortialdarlehensvertrag wird zwischen Darlehensnehmer, Konsortialbanken und Sicherheitentreuhänder vereinbart, „dass der Sicherheitentreuhänder gegen den Schuldner denselben Darlehensrückzahlungsanspruch erhält wie die kreditgebenden Banken, ihn aber keine Auszahlungsverpflichtung trifft“<sup>687</sup>. Zwischen den einzelnen Darlehensgebern und dem Sicherheitentreuhänder besteht Gläubigersolidarität<sup>688</sup>. Bei der Gläubigersolidarität kann jeder Gläubiger selbständig die gesamte Leistung verlangen, und der Schuldner kann sich durch Leistung an einen der beiden Gläubiger befreien<sup>689</sup>. Im Aussenverhältnis hat jeder Solidargläubiger gegen den Schuldner eine selbständige Forderung<sup>690</sup>.

Die Pfandrechtsbestellung in den einzelnen Solidaritätsverhältnissen erfolgt entlang der Forderungszuständigkeit: Besichert wird die Forderung des Sicherheitentreuhänders zum einen. Zum andern wird aber auch die Forderung des Konsortens besichert<sup>691</sup>. Mit Bezug auf die Pfandrechte der Neukonsortens handelt der Sicherheitentreuhänder als Stellvertreter ohne Vertretungsmacht<sup>692</sup>.

<sup>686</sup> Zu dieser Differenzierung etwa DANIELEWSKY/DETTMAR, WM 2008, 713 (*Parallel-Debt-Konzept* bzw. *Joint-Creditor-Konzept*), 717 ff.; HARPERING, *Syndicated Loans*, 152 ff. (*Joint-Creditor-Konzept*) bzw. 135 ff. (*Parallel-Debt-Konzept*); APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 265 ff. (*Joint-Creditor-Konzept*) bzw. 249 ff. (*Parallel-Debt-Konzept*). Diese Differenzierung wird nicht vorgenommen bei HAEBERLI, *GesKR* 2007, 362 ff.

<sup>687</sup> DANIELEWSKY/DETTMAR, WM 2008, 717.

<sup>688</sup> Art. 150 OR.

<sup>689</sup> GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT II, N 3661, 3663.

<sup>690</sup> SCHWENZER, OR AT, N 89.12.

<sup>691</sup> Zur Möglichkeit der je getrennten Besicherung der Solidarforderungen siehe GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT II, N 3664. Ebenfalls von der Besicherung beider Solidarforderungen beim *Joint-Creditor-Konzept* gehen folgende Autoren aus: BÖTTCHER, *Kreditsicherung*, 198; HARPERING, *Syndicated Loans*, 152; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 265 f. Anders: DANIELEWSKY/DETTMAR, WM 2008, 717, welche die Ansicht vertreten, dass die akzessorische Sicherheit nur zugunsten der Forderung des Sicherheitentreuhänders bestellt wird.

<sup>692</sup> HARPERING, *Syndicated Loans*, 152.

bb) *Beispiel*

Auch das *Joint-Creditor-Konzept* findet seinen Niederschlag einerseits im Konsortialdarlehens-, andererseits im Pfandvertrag. Im Darlehensvertrag finden sich etwa folgende Klauseln:

„X. Security Agent as Joint Creditor

Each of the Obligor and each of the Finance Parties agree that the Security Agent shall be the joint creditor (together with the relevant Finance Party) of each and every obligation of any Obligor towards each of the Finance Parties under this Agreement, and that accordingly the Security Agent will have its own independent right to demand performance by the relevant Obligor of those obligations. However, any discharge of any such obligation of the Security Agent or the relevant Finance Party shall, to the same extent, discharge the corresponding obligation owing to the other.

Without limiting or affecting the Security Agent's rights against any Obligor, the Security Agent agrees with each other Finance Party (on a several and divided basis) that, subject as set out in the next sentence, it will not exercise its rights as a joint creditor with a Finance Party except with the consent of the relevant Finance Party. However, for the avoidance of doubt, nothing in the previous sentence shall in any way limit the Security Agent's right to act in the protection or preservation of rights under or to enforce any Security Document as contemplated by this Agreement, the Intercreditor Agreement and/or the relevant Security Document (or to do any act reasonably incidental to any of the foregoing)<sup>693</sup>.

Eine typische Klausel im Pfandvertrag lautet wie folgt:

„XI. Constitution of Pledge

The Pledgor hereby pledges the Shares to each of the Pledgees and to each future pledgee for their rateable and equally ranking interest as security.

Each of the Pledgees hereby accepts the Pledge. In addition the Security Agent accepts the Pledge for and on behalf of each future pledgee (...) as proxy without power of attorney (Vertreter ohne Vertretungsmacht). Each future pledgee to whom a claim or part of a claim will be transferred, ratifies such acceptance for itself by accepting such transfer, thereby becoming a Pledgee. All Parties hereto confirm that the validity of the pledge constituted hereunder shall not be affected by the Security Agent acting as proxy without power of attorney for each future pledgee.

The Parties agree that the validity and effect of each of the Pledges shall be independent from the validity and the effect of any of the other Pledges created hereunder and that each of the pledges is in addition, and without prejudice,

---

<sup>693</sup> HARPERING, *Syndicated Loans*, 152 f.

to any other security which any and all of the Pledges may now or hereinafter hold in respect of the Secured Obligations.

The Pledges to each of the Pledgees shall be separate and individual pledges.

#### XI. Security Purpose

The Pledge is constituted in order to secure the prompt and complete payment and discharge of any and all Secured Obligations on the due date therefore<sup>694</sup>.

### **b) Zulässigkeit des *Joint-Creditor-Konzepts* unter schweizerischem Recht**

#### *aa) Kein Verstoss gegen den Grundsatz des Numerus clausus*

Das Prinzip des *Numerus clausus* der dinglichen Rechte besagt mit Bezug auf die Pfandrechte, dass nur diejenigen Arten von Pfandrechten zulässig sind, welche das Gesetz *expressis verbis* anerkennt<sup>695</sup>.

Ein Verstoss gegen den Grundsatz des *Numerus clausus* ist vorliegend mit gleicher Begründung wie bei der *Parallel Debt* zu verneinen: Es wird mit diesem Konzept kein neues, gesetzlich nicht vorgesehenes Pfandrecht begründet.

#### *bb) Kein Verstoss gegen das Akzessorietätsprinzip*

Das Prinzip der Typenfixierung beschränkt die Parteien in der inhaltlichen Ausgestaltung der dinglichen Rechte. Es ist demnach zu prüfen, ob das *Joint-Creditor-Konzept* mit dem Akzessorietätsprinzip in Einklang steht. Dies ist sowohl in formeller als auch in materieller Hinsicht zu bejahen:

Der Sicherheitentreuhänder ist Solidargläubiger der Pfandforderung, und entsprechend kann ihm auch das Pfandrecht bestellt werden. Sodann steht das *Joint-Creditor-Konzept* im Einklang mit dem Regelungszweck des Akzessorietätsprinzips. Es wurde dargelegt, dass das Akzessorietätsprinzip drei Ziele umfasst, nämlich erstens den Schuldnerschutz, zweitens den Schutz des Nachranggläubigers und drittens die Automatisierung des Haftungsrahmens<sup>696</sup>. Das *Joint-Creditor-Konzept* ist mit diesen Schutzziele vereinbar: Sobald der Schuldner seine Forderung gegenüber einem Solidargläubiger tilgt, führt dies zum Erlöschen auch der Solidarforderung und damit automatisch zum Untergang sämtlicher Pfandrechte, welche zur Sicherstellung dieser Forderungen dienen<sup>697</sup>. Damit wird das Pfandrecht des Schuldners frei, und ein allfälliger Nachranggläubiger rückt im Rang nach.

---

<sup>694</sup> HARPERING, Syndicated Loans, 154.

<sup>695</sup> BK-ZOBL, N 291 zu Art. 884 ZGB.

<sup>696</sup> Siehe S. 162 (Kein Verstoss gegen das Akzessorietätsprinzip).

<sup>697</sup> BK-ZOBL, N 260 zu Art. 884 ZGB.



c) **Effektivität**

Aus der Sicht des Neukonsorten besteht in verschiedener Hinsicht vertraglicher Regelungsbedarf. Nachfolgend ist zu überprüfen, ob das *Joint-Creditor-Konzept* diesem Regelungsbedarf gerecht wird.

aa) *Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei Novation*

(1) Problem

Erfolgt die Syndizierung auf dem Weg der *Novation*, so ist dies mit dem Untergang der Pfandrechte verbunden. Eine anschliessende Neubestellung des Pfandrechts ist mit einer rangmässigen Schlechterstellung des Neukonsorten gegenüber den bisherigen Konsorten verbunden. Ausgehend davon ist nachfolgend der Frage nachzugehen, ob mittels *Joint-Creditor-Konzept* sichergestellt werden kann, dass das Pfandrecht des Neukonsorten im gleichen Rang zu den Pfandrechten der übrigen Konsorten steht<sup>698</sup>.

(2) Beurteilung

Noviert wird die Solidarforderung des Konsorten. Die Solidarforderung des Sicherheitentreuhänders ist vom Novationsvorgang nicht betroffen<sup>699</sup>. Damit wird auch das zu seinen Gunsten bestellte Pfandrecht nicht tangiert. Das *Joint-Creditor-Konzept* stellt somit sicher, dass dem Sicherheitentreuhänder stets ein bestrangiges Pfandrecht zukommt<sup>700</sup>.

Wie ist die Situation mit Bezug auf die syndizierte und damit auf die von der *Novation* betroffenen Forderung zu beurteilen? Hier ist der Brückenschlag zum *Future-Pledgee-Konzept* zu machen: Das die novierte Forderung besichernde Pfandrecht geht unter. Indessen handelt der Sicherheitentreuhänder bei Errichtung des Pfandrechts für Neukonsorten als Vertreter ohne Vertretungsmacht. Sofern der Genehmigung des Neukonsorten aufgrund vertraglicher Vereinbarung rückwirkende Wirkung zu-

---

<sup>698</sup> Siehe zum vertraglichen Regelungsbedarf im Einzelnen S. 149 (Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei Novation).

<sup>699</sup> Bezüglich der angelsächsischen *Novation* siehe HARPERING, *Syndicated Loans*, 168: „Da die schuldumschaffende Forderungsübertragung (*Novation*) durch einen der Gesamtgläubiger keine Gesamtwirkung auf das Rechtsverhältnis zwischen dem oder den übrigen Gesamtgläubigern und dem Schuldner entfaltet, sind auch nur die für die novierte Forderung bestellten akzessorischen Sicherheiten betroffen“. Vgl. für die *Novation* unter schweizerischem Recht GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT II, N 3173.

<sup>700</sup> DANIELEWSKY/DETTMAR, WM 2008, 718; APFELBAUM, *Mitgliedschaft*, 269; HARPERING, *Syndicated Loans*, 168.

kommt, ist indessen auch bezüglich dieser Forderung die gleichrangige Besicherung des Neukonsorten mit den übrigen Konsorten sichergestellt<sup>701</sup>.

*bb) Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag?*

(1) Problem

Es wurde dargelegt, dass der Übergang der pfandbesicherten Forderung keinen Übergang der Parteistellung unter dem Pfandvertrag auf den Neukonsorten *ex lege* bewirkt. Da ein entsprechender Übergang erreicht werden soll, ist zu prüfen, ob das *Joint-Creditor-Konzept* vor dieser Anforderung standhält.

(2) Beurteilung

Das *Joint-Creditor-Konzept* sieht vor, dass der Agent für Neukonsorten als Stellvertreter ohne Vertretungsmacht handelt<sup>702</sup>. Sodann soll aufgrund der vertraglichen Konzeption die Genehmigung des Pfandvertrages im Zuge der Übertragung der Forderung auf den Neukonsorten erfolgen<sup>703</sup>. Es wurde dargelegt, dass eine Genehmigung durchaus auch konkludent erfolgen kann<sup>704</sup>. Damit wird der Neukonsorte durch die Übertragung der Parteistellung unter dem Darlehensvertrag zugleich auch Partei unter dem Pfandvertrag. Das Konzept erfüllt demnach diese Anforderung.

*cc) Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung?*

(1) Problem

Wie zu zeigen war, liegt eine treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung und damit die Errichtung des Pfandrechts direkt zugunsten des Sicherheitenagenten im Interesse der Konsorten. Bei Ausgestaltung des Konsortiums in der Form der Bruchteilsgemeinschaft ist bei akzessorischen Sicherheiten, damit auch beim Pfandrecht an Aktien, ein entsprechendes Vorgehen ohne vertragliche Gestaltung nicht möglich: Die Akzessorietät erfordert Identität zwischen dem Gläubiger

---

<sup>701</sup> Die *ex tunc*-Wirkung der Genehmigung ist vertraglich zu regeln. Siehe dazu im Einzelnen die Ausführungen zum *Future-Pledgee-Konzept*, S. 154 (Gleichrangige Besicherung des Neukonsorten bei Novation?).

<sup>702</sup> Siehe S. 168 (Beispiel): In addition the Security Agent accepts the Pledge for and on behalf of each future pledgee (...) *as proxy without power of attorney* (Vertreter ohne Vertretungsmacht).

<sup>703</sup> Zur konkludenten Genehmigung siehe S. 155 (Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag?).

<sup>704</sup> Siehe S. 155 (Übertragung der Parteistellung unter dem Pfandvertrag?).

des Pfandrechts und dem Gläubiger der Pfandforderung<sup>705</sup>. Zu prüfen ist, ob das *Joint-Creditor-Konzept* vor dieser Anforderung standhält.

### (2) Beurteilung

Wie dargelegt, entstehen bei der Solidargläubigerschaft im Aussenverhältnis zwei selbständige Forderungen. Die Forderung des Sicherheitentreuhänders kann somit direkt besichert werden; dem Akzessorietätsgrundsatz wird hier Rechnung getragen<sup>706</sup>. Die einheitliche Sicherheitenverwaltung mittels Sicherheitentreuhanderschaft kann damit über das *Joint-Creditor-Konzept* erreicht werden<sup>707</sup>.

### d) Zwischenfazit

Das *Joint-Creditor-Konzept* ist unter schweizerischem Recht als gültig zu beurteilen.

Das Konzept wird dem eruierten vertraglichen Regelungsbedarf der Neukonsorten gerecht: Durch die Solidargläubigerschaft zwischen Sicherheitentreuhänder und Konsorte ist sichergestellt, dass nicht nur der Treuhänder mit einem bestrangigen Pfandrecht besichert ist, sondern auch der Neukonsorte. Ersteres ergibt sich daraus, dass die pfandbesicherte Forderung des Treuhänders durch die *Novation* nicht betroffen ist. Letzteres ergibt sich daraus, dass der Agent für Neukonsorten als Stellvertreter ohne Vertretungsmacht handelt und unter schweizerischem Recht einer (vereinbarten) Rückwirkung der Genehmigung der Stellvertretungshandlung nichts im Wege steht.

Durch das Konzept wird sodann sichergestellt, dass der Neukonsorte hinsichtlich Rechten und Pflichten unter dem Pfandvertrag mit den übrigen Konsorten gleichgestellt wird. Auch dem Bedürfnis nach treuhändischer Sicherheitenverwaltung wird das *Joint-Creditor-Konzept* gerecht.

## IV. Ergebnisse

Ausgangspunkt der Untersuchung war die Frage nach der Rechtsstellung des Pfandgläubigers in seiner Eigenschaft als Neukonsorte bei Konsortialdarlehen, die mittels Pfandrecht an Aktien besichert sind. Daran anschliessend wurde die Frage aufgeworfen, inwiefern die in der Praxis gemeinhin verwendeten Konzepte (*Future-Pledgee-Konzept*, *Parallel-Debt-Konzept* und *Joint-Creditor-Konzept*) den Interessen des Pfandgläubigers bzw. Neukonsorten Rechnung tragen und ob diese Konzepte mit

---

<sup>705</sup> Zum vertraglichen Gestaltungsbedarf im Einzelnen siehe S. 150 (Treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung).

<sup>706</sup> APFELBAUM, Mitgliedschaft, 263.

<sup>707</sup> Vgl. auch HAEBERLI, GesKR 2007, 363; APFELBAUM, Mitgliedschaft, 269.

schweizerischem Recht vereinbar sind. Die Untersuchung hat zu folgenden Ergebnissen geführt:

1. Der Neukonsortie sieht sich mit drei Risiken konfrontiert: Erstens besteht das Risiko, dass die Syndizierung in internationalen Verhältnissen auf dem Weg der angelsächsischen *Novation* erfolgt. Wird diese Syndizierungstechnik gewählt, so erlischt das nach schweizerischem Recht errichtete Pfandrecht. Eine Neuerrichtung des Pfandrechts ist nicht nur mit Kosten und Aufwand verbunden sondern bewirkt, dass der Neukonsortie ohne vertragliche Gestaltung rangmässig schlechtergestellt wird. Zweitens wird der Neukonsortie aufgrund der *inter partes*-Wirkung der Verträge nicht von Gesetzes wegen Partei des Pfandvertrages. Der Übergang der Parteistellung auf den Neukonsortien und damit dessen pfandvertragliche Gleichstellung mit den andern Konsortien ist indessen erwünscht. Drittens besteht das Risiko, dass dem Spannungsverhältnis „Akzessorietät und quotale Mitberechtigung“ nicht hinreichend Rechnung getragen wird und eine einwandfreie Besicherung der syndizierten Forderung nicht sichergestellt ist.
2. Aus den Risiken gemäss Ziff. 1 ergibt sich der vertragliche Regelungsbedarf im Interesse des Neukonsortien: Erstens muss sichergestellt werden, dass die dem Neukonsortien im Zuge der *Novation* übertragene Darlehensforderung rangmässig nicht schlechter besichert ist, als dies auf die Forderungen der übrigen Konsortien zutrifft. Zweitens muss sichergestellt werden, dass dem Neukonsortien die Parteistellung unter dem Pfandvertrag gleichzeitig mit der Syndizierung der Darlehensforderung übertragen wird. Drittens sind Konzepte zu suchen, welche die Implementierung der Sicherheitentreuhandschaft auch bei akzessorischen Sicherheiten (wie dem Pfandrecht an Aktien) zulassen, selbst wenn quotale Mitberechtigung vereinbart bzw. die Gesamthandschaft ausgeschlossen wurde.
3. Das *Future-Pledgee-Konzept* ist unter schweizerischem Recht als gültig zu beurteilen. Aus der Sicht eines Neukonsortien kann dieses Konzept indessen nicht sämtlichen vertraglichen Regelungsbedarf abdecken: Während damit dem Neukonsortien zwar ein gleichrangiges Pfandrecht errichtet und die Parteistellung unter dem Pfandvertrag vermittelt wird, ermöglicht dieses Konzept keine treuhänderische Sicherheitenverwaltung und -verwertung. Festzuhalten ist zudem, dass die Gleichrangigkeit des Pfandrechts nur durch ausdrückliche Vereinbarung der *ex tunc*-Wirkung der Genehmigung sichergestellt werden kann.
4. Das *Parallel-Debt-Konzept* ist unter schweizerischem Recht als gültig zu beurteilen. Das Konzept wird dem eruierten vertraglichen Regelungsbedarf der Neukonsortien umfassend gerecht: Selbst bei einer Syndizierung auf dem Weg der *Novation* wird sichergestellt, dass der Neukonsortie gleichrangig besichert wird. Sodann ermöglicht das *Parallel-Debt-Konzept* die gewünschte Einsetzung eines Sicherheitentreuhänders. Dieser ist Partei des Pfandvertrages, womit sich die Frage der Übertragung der Parteistellung auf den Neukonsortien in dieser Konzeption nicht stellt.

5. Das *Joint-Creditor-Konzept* ist unter schweizerischem Recht als gültig zu beurteilen. Das Konzept wird dem eruierten vertraglichen Regelungsbedarf der Neukonsorten umfassend gerecht: Durch die Solidargläubigerschaft zwischen Sicherheitentreuhänder und Konsorte ist sichergestellt, dass nicht nur der Treuhänder mit einem bestrangigen Pfandrecht besichert ist, sondern auch der Neukonsorte. Ersteres ergibt sich daraus, dass die pfandbesicherte Forderung des Treuhänders durch die *Novation* nicht betroffen ist. Letzteres ergibt sich daraus, dass der Agent für Neukonsorten als Stellvertreter ohne Vertretungsmacht handelt und unter schweizerischem Recht einer (vereinbarten) Rückwirkung der Genehmigung der Stellvertretungshandlung nichts im Wege steht. Durch das Konzept wird sodann sichergestellt, dass der Neukonsorte hinsichtlich Rechten und Pflichten unter dem Pfandvertrag mit den übrigen Konsorten gleichgestellt wird. Auch dem Bedürfnis nach treuhändischer Sicherheitenverwaltung wird das *Joint-Creditor-Konzept* gerecht.

---

## SCHLUSSFOLGERUNG

Im Sinne eines übergreifenden Ergebnisses ist festzuhalten, dass die Interessenlage des Pfandgläubigers *von Gesetzes wegen* weder in der Errichtungs-, noch in der Bestandes- noch in der Übertragungsphase hinreichend geschützt ist. Mit Bezug auf die einzelnen Phasen ergeben sich folgende Schutzdefizite:

1. In der Errichtungsphase liegt die Interessenlage des Pfandgläubigers in der Errichtung eines rechtsgültigen Pfandrechts. Eine klare gesetzliche Vorgabe, welche Schritte zu einem rechtlich einwandfreien Pfandrecht führen, dient demnach dem Schutz der Interessenlage des Pfandgläubigers. Die Errichtung des Pfandrechts an Aktien ist aber nicht nur vielschichtig, indem sie je nach Aktienform (Wertpapier, Wertrecht, Bucheffekte) und damit verbunden auch je nach Verwahrungsform (mediatisiert, nicht mediatisiert) divergiert. Die Untersuchung hat insbesondere gezeigt, dass klare gesetzliche Vorgaben bezüglich der Pfanderrichtung verschiedentlich fehlen und wesentliche Fragen in diesem Zusammenhang an Lehre und Rechtsprechung delegiert werden. Aus der Sicht des Pfandgläubigers besteht das Risiko einer mangelhaften Pfanderrichtung.
2. Das Kerninteresse des Pfandgläubigers in der Bestandesphase liegt in der Werterhaltung des Pfandgegenstandes. Beim Pfandrecht an Aktien können insbesondere Generalversammlungsbeschlüsse die Werthaltigkeit massiv beeinträchtigen. Mit Bezug auf die untersuchten Beschlussvarianten (Aktienkapitalerhöhung, -herabsetzung und Fusion) muss der gesetzliche Schutz der Interessenlage des Pfandgläubigers insgesamt als unzureichend beurteilt werden. Dabei konnte aufgezeigt werden, dass Generalversammlungsbeschlüsse sich nicht nur wertvermindernd auf den Pfandgegenstand auswirken können. Es sind auch Konstellationen denkbar, bei denen der Pfandgläubiger sein Pfandrecht gänzlich verliert. Vertragsgestaltung zum Schutz der Interessenlage des Pfandgläubigers ist unabdingbar.
3. Werden pfandbesicherte Konsortialdarlehensforderungen auf einen Neukonsorten übertragen, so liegt dessen Interesse darin, eine pfandrechtlich einwandfrei besicherte Forderung zu erwerben und in pfandrechtlicher Hinsicht mit den übrigen Konsorten gleichgestellt zu sein. Auch hier hat die Untersuchung gezeigt, dass diese Interessenlage des Pfandgläubigers, ohne vertragliche Gestaltungsmaßnahmen, gefährdet ist.



Andrea Zbinden  
Dr. iur.

## Das Pfandrecht an Aktien

Ausgewählte dogmatische und praktische Aspekte des Pfandrechts an Aktien in der Form von Wertpapieren, Wertrechten und Bucheffekten

Die Dissertation hat zum Ziel, das Pfandrecht an Aktien in der Form von Wertpapieren, Wertrechten und Bucheffekten dogmatisch zu beleuchten und praxisrelevante Fragestellungen aufzugreifen. Die Schrift adressiert sich demnach an Lehre und Praxis zugleich.

Der dogmatische Teil befasst sich mit dem Pfandgegenstand und der rechtssystematischen Einordnung des Pfandrechts an Aktien. Ausgehend davon wird die Frage nach den anwendbaren Normen und Pfandrechtsprinzipien sowie nach den Anforderungen an die rechtsgültige Pfanderrichtung diskutiert. Ein Fokus wird auf das Pfandrecht an Aktien in der Form von Bucheffekten gesetzt.

Der praxisbezogene Teil besteht einerseits aus einer Risikoanalyse: Dabei werden die Risiken aus der Sicht des Pfandgläubigers bei struktur- und kapitaländernden Massnahmen im Umfeld der pfandbelasteten Aktiengesellschaft sowie aus der Sicht des Neukonsortens im Rahmen der Syndizierung pfandrechtl. gesicherter Darlehen aufgezeigt. Andererseits werden Möglichkeiten der Vertragsoptimierung besprochen, mit denen diesen Risiken begegnet werden kann. Eingehend behandelt werden die in der Darlehenspraxis regelmässig verwendeten Vertragskonzepte (*Parallel-Debt*-, *Joint-Creditor*-, sowie *Future-Pledge-Konzept*).

