

Andreas Feuz / Dr. Jakob Bär

Wirkung des Aktienpfandes

Die Eingriffsmöglichkeiten des Aktienpfandhalters in die Unternehmensführung

Im Kreis mittelständischer Familienunternehmen ist die Verpfändung von Aktien ein – oft letztes – Mittel zur Kreditbeschaffung. Das Aktienpfand wird von den Banken bei erhöhten Kreditrisiken als Zusatzsicherheit betrachtet. Wenn nun das Unternehmen, dessen Aktien der Bank verpfändet sind, in Schwierigkeiten gerät, kann dies zu folgenschweren Konflikten zwischen Bank und Unternehmer führen. Insbesondere dann, wenn sich die Bank veranlasst sehen könnte, in die Unternehmensführung einzugreifen bzw. diese zu ersetzen.

1. Wirtschaftliche Hintergründe

Meistens liegen besondere Gründe vor, welche eine Bank veranlassen, nicht-börsenkotierte Aktien – und nur von diesen soll im folgenden die Rede sein – zu Pfand zu nehmen. Solche Gründe können beispielsweise im Zweck einer Finanzierung liegen, so bei Erbfolgen, Management-Buyouts oder Firmenakquisitionen. Ein anderer häufiger Grund kann darin bestehen, dass ein Unternehmen einen Zusatzkredit benötigt, weder Aktionär noch Gesellschaft aber über andere Sicherheiten als Deckungsmittel verfügen.

Die Aktie bietet sich als Pfand an, weil sie als Wertpapier eindeutig definierte Vermögens- und Mitwirkungsrechte verkörpert. Darüber hinaus wird «virtuell» ein in diesem Sinne mittelbares Pfandrecht auf anderweitig noch vorhandene Sachwerte des Unternehmens gelegt. Hier denken wir beispielsweise an das Warenlager, dessen Pfandnahme zwar öfters versucht wird, meist aber an der Bedingung der fehlenden Pfandgewalt scheitert.^{1,2}

Dass es sich bei den ins Pfand genommenen Aktien um einen Realwert handelt, der wirtschaftlichen Risiken unterliegt, mag der Bank unbedenklich erscheinen, wenn

- das Unternehmen über eine werthaltige Substanz, insbesondere über realisierbare nichtbetriebliche Vermögenswerte verfügt

- die Ertragsaussichten günstig sind
- das Unternehmen im Branchen- und Konkurrenzumfeld ein interessantes Akquisitionsobjekt darstellen könnte

Auch für den Kreditnehmer können zunächst die Chancen überwiegen. Mit der Kreditaufnahme gegen Verpfändung von Aktien verfolgt der Kreditnehmer vielfach mittel- und langfristige Ziele, zu deren Verwirklichung nicht in genügendem Ausmass Eigenkapital zur Verfügung steht. Gegenüber der Eigenmittelbeschaffung hat die Kreditfinanzierung für ihn verschiedene Vorteile:

- Bei Dritten beschafftes Eigenkapital (namentlich Venture Capital) wäre verhältnismässig teurer

- Die konstante Mitwirkung eines zusätzlichen Aktionärs schränkt die Handlungsfreiheit der bisherigen Aktionäre ein und vergrössert eventuell das Verwaltungsratsgremium. Die Formalitäten, insbesondere bei der Durchführung der Generalversammlung, nehmen zu

¹ Art. 884 ZGB, insbesondere Abs. 3, wonach das Pfandrecht nicht begründet ist, solange der Verpfänder die ausschliessliche Gewalt über die Sache behält.

² Mobilisierung wäre auch möglich durch das Instrument der sog. «Asset Securitisation»; die notwendigen gesetzlichen Grundlagen fehlen hiezu in der Schweiz vorderhand noch. Auf die Problematik wird in einer späteren Publikation zurückzukommen sein.



Andreas Feuz
Fürsprecher, Mitglied der
Geschäftsleitung Transliq AG, Bern



Dr. oec. publ. Jakob Bär
Mettmenstetten

- Ein späterer Ausstieg eines neuen Drittaktionärs kann in vielen Fällen nur über den Verkauf des Unternehmens vollzogen werden

2. Juristische Schranken

Durch die Verpfändung der Aktien als Kreditsicherheit erlangt die Bank eine Anwartschaft auf einen künftigen Verwertungserlös. Das Aktienrecht selbst erwähnt die Verpfändung sachgerecht nur marginal, nämlich in bezug auf das Stimmrecht von Inhaberaktien. Nach Art. 689a Abs. 2 OR darf der Pfandgläubiger bei Inhaberaktien die Mitgliedschaftsrechte nur ausüben, wenn er vom Aktionär hierzu in einem besonderen Schriftstück bevollmächtigt wurde. Diese Beschränkung hat aber nur interne Wirkung zwischen Aktionär und Pfandgläubiger. Die Gesellschaft selbst braucht sich die Vollmacht nicht vorlegen zu lassen, sondern es genügt als Legitimation der Aktienbesitz.³ In Kleingesellschaften, wie sie vorliegend zu Diskussion stehen, dürfte das Bekanntsein der Verpfändung vorausgesetzt werden und im Rahmen des ohnehin kleinen Kreises der Verwaltung und des Aktionariats auch eine entsprechende «Verpfändung» der Mitgliedschaftsrechte.

Generell gilt, dass verpfändete Aktien an der Generalversammlung durch die Aktionäre und nicht durch den Pfandgläubiger vertreten werden. Diese Regelung in Art. 905 ZGB ist dispositiver Natur und wird umgangen, indem in den Formularverträgen «nebenbei» eine Abtretung der Mitgliedschaftsrechte bei Aktien stipuliert wird. Der vorsichtige Pfandnehmer wird aber beachten, dass eine solche Abrede bei der Verpfändung von Namenaktien nichts nützt, wenn nach den statutarischen Gesellschaftsbestimmungen nur der von der Gesellschaft anerkannte Aktionär stimmberechtigt ist.⁴ Eine Konsultation der Statuten dürfte hier Klarheit schaffen.

Diese Beschränkung des Stimmrechts verpfändeter Aktien darf nicht mit der Verpfändbarkeit der Aktien als solche verwechselt werden. Statutarisch kann

letztere nicht (mehr) ausgeschlossen werden. Bei den nicht-vinkulierten Aktien ergibt sich das aus der freien Handels- und Verfügbarkeit, bei den vinkulierten Aktien ist es aus der gesetzlich abschliessenden Regelung der zulässigen Übertragungsbeschränkungen herzu- leiten – die Verpfändung fällt nicht darunter⁵.

Anstelle der Verpfändung kann mit der **Sicherungsübereignung** ein wirtschaftlich identisches Resultat erreicht werden. Die Aktien werden in diesem Falle als Sicherheit extern zu vollem Recht übertragen, jedoch mit der internen Vereinbarung über die Beschränkung der Rechte auf den reinen Sicherungszweck. Diese fiduziarischen Geschäfte sind rechtlich solange unproblematisch, als sich beide Parteien an die im Sicherungsübereignungsvertrag statuierten Abmachungen halten; zudem sind die Grenzen zur Simulation und zur Mentalreservation zu beachten. Wirtschaftlich begibt sich die Bank aber in eine widersprüchliche Position, weil sie im Gegensatz zu anderen Geschäften, die sie als Treuhänderin tätig, für den Treugeber nicht nach aussen auftreten soll. Schliesslich ist das fiduziarische Rechtsgeschäft schlichtweg nichtig, wenn damit gesetzliche aktienrechtliche Bestimmungen umgangen werden sollen, so die Vinkulierungs- oder Stimmrechtsbeschränkungsbestimmungen.

Eine Eintragung des Gläubigers im Aktienregister ist weder bei Pfandnahme noch bei der Sicherungsübereignung vorgesehen und würde denn auch keine direkte Wirkung entfalten.

3. Mögliche Probleme

a) Wertzerfall des Aktienpfandes – was ist zu unternehmen

Solange das Kreditgeschäft vertragskonform abgewickelt werden kann, ergeben sich aus den dargestellten juristischen Schranken keine Probleme. Welche Konsequenzen können sich nun aber ergeben, wenn die erwartete positive Entwicklung der Gesellschaft, deren Aktien verpfändet sind, sich ins Gegenteil wandelt – nach finanziellen Verlusten, bei ange-

spannter Liquidität oder angesichts einer drohenden Insolvenz?

Wenn sich das Geschäft nicht in der gewünschten Weise entwickelt, oder wenn Vermögensverluste eingetreten sind, dann wird die hohe Verschuldung sehr bald zur existenzbedrohenden Belastung – in der Fachsprache auch als negativer Leverage-Effekt⁶ bezeichnet. Die Zinsbelastungen übersteigen die erwirtschafteten Deckungsbeiträge und verursachen Verluste. Die Zinszahlungen tragen – nebst anderen Entwicklungen wie kürzere Zahlungsziele der Lieferanten, ausbleibende Vorauszahlungen – auch zu Liquiditätsengpässen bei.

Die hohe Fremdverschuldung ist dabei zwar ein Faktor, der die Krise eines Unternehmens verschärft, aber nicht in jedem Fall die hauptsächliche Ursache. Fehlinvestitionen mit einem entsprechenden Abschreibungsbedarf, Misserfolge der Produkte im Markt, führungsmässige oder organisatorische Mängel sowie wenig aussagekräftige Finanzausweise zeigen sich erst im Stadium der Krise in ihrer vollen Tragweite. Die Bank kann auch mit einer guten Kreditüberwachung erst reagieren, wenn sich die Krise in negativen Ereignissen und ungünstigen Finanzkennzahlen abzeichnet, mitunter begleitet von häufigen Kreditüberschreitungen oder einer hohen durchschnittlichen Kreditbeanspruchung bei abnehmendem Kontoumsatz.

Der Wert der verpfändeten Aktien vermindert sich als Folge der finanziellen Schwierigkeiten des Unternehmens rasch und nachhaltig. Bei der Bank ergibt sich ein Handlungsbedarf zur Sicherung ihrer ausstehenden Kredite. Je nach Finanzierungsstruktur sind die Handlungsvarianten verschieden:

³ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, RN 30 zu § 45

⁴ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, op.cit., RN 29 zu § 45

⁵ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, op.cit., RN 34 zu § 45

⁶ Unter dem Leverage-Effekt versteht man die Hebelwirkung der Fremdfinanzierung auf die Eigenkapitalrendite. Solange die Rendite des in einem Unternehmen investierten Kapitals höher liegt als die zu bezahlenden Fremdkapitalzinsen, erhöht jede zusätzliche Kreditaufnahme den Gewinn und die Rendite des Eigenkapitals

Fall A:

Der Bank werden von Seiten des alleinigen oder des Hauptaktionärs Aktien der schuldnerischen Gesellschaft verpfändet.

Fall B:

Der Bank werden von der schuldnerischen Gesellschaft (Muttergesellschaft, Holding oder dergleichen) die Aktien einer ihrer Tochtergesellschaften verpfändet.

Fall C:

Der Bank werden auf Veranlassung des Aktionärs der schuldnerischen Gesellschaft Aktien einer Schwestergesellschaft verpfändet.

Hat die Bank die Aktien ihrer Schuldnerin zu Pfand genommen (Fall A), dann ergibt sich aus dem Aktienpfand nicht unmittelbar eine Verstärkung ihrer Gläubigerposition. Sie wird aufgrund der Kreditverträge weitere Angaben zur Situation der Schuldnerin verlangen und kann ihrer Forderung nach Sanierungsmassnahmen dadurch Nachdruck verleihen, das sie mit der Kündigung der Kredite droht. Insbesondere kann sie die Zufuhr zusätzlicher Eigenmittel – durch bisherige oder neue Aktionäre – verlangen. Die Forderung nach Sanierungsmassnahmen dürfte jedoch auf sie zurückfallen, indem sich Forderungsverzichte der Bank als unumgänglich für eine rasche und nachhaltige Sanierung erweisen.

Etwas unterschiedlich kann die Ausgangslage für die Bank sein, wenn sie Aktien einer Tochter- oder Schwestergesellschaft im Pfanddepot hält (Fall B und C). Sie kann auch hier Sanierungsmassnahmen bei der Tochter- oder der Schwestergesellschaft verlangen, verfügt aber zu deren Beurteilung in der Regel nicht über die selben Informationsgrundlagen. Auch hätten Forderungsverzichte durch die Bank noch keine sanierende Wirkung bei der notleidenden Gesellschaft, deren Aktien sich im Pfand befinden. Ihre Ansprüche kann die Bank in letzter Konsequenz nur durch Pfandverwertung realisieren, soweit aus dem Verkauf der Aktien ein Erlös resultiert.

Ein klarer Vorteil ergibt sich aus dem Aktienpfand einer Tochter- oder Schwe-

stergesellschaft nur, wenn über die schuldnerische Muttergesellschaft aus anderen Gründen ein Nachlass- oder Konkursverfahren eröffnet wird. In diesem Fall sichert sich die Bank den Verwertungserlös. Speziell hinzuweisen ist in dieser Hinsicht, dass verpfändete Aktien im Rahmen der Nachlassliquidation nicht zwingend durch die Liquidatoren zu verwerten sind. Gemäss Art. 324 SchKG sind die Pfandhalter in diesem Falle berechtigt, die Faustpfänder in dem ihnen gut scheinenden Zeitpunkt durch Betreibung auf Pfandverwertung zu liquidieren oder, wenn sie dazu durch den Pfandvertrag berechtigt waren, freihändig oder börsenmässig zu verwerten.

b) Pfandrealisierung gegen den Willen der Aktionäre?

Wenn die Zukunft des Unternehmens, dessen Aktien die Bank zu Pfand hält, ungewiss ist, und wenn eine Sanierung durch die bisherigen Aktionäre nicht möglich ist, kann die Bank auf eine rasche Pfandrealisierung drängen. Stimmen die Aktionäre einem Freihandverkauf nicht zu, muss die Bank aus ihrer Rechtsposition handeln und die Verwertung ihres Pfandes zwangsweise durchsetzen. Falls im Pfandvertrag ein Freihandverkauf vorgesehen ist, wird sie diesen möglichst rasch realisieren wollen. Auch im Rahmen einer Betreibung auf Pfandverwertung ist ein Freihandverkauf noch möglich.⁷ Grundsätzlich dürfte davon ausgegangen werden können, dass Aktien von KMU freihändig bedeutend besser placiert werden können als bei einer öffentlichen Versteigerung.

In dieser Situation stösst die Bank bei der Pfandverwertung – trotz unter Umständen eindeutiger Rechtslage – auf weitere praktische Schwierigkeiten. Das Unternehmen kann der Bank, ihren Beratern und potentiellen Investoren den Zugang zu den Geschäftsräumen und zu weiteren Informationen verweigern. Kein Investor wird jedoch die Aktien eines sich in Schwierigkeiten befindenden Unternehmens kaufen ohne vorgängige eingehende Prüfung (due diligence). Dieser Zugang ist den Gläubigern nur bei der

Nachlassliquidation oder beim Konkurs der Gesellschaft möglich. Der Preis hierfür dürfte aber zu hoch sein.

Interessant für die Bank dürfte auch der Selbsteintritt im Rahmen eines vertraglich vereinbarten Selbstverkaufs sein, d.h. die direkte Übernahme der Aktien ohne Zwangsverfahren und ohne Beteiligung der Öffentlichkeit. Dieser Selbsteintritt widerspricht aber der *lex commissoria* (Verfall der Pfandsache an den Gläubiger zu Eigentum).⁸

Alternativ wäre vor allem bei Vorliegen einer Sicherungsübereignung ein Selbsteintritt als neuer Aktionär der Gesellschaft denkbar. Wenn das fragliche Unternehmen aber in seiner Fortführung gefährdet ist und allenfalls bereits eine Überschuldung vorliegt, übernehme die Bank dadurch nebst Gläubiger- noch viel höhere unternehmerische Risiken und Verantwortlichkeiten. Daneben müsste sie sich in vielen Fällen einer rechtlichen Auseinandersetzung mit den bisherigen Aktionären stellen, welche das Vorgehen anfechten können. Erschwerend wirkt zudem die Handlungsunfähigkeit des Unternehmens in dieser Zeit unklarer Eigentümerverhältnisse.

Hat die Bank die Aktien ihrer Schuldnerin in Pfand (Fall A), kann sie ihre Kreditausstände auf dem Weg des SchKG einfacher durch Verwertung der Aktiven der Gesellschaft realisieren, falls sie rechtlich dazu im Stande ist. Wenn dabei das Geschäft als Ganzes und zu Fortführungswerten verkauft werden soll, stellt sich für die Bank die Frage, wie sie diesen Fortführungswert mit vertretbarem Einsatz und Risiko sicherstellen kann. Gedacht wird hier an die Fortführung von Unternehmen zwecks Verkauf zu Fortführungswerten im Konkurs oder im Nachlass.⁹ Involviert sind in diesem Falle aber alle Gläubiger, wenn auch die Banken mitunter zu denjenigen mit den grössten Forderungen zählen dürften.

⁷ Art. 130 SchKG, vgl. Basler Kommentar SchKG, RUTZ MAGDALENA, Bd. II, S. 1244 ff

⁸ Statt vieler, JÄGER/WALDER/KULL/KOTTMANN, SchKG, RN 8 zu Art. 41

c) Durchsetzung der Interessen des Pfandgläubigers durch Eingriff in die Organe?

Die Bank als Pfandhalterin von Aktien hat ein Interesse an der Fortführung des betreffenden Unternehmens, wenn sie sich davon einen besseren Verkaufserlös für die Aktien verspricht oder wenn sie eine nachhaltige Sanierung als machbar betrachtet. Dieses positive Interesse ist aber in Frage gestellt, wenn sich die Aktionäre und der Verwaltungsrat einem Verkauf der Aktien widersetzen oder wenn die Bank den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung als nicht fähig betrachtet, die Gesellschaft wieder zum Erfolg zu führen. In diesen Fällen muss die Bank als Pfandgläubigerin eine Lösung suchen.

Die Bank hat als Pfandhalterin der Aktien die Möglichkeit, im Rahmen der oben dargestellten gesetzlichen und vertraglichen Ausgestaltung, die bisherigen Mitglieder des Verwaltungsrates abzuwählen und ihre eigenen Vertreter in diesen zu entsenden. In diesem Rahmen kann sie auch das Management ersetzen.

Selbst wenn die Bedingungen für die Auswechslung des Verwaltungsrates gegeben sind, stellen sich praktische Schwierigkeiten einer Abwahl von Organen entgegen. In Familiengesellschaften bestehen

oftmals sehr enge Bindungen von Kunden und Mitarbeitern zu den geschäftsführenden Aktionären. Es dürfte nicht leicht sein, eine neue Geschäftsführung einzusetzen, welche den relevanten Markt kennt und diese Beziehungen auf sich übertragen kann. Noch schwieriger dürfte es sein, Persönlichkeiten zu finden, welche das Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitermandat – verbunden mit der erwähnten Haftung – übernehmen wollen. Handelt es sich um ein «gebundenes» Mandat, bei dem die hinter dem Verwaltungsrat stehende Bank die Weisungsbefugnis inne hat, stellt sich mitunter wieder die Frage des faktischen Verwaltungsrates und des Haftungsrisikos der Bank als bonitätsmässig interessanten Verantwortlichkeitsträger.

Die jüngste Praxis zeigt, dass die von Banken eingesetzten Organe bei der Ausarbeitung und Umsetzung von Sanierungslösungen erheblichen Risiken ausgesetzt sind. Auch wenn die Bank nur in beratender und begleitender Art und Weise auftritt, ihre Ratschläge aber durch Massnahmen im Bereiche der Liquidität stets durchsetzen kann, kann ein faktisches Verwaltungsratsmandat vorliegen. Es würde den Rahmen dieser Publikation sprengen, den heiklen und umstrittenen

Bereich der Verantwortlichkeit des faktischen Verwaltungsrates zu behandeln¹⁰.

4. Schlussfolgerung

Gesamthaft gesehen, erweist sich das Aktienpfand für die Bank in Auseinandersetzungen mit den Aktionären bzw. dem Unternehmer als «stumpfe Waffe». Die Aktionäre andererseits brauchen sich vor solchen Auseinandersetzungen nicht zu fürchten, sollten aber im Interesse ihrer Unternehmung und der übrigen Gläubiger die eigene Handlungsweise hinterfragen und für die zu lösenden unternehmerischen Probleme rechtzeitig unabhängige Beratung beiziehen. Aus rechtlicher Sicht scheint die Verpfändung / Sicherungsübereignung von Aktien nicht allzu grosse Probleme zu stellen, wenn die vorbeschriebenen Modalitäten und gesetzlichen Regeln beachtet werden. Die Durchsetzung des Rechtes als solches dürfte oft an faktischen und zeitlichen Hemmnissen scheitern.

⁹ vgl. FEUZ, Fortführung von Unternehmen im Konkurs, IWIR 1998 S. 14 ff

¹⁰ weiterführend AJP, 01/91, S. 1327 ff