



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

AT 1, Ad hoc, L-QIF, ESG, Insider, etc.: im Reich der guten und der bösen Akronyme und Abkürzungen

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIX
Tagungsband 2023



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

AT 1, Ad hoc, L-QIF, ESG, Insider, etc.: im Reich der guten und der bösen Akronyme und Abkürzungen

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIX
Tagungsband 2023



AT 1, Ad hoc, L-QIF, ESG, Insider, etc.: im Reich der guten und der bösen Akronyme und Abkürzungen
Copyright © by Thomas U. Reutter und Thomas Werlen is licensed under a [Creative Commons
Namensnennung-Keine Bearbeitung 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/), except where otherwise noted.

© 2025 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

Herausgeber: Thomas U. Reutter / Thomas Werlen – Europa Institut an der Universität Zürich

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch)

Produktion, Satz & Vertrieb: buchundnetz.com

ISBN:

978-3-03805-773-4 (Print – Softcover)

978-3-03805-774-1 (PDF)

978-3-03805-775-8 (ePub)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-773>

Version: 1.01 – 20250129

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/at-1-ad-hoc-l-qif-esg-insider-etc-im-reich-der-guten-und-der-boesen-akronyme-und-abkuerzungen/>.

Vorwort

Der vorliegende Tagungsband „Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen“ stellt die Themen der 19. Tagung dieser Art in kohärenter und umfassender Form dar. Ausgehend von einem Einblick in die Welt der Akronyme und Abkürzungen, von denen der Kapitalmarkt aufgrund zunehmender Komplexität immer stärker geprägt wird, handelt dieser Tagungsband ein breit gefächertes Spektrum von Themen ab, deren Gemeinsamkeit nicht nur in der hohen Aktualität für praktizierende Juristen liegt, sondern auch in der jeweils rasant voranschreitenden Rechtsentwicklung und -praxis. Dabei ist die zunehmende Regelungsdichte nicht mehr der ausschliesslich vorherrschende Aspekt, sondern es zeichnen sich erfreulicherweise auch wieder Tendenzen zur Liberalisierung ab.

Mit diesem Tagungsband können die Beiträge einem breiteren Publikum zugänglich gemacht werden. Fabienne Crisovan befasst sich mit den ESG-Faktoren und deren Offenlegung aus Sicht der kotierten Gesellschaften. Deirdre Ní Annracháin beleuchtet in einem Beitrag (EN) die Prävention von Insider Trading. Rainer Adlhart und Silke Weller widmeten ihre Fachkompetenz der intensiven Auseinandersetzung mit den High Yield Bonds, wobei aktuelle Trends und Marktentwicklungen im Fokus stehen. Caroline Clemetson und Andrea Andelic setzten sich eingehend mit den Möglichkeiten des neuen kollektiven Anlageform L-QIF's auseinander und zeigen auf, inwiefern dieser auf dem Kapitalmarkt eingesetzt werden kann. Dr. Sarah Ganz schliesst mit einer Diskussion der Beziehung zwischen dem internationalen Investitionsschutzabkommen und den Kapitalmarktinvestments ab.

Die Tagung richtet sich wie seit nunmehr 19 Jahren an Rechtsanwälte, Unternehmensjuristen und juristisch interessierte Kapitalmarktpraktizierende. Der Fokus lag wie jedes Jahr auf der Vermittlung von praktischem Know-How und dem interaktiven Austausch.

Für das Gute Gelingen der Tagung und der Veröffentlichung dieses Bandes möchten wir herzlich danken: den Referenten und Verfassern von Beiträgen, sowie dem gesamten EIZ-Team für die Organisation und Abwicklung der Tagung und dieses Bandes.

Inhaltsübersicht

ESG-Faktoren und deren Offenlegung aus Sicht der kotierten Gesellschaft 9

FABIENNE CRISOVAN, Rechtsanwältin, Group Head ESG
Legal & Corporate Law, Zurich Insurance Group, Zürich

Preventing insider trading: A review of current standards 27

DEIRDRE NÍ ANNACHÁIN, Rechtsanwältin, Partnerin bei
Niederer Kraft & Frey AG, Zürich

High Yield Bonds: Überblick, Trends und aktuelle Marktentwicklungen 37

RAINER ADLHART, Rechtsanwalt, Latham & Watkins, München
SILKE WELLER, Rechtsreferendarin, Latham & Watkins, München

Der neue L-QIF, neue Möglichkeiten und sein Einsatz auf dem Kapitalmarkt 75

CAROLINE CLEMETSON, Rechtsanwältin, Partnerin bei
Schellenberg Wittmer AG, Genf und Zürich
ANDREA ANDELIC, Rechtsanwältin, Associate bei Schellenberg Wittmer AG,
Genf und Zürich

Internationale Investitionsschutzabkommen und Kapitalmarktinvestments – eine unterschätzte Beziehung? 91

Dr. SARAH GANZ, Rechtsanwältin, Special Counsel,
WilmerHale, London/Berlin

ESG-Faktoren und deren Offenlegung aus Sicht der kotierten Gesellschaft

Fabienne Crisovan

Inhalt

I.	Einleitung	9
II.	Die Nachhaltigkeitsberichterstattung	10
	1. Historischer Kontext	10
	2. Die Investorensicht	12
	3. Nachhaltigkeitsberichterstattung in der Schweiz	14
	4. Internationale Landschaft	15
	a) Europäische Union	15
	b) USA	17
	c) Rest der Welt: ISSB	18
	5. Fazit und Herausforderungen	19
III.	ESG und Kapitalmarkt	20
	1. Emissionsprospekte	20
	a) Schweiz	20
	b) Europäische Union	21
	2. Ad hoc-Publizität	23
	3. Ratingagenturen und Stimmrechtsberater	24
	4. Fazit und Herausforderungen	25
IV.	Schlussbemerkungen	25
	Literaturverzeichnis	26

I. Einleitung¹

Eine grundlegende Problematik der Nachhaltigkeitsberichterstattung besteht in ihrer Vielschichtigkeit. Geht es um Philanthropie, Änderung oder Überwachung von Verhaltensweisen von Unternehmen, Risikomanagement oder eine alternative Form der Beurteilung der Geschäftslage? Sind die Berichtsadressaten Kunden, Mitarbeiter, Investoren, Aufsichtsbehörden oder die Allgemeinheit? Welche Informationen sind von Interesse? Diese Vielschichtigkeit stellt

¹ Die Regulierung und Gesetzgebung im Nachhaltigkeitsbereich entwickelt sich weltweit überdurchschnittlich schnell. Die nachfolgenden Ausführungen und zitierte Weblinks basieren auf dem Stichtag vom 31. März 2024.

Unternehmen vor die Herausforderung, eine klare und zielgerichtete Berichterstattung zu entwickeln. Zumal Gesetzgeber und Regulatoren bei der Entwicklung der rechtlichen Rahmenbedingungen auch durch die Vielschichtigkeit und variierenden Anspruchsgruppen gefordert sind.

Ursprünglich war die Nachhaltigkeitsberichterstattung freiwillig. Soweit Berichte erstellt wurden, konnte deren Format und Inhalt frei gemäss individuellem Geschäftsmodell und strategischen Prioritäten gestaltet werden. Mit zunehmenden rechtlichen Vorgaben und Erwartungen diverser Anspruchsgruppen müssen Unternehmen die bisherige Nachhaltigkeitsberichterstattung neu überdenken und gemäss den neuen Anforderungen anpassen.

Zudem ist die Terminologie uneinheitlich – Nachhaltigkeit ist ein offener Begriff und scheint eine langfristige zukunftsgerichtete Komponente zu beinhalten. Demgegenüber ist ESG (Environment / Social / Governance) eine von Investoren geprägte Methode zur systematischen Analyse und Bewertung eines Unternehmens innerhalb dieser drei Kategorien – die wiederum eine unendliche Palette von Themen umfassen können, von Umwelt, Arbeitnehmer, Menschenrechte, Vergütung zur künstlichen Intelligenz. Die zwei Begriffe vermischen sich zunehmend. Die Philosophie besteht darin, dass mit einem sorgfältigen Umgang mit den ESG Themen auch nachhaltiger Wert geschaffen werden kann.

II. Die Nachhaltigkeitsberichterstattung²

I. Historischer Kontext

Dem Ruf nach Transparenz geht häufig ein Skandal voran. Auch die institutionalisierte Nachhaltigkeitsberichterstattung wurde durch Umweltskandale wie der Tschernobyl Nuklearkatastrophe (1986) und der Exxon Valdez Ölkatastrophe (1989) motiviert.³ Es folgten Forderungen nach Transparenz und Rechenschaftspflicht, um die Verhaltensweisen von Unternehmen zu beeinflussen.⁴

² Nachfolgend wird nur auf die allgemeine jährliche Berichterstattung eingegangen und nicht auf jene, die sich aus Gesetzen oder Regularien mit Fokus auf Sorgfaltspflichten ergeben (z.B. aus Art. 964j ff. des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220) betr. Sorgfaltspflichten und Transparenz bezüglich Mineralien und Metallen aus Konfliktgebieten und Kinderarbeit oder das Lieferkettensorgfaltspflichtgesetz in Deutschland, welche beide nebst den eigentlichen Sorgfaltspflichten auch eine Berichterstattungspflicht vorsehen).

³ Vgl. <<https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>> zur Geschichte der Global Reporting Initiative (GRI).

⁴ Auf ihrer Website führt GRI zu ihrem Zweck aus „GRI exists to help organizations be transparent and take responsibility for their impacts so that we can create a sustainable future“, abrufbar unter <<https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>>.

Negative Praktiken sollen offen gelegt und durch Geschäftspartner, Investoren oder die allgemeine Öffentlichkeit abgestraft werden. Diverse private Standards wurden entwickelt, woraus sich die berühmte Buchstabensuppe von Berichtstandards entwickelte.⁵

Im Zentrum der Nachhaltigkeitsberichterstattung war zunächst das Schlagwort Corporate Social Responsibility (CSR) als Konzept der ethischen Verantwortung von Unternehmen. Die entsprechende Offenlegung war aber fragmentär, mit Fokus auf ausgewählte Aktivitäten und von der Natur „tue Gutes und sprich darüber“. Ziel war jedoch, das „Ungute“ ans Tageslicht zu bringen und so Missstände und die Klimakrise zu bekämpfen (siehe oben, Fn. 4).

Auch institutionelle Investoren setzten sich zuerst mit Möglichkeiten auseinander, nachhaltige Verhaltensweisen zu beeinflussen.⁶ Das Konzept kam auf, dass Investoren mit ihren Investitionen und entsprechenden Einflussmöglichkeiten den Übergang zu einer nachhaltigeren Welt zu unterstützen sollten. Zunehmend wurden die Klimakrise und soziale Unruhen als finanzielle Risiken wahrgenommen. ESG-Daten wurden zur Analyse von Risiken und Chancen eingefordert, welche die langfristige Profitabilität von Emittenten beeinflussen könnten. Zudem konnten Investoren Risiken und Opportunitäten in einer sich ändernden Welt prüfen und entsprechend ihr Anlageportfolio ausbalancieren.

Seitens der Gesetzgeber stand mit Bezug auf Nachhaltigkeitsberichterstattung vorab der Wunsch nach Beeinflussung von Verhaltensweisen. Es war einfacher, eine „passive“ Berichterstattung gesetzlich einzuführen als eine „aktive“ Sorgfaltspflicht.⁷ Mittlerweile ist die Nachhaltigkeitsoffenlegung fester

⁵ Der Begriff wurde insbesondere von der Financial Times geprägt, z.B. im Artikel von Temple-West. Zu den bekanntesten Standards gehören der Standard der Global Reporting Initiative (GRI), Sustainability Accounting Standards Board (SASB), World Economic Forum's International Business Council (WEF IBC), Task Force for Climate-related Financial Disclosures (TCFD) Recommendations gefolgt von jüngeren Beispielen wie International Sustainability Standards Board (ISSB), European Sustainability Reporting Standards (ESRS) und die Task Force for Nature-related Financial Disclosures (TNFD).

⁶ Z.B. als Zeichner der Principles of Responsible Investment (PRI), welche zum Ziel hat, ein globales nachhaltigeres Finanzsystem einzurichten, abrufbar unter <<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>>.

⁷ So zum Beispiel mündete in der Schweiz die Konzerninitiative mit dem indirekten Gegenvorschlag in einer Berichterstattungspflicht anstelle der durch die Initiative vorgeschlagenen Sorgfaltspflicht; auch in der EU wurde die Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) sehr heftig debattiert und musste mehr Hürden nehmen, als die rein auf Berichterstattung ausgerichteten Non-Financial Reporting Directive (NFRD) ab Berichtsjahr 2017, die ab Berichtsjahr 2024 von der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) abgelöst wurde.

Bestandteil einer sich ständig weiterentwickelnden Regulierung und Gesetzgebung und hat je nach Land eher einen Fokus auf Information von verschiedensten Anspruchsgruppen oder von Investoren.

Die Entwicklung von der freiwilligen Berichterstattung zur gesetzlichen Pflicht hat keine Klarheit betreffend Zweck und Adressatenkreis der Berichterstattung gebracht. Geht es um Offenlegung von Unternehmensbewertungsfaktoren für Investoren oder um die Bewahrung einer nachhaltigen Zukunft zugunsten der Allgemeinheit? Irgendwo in der Bandbreite dieses Spektrums müssen Unternehmen ihren roten Faden finden.

2. Die Investorensicht

Institutionelle Investoren haben eine Treuepflicht gegenüber ihren Kapitalgebern und werden stets die Profitabilität der Emittenten (und damit ihres Portfolios) im Auge haben müssen. Die Prüfung von ESG Faktoren ist aus der Investorensicht immer mit dem Anlageentscheid verbunden.

Die SIX Swiss Exchange hat bereits im Jahr 2018 die Möglichkeit des Opting In für die Nachhaltigkeitsberichterstattung eingeführt (Art. 9 Richtlinie Corporate Governance; Art. 9 Ziff. 2.03 Richtlinie Regelmeldepflichten). Mit der Veröffentlichung der Nachhaltigkeitsberichte auf der Website der SIX Swiss Exchange soll allen Marktteilnehmern einfacher Zugang zu diesen (anlegerrelevanten) Informationen gegeben werden.⁸

Im ‚Dear CEO Letter 2020‘ unterstreicht BlackRock, einer der grössten globalen institutionellen Investoren, die Bedeutung von Nachhaltigkeitsberichten für die Bewertung der langfristigen Profitabilität von Emittenten:

„Each company’s prospects for growth are inextricable from its ability to operate sustainably and serve its full set of stakeholders. [...] We will use these [SASB / TCFD] disclosures and our engagements to ascertain whether companies are properly managing and overseeing these risks within their business and adequately planning for the future. In the absence of robust disclosures, investors, including BlackRock, will increasingly conclude that companies are not adequately managing risk.“⁹

⁸ Entscheidet sich ein Emittent für ein Opting In, ist er verpflichtet, den Bericht unter Anwendung des gewählten zugelassenen international anerkannten Standards (Stand Dezember 2023 sind dies GRI, SASB, ISSB und ESRS) zu erstellen und innert acht Monaten nach dem Abschlussstichtag des Jahresabschlusses auf seiner Webseite während 5 Jahren zu veröffentlichen.

⁹ Larry Fink’s 2020 Letter to CEOs: A Fundamental Reshaping of Finance, 14. Januar 2020, abrufbar unter <<https://www.blackrock.com/americas-offshore/en/larry-fink-ceo-letter>>; nochmals unterstrichen im 2022 Dear CEO Letter und dem legendären Satz „Stakeholder

Dieser Gedanke wird durch den Präsidenten der ISSB bei der Lancierung der ISSB Standards (siehe unten, [II.4.c](#)) ebenfalls unterstrichen:

„Today represents the outcome of more than 18 months of intense work to deliver an inaugural set of sustainability disclosure standards for the global capital markets. The ISSB Standards have been designed to help companies tell their sustainability story in a robust, comparable and verifiable manner. We have consulted closely with the market to ensure the Standards are proportionate and will result in disclosures that are relevant for investment decision-making.“¹⁰

Auch der ESRS 1 Standard der CSRD (siehe unten, [II.4.a](#)) enthält Ausführungen zur finanziellen Materialität und hält dabei fest:

„The scope of **financial materiality** for sustainability reporting is an expansion of the scope of materiality used in the process of determining which information should be included in the undertaking's financial statements.“¹¹

Verschiedene institutionelle Investoren und Standardsetter gehen somit davon aus, dass ESG Faktoren Werte- oder Risikotreiber sind, die sich langfristig in den Finanzzahlen positiv oder negativ niederschlagen. Aus dieser Perspektive ist die Nachhaltigkeitsberichterstattung eine logische Ergänzung der Finanzberichterstattung. Auch die Stimmrechtsberaterin Glass Lewis stellt klar, dass sie ESG Themen im Kontext der finanziellen Relevanz für die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens prüft.¹²

Aus den Principles for Sustainable Investment (PRI) kommt zudem hervor, dass neben der individuellen Beurteilung von Unternehmen auch die Förderung des

capitalism is not about politics. It is not a social or ideological agenda. It is not ,woke.' It is *capitalism*, driven by mutually beneficial relationships between you and the employees, customers, suppliers, and communities your company relies on to prosper. This is the power of capitalism. **In today's globally interconnected world, a company must create value for and be valued by its full range of stakeholders in order to deliver long-term value for its shareholders.** It is through effective stakeholder capitalism that capital is efficiently allocated, companies achieve durable profitability, and value is created and sustained over the long-term. Make no mistake, the fair pursuit of profit is still what animates markets; and long-term profitability is the measure by which markets will ultimately determine your company's success.“; abrufbar unter <https://www.blackrock.com/us/individual/2022-larry-fink-ceo-letter>.

¹⁰ <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/06/issb-issues-ifrs-s1-ifrs-s2/>.

¹¹ Art. 3.5, Note 47 ESRS 1, abrufbar unter ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/csr-d-delegated-act-2023-5303-annex-1_en.pdf.

¹² <https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2023/11/2024-Shareholder-Proposals-ESG-Benchmark-Policy-Guidelines-Glass-Lewis.pdf>.

Übergangs zu einer nachhaltigeren Welt eine Rolle spielt. Dies beruht auf der Annahme, dass in einer Welt mit gesunder Umwelt und sozialer Gerechtigkeit langfristig mehr Profit generiert werden kann.

Aus Investorensicht kann somit, nebst den finanziellen Aspekten von ESG-Themen, auch das allgemeine Ziel der Unterstützung einer nachhaltigen Welt massgeblich sein.

3. Nachhaltigkeitsberichterstattung in der Schweiz

In der Schweiz beruht die Nachhaltigkeitsberichterstattung auf dem Gedanken der Rechenschaftspflicht und dem Einfluss auf verantwortliches Unternehmensverhalten. Sie wurde als indirekter Gegenvorschlag zur sogenannten Konzernverantwortungsinitiative mit Inkrafttreten per 1. Januar 2023 eingeführt und basiert auf dem Modell der Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (NFRD)¹³ der EU.¹⁴ Der Bundesrat hat bereits die Revision der Berichterstattungspflichten angekündigt und eine Vernehmlassungsvorlage Mitte 2024 in Aussicht gestellt.¹⁵ Voraussichtlich werden die Pflichten ausgedehnt.

Die Offenlegungspflicht betrifft sehr spezifisch Umweltbelange (insbesondere CO₂-Ziele), Sozialbelange, Arbeitnehmerbelange, Achtung der Menschenrechte und Bekämpfung der Korruption (Art. 964b Abs. 1 OR). Die Nachhaltigkeitsberichte sind vom Verwaltungsrat zu genehmigen und der Generalversammlung vorzulegen (Art. 964c OR). Eine Prüfung durch eine Prüfstelle ist nicht Pflicht, jedoch „best practice“, da die vorsätzliche oder fahrlässige falsche oder unterlassene Berichterstattung eine Busse von CHF 100'000 bzw. CHF 50'000 zur Folge haben kann (Art. 325^{ter} StGB).

Die Anwendung eines bestimmten Standards ist nicht vorgeschrieben, jedoch soll ab 1. Januar 2024 soweit relevant TCFD für die klimabezogene Offenlegung angewendet werden (Verordnung über die Klimabelange (Klimaverordnung)). Damit wird ein privater Standard mittels Referenz in der Klimaverordnung auf Gesetzesstufe erhoben. Die TCFD selbst gibt es als Gremium nicht mehr: Die Task Force für Climate related Financial Disclosures des Financial Stability Boards hat mit der Veröffentlichung der ISSB Standards (IFRS S1 und IFRS S2)

¹³ Richtlinie (EU) 2014/95 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, ABl L 330 vom 15. November 2014, 1 ff.

¹⁴ Medienmitteilung des Bundesrates vom 3. Dezember 2021, BBl 2021 890.

¹⁵ Medienmitteilung des Bundesrates vom 22. September 2023, abrufbar unter <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-97782.html>>.

ihre Arbeit eingestellt und die Überwachung der ISSB übergeben.¹⁶ Statt TCFD werden, soweit es für sinnvoll erachtet wird, die ISSB Standards weiterentwickelt. Da die Klimaverordnung die anwendbare Version von TCFD klar definiert hat, werden diese nicht automatisch in der Schweiz nachvollzogen.

Im Übrigen räumt das Schweizer Recht den Unternehmen Flexibilität ein, um gemäss dem jeweiligen Geschäftsmodell und Tätigkeitsbereich einen sinnvollen Nachhaltigkeitsbericht zu erstellen. Mittels dem Comply-or-Explain Ansatz kann ein Unternehmen das Fehlen von Berichterstattung in bestimmten Bereichen erklären (Art. 964b Abs. 5 OR) und die Konsequenzen der Intransparenz den Marktteilnehmern überlassen.¹⁷

Während der aktuellen Generalversammlungssaison 2024 wurde über die ersten Nachhaltigkeitsberichte durch die Aktionäre abgestimmt. Damit ist die Nachhaltigkeitsstrategie eines Unternehmens Gegenstand von Aktionärsdiskussionen geworden.

4. Internationale Landschaft

a) Europäische Union

Wie oben ausgeführt befand die EU die NFRD als unzureichend und hat per 1. Januar 2023 die Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)¹⁸ in Kraft gesetzt. Die effektive Implementierung erfolgt gestaffelt bis ins Finanzjahr 2028.¹⁹ Angesichts dieser Vorlaufzeit könnte sie sich bereits weiterentwickeln bevor die letzte Kategorie in den Anwendungsbereich kommt. Aus ei-

¹⁶ Task Force on Climate-related Financial Disclosures: 2023 Status Report vom Oktober 2023, V, abrufbar unter <<https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/07/foundation-welcomes-tcf-responsibilities-from-2024/>>.

¹⁷ Brand, 356; wobei gerade das Fehlen der Konsequenzen die EU veranlasst hat, in der CSRD keinen Comply-or Explain Ansatz zu erlauben (siehe Atamer/Willi, 693 mit Verweis auf die Inception Impact Assessment der EU-Kommission (Fn. 33), 2).

¹⁸ Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 (Abschlussprüfungsverordnung) und der Richtlinien 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie), 2006/43/EG (Abschlussprüferrichtlinie) und 2013/34/EU (Bilanzrichtlinie) hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, ABl L 322 vom 16. Dezember 2022, 15 ff.

¹⁹ Ab 1. Januar 2024: für Unternehmen, die bereits der NFRD unterliegen (erster Bericht 2025); ab 1. Januar 2025: für grosse Unternehmen, die derzeit nicht der NFRD unterliegen (erster Bericht 2026); ab 1. Januar 2026: für börsenkotierte KMU sowie für kleine und nicht komplexe Kreditinstitute und firmeneigene Versicherungsunternehmen (erster Bericht 2027) mit einer Opt-Out-Möglichkeit bis 2028; ab 1. Januar 2028 (erster Bericht 2029): für Unternehmen aus Drittstaaten, die gewisse Umsätze in der EU erzielen und mind. 1 grössere Zweigniederlassung oder Tochtergesellschaft in der EU haben.

ner Schweizer Perspektive ist hervorzuheben, dass ab Finanzjahr 2028 auch Unternehmen mit Sitz ausserhalb der EU berichtspflichtig werden, sofern sie mindestens eine Tochtergesellschaft oder Zweigniederlassung in der EU sowie während zwei Finanzjahren hintereinander einen jährlichen Netto-Umsatz von mindestens EUR 150 Millionen in der EU erzielen. Diese extra-territoriale Wirkung wird insbesondere multinationale Unternehmen vor koordinative Herausforderungen stellen – mehrere Berichtspflichten könnten parallel zur Anwendung kommen: Die des Heimstaats, die der EU und die von individuell berichtspflichtigen Tochtergesellschaften in Drittstaaten.

Im Vergleich zur NFRD ist bei der CSRD (abgesehen vom wesentlich grösseren Anwendungskreis) folgendes hervorzuheben:

- Während die offenzulegenden Faktoren bei der NFRD (und somit auch unter schweizerischem Obligationenrecht) etwas zufällig wirkt, führt die CSRD eine umfassende Berichterstattung zu Umwelt, Sozialem und Unternehmensführung ein, somit eine umfassende ESG Betrachtung.
- Mit den Berichtsstandards ESRS 1 und ESRS 2 schreibt die CSRD einen einheitlichen Berichtsstandard vor. Die ESRS hat unter anderem TCFD, Teile des GRI und dem Greenhouse Gas Protocol²⁰ inkorporiert. Obwohl die EU IFRS für Finanzreporting als anwendbar erklärt, hat sie sich hier gegen die Übernahme der ISSB Standards IFRS S1 und IFRS S2 entschieden.
- Der Berichterstattung geht eine umfassende doppelte Wesentlichkeitsprüfung voran, in welcher verschiedene Anspruchsgruppen der jeweiligen Unternehmen einzubinden sind. Während das schweizerische Obligationenrecht die doppelte Wesentlichkeit als Grundsatz festhält (Art. 964b Abs. 1 OR *in fine*), hat die EU eine komplexe Methodologie zur Bestimmung der doppelten Wesentlichkeit eingeführt.
- Der Nachhaltigkeitsbericht ist im Lagebericht (Management Report) der Gesellschaft zu integrieren und durch eine unabhängige Prüfstelle zu prüfen.

Die CSRD räumt den berichtspflichtigen Unternehmen wenig Flexibilität in der Berichterstattung ein. Die Prüfung der Berichtsstandards selbst und auch die doppelte Wesentlichkeitsprüfung sind mit erheblichem Aufwand verbunden. Erste Unternehmen haben bereits CSRD konforme Berichte fürs Berichtsjahr 2023 publiziert; ab Berichtsjahr 2024 (zu publizieren im Jahr 2025) werden die ersten obligatorischen Berichte vorgelegt. Es bleibt abzuwarten, ob die detailreichen Standards wirklich zu Offenlegung von relevanten Informationen und Vergleichbarkeit führen.

²⁰ <<https://ghgprotocol.org/corporate-standard>>.

Auch wenn die CSRD die finanzielle Materialität als Kriterium aufnimmt (siehe oben), dient sie insbesondere aufgrund der doppelten Wesentlichkeit und der extensiven Rechenschaftspflicht gerade im Klimabereich eher auf Beeinflussung von Verhaltensweisen, als auf Transparenz für Investoren.

b) USA

In den USA ist die allgemeine Nachhaltigkeitsberichterstattung oder gar Rechenschaftspflicht kein Thema. Die U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) und der Bundesstaat Kalifornien haben aber Rechtsakte zwecks Klimaberichterstattung erlassen.

Die SEC hat im März 2024 die Regeln mit dem Titel „The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors“ (Climate Disclosure Rule) erlassen. Wie der Titel besagt, richtet sich die Berichterstattung an Investoren und soll bewertungsrelevante klimabezogenen Informationen zur Verfügung stellen, unter anderem Klimarisiken mit Auswirkungen auf die Geschäftsstrategie, Profitabilität, Aussichten oder Finanzlage des Unternehmens, Risikomanagement und getroffene Massnahmen.²¹ Scope-1- und/oder Scope-2-Treibhausgasemissionen sollen durch bestimmte grössere Registranten rapportiert werden, wenn diese Emissionen wesentlich sind. Die Climate Disclosure Rule würde schrittweise von 2025 bis 2033 umgesetzt. Im Zeitpunkt dieser Publikation ist aber die Zukunft und Umsetzung der Climate Disclosure Rule ungewiss. Nachdem die SEC bezüglich deren Einführung mehrfach eingeklagt wurde, hat sie diese vorläufig sistiert.²²

Auf Bundesstaatsebene hat Kalifornien den California Climate Act in Kraft gesetzt. Dieser verpflichtet Firmen mit grösseren Umsätzen in Kalifornien ihre Treibhausgasemissionen und Klimarisiken zu rapportieren, Scope-1 und Scope-2 ab Finanzjahr 2026, zusätzlich Scope-3 ab Finanzjahr 2027.²³ Auch gegen dieses Gesetz wurden Klagen erhoben²⁴ und bis zum effektiven Inkrafttreten könnte es bereits wieder revidiert sein.

Obwohl die SEC Climate Disclosure Rule und der California Climate Act scheinbar auf eine faktische und unternehmensbezogene Klimaoffenlegung abzielen, werden diese intensiv und kontrovers diskutiert. Die SEC Climate Disclosure Rule hat bereits im Konsultationsprozess eine rekordhohe Anzahl von Kommen-

²¹ <<https://www.sec.gov/news/press-release/2024-31>>.

²² <<https://www.sec.gov/files/rules/other/2024/33-11280.pdf>>.

²³ Bestehend aus SB-253 Climate Corporate Data Accountability Act und SB-261 Greenhouse gases: climate-related financial risk; zusammenfassende Ausführungen finden sich zum Beispiel in Cheng/Zilberberg/Roberts.

²⁴ Husselbee/Dewey.

taren erhalten, die den Prozess erheblich verzögert hat. Gemäss gerichtlichen Eingaben sei die Offenlegungspflicht „noncommercial, not purely factual, and concerns a controversial political matter“.²⁵ Während in der Schweiz und der EU tatsächlich investoren-basierte Offenlegung mit dem Ruf nach mehr Nachhaltigkeit (siehe doppelte Wesentlichkeit) vermischt wird, wäre zumindest die SEC Climate Disclosure Rule rein auf Investoren-Interesse ausgerichtet.

c) *Rest der Welt: ISSB*

Die International Financial Reporting Standards Foundation hat den Anspruch verfolgt, einen weltweit anwendbaren Standard für die Nachhaltigkeitsberichterstattung zu entwickeln und damit eine international kohärente, vergleichbare und zuverlässige Berichterstattung zu ermöglichen. Als Resultat hat sie im September 2023 die Standards IFRS S1 und IFRS S2 (allgemein als ISSB referenziert) lanciert.

Die ISSB hat zu diesem Zweck TCFD und SASB inkorporiert und teilweise weiter entwickelt. IFRS S1 definiert allgemeine Anforderungen für die Offenlegung von nachhaltigkeitsbezogenen Finanzinformationen, die sich auf die „Aussichten“ eines Unternehmens auswirken könnten – einschliesslich Cashflows, Zugang zu Finanzmitteln und Kapitalkosten auf kurze, mittlere und lange Sicht. IFRS S2 legt die Anforderungen für Angaben zu klimaspezifischen Risiken und Chancen fest. Beide Standards beinhalten Offenlegungspflichten für Governance, Strategie, Risikomanagement sowie Kennzahlen und Ziele.

ISSB ist ein privater Standard mit dem Ansatz, durch Regulatoren und Gesetzgeber auf Regulierungs- oder Gesetzesstufe erhoben zu werden. Dabei besteht die Wahl, beide oder nur einer der Standards IFRS S1 und IFRS S2 einzuführen.

Verschiedene Jurisdiktionen haben bereits die Implementierung von ISSB angekündigt oder konkrete Konsultationen durchgeführt.²⁶ Diese Prozesse finden auf sämtlichen Kontinenten statt. Dies zeigt einerseits, dass die Nachhaltigkeitsberichterstattung weltumspannend als relevant erachtet wird. Andererseits, dass die ISSB auf gutem Weg ist, der Bedeutung der IFRS²⁷ – vorläufig ohne die EU und der Schweiz – zu folgen.

²⁵ Hussenbee/Dewey.

²⁶ Die Website der ISSB (<www.ifrs.org>) informiert regelmässig über die Konsultationsverfahren und Implementierung in einzelnen Ländern. Per 31. März 2024 haben folgende Länder oder deren Börsenregulierung bereits Konsultationen gestartet oder Interesse an der Einführung von ISSB bekundet: Vereinigtes Königreich, Türkei, Australien, Kanada, Costa Rica, Japan, Singapur, Nigeria, Chile, Malaysia, Brasilien, Ägypten, Kenia, Südafrika, Pakistan, Sri Lanka und Indien.

²⁷ Da in den USA U.S. GAAP anwendbar ist, wäre weder IFRS noch ISSB für die USA relevant.

5. Fazit und Herausforderungen

Die Nachhaltigkeitsberichterstattung ist mittlerweile weltumspannend in vielen Ländern Pflicht (oder zumindest im Prozess der Einführung) und damit im rechtlichen Mainstream angekommen. Die Geschwindigkeit der rechtlichen Entwicklungen ist enorm. Den betroffenen Unternehmen steht jeweils wenig Zeit zur Umsetzung zur Verfügung und kaum umgesetzt, werden Erfordernisse bereits wieder revidiert. Multinationale Unternehmen haben voraussichtlich auf verschiedenen Stufen unterschiedliche Berichterstattungserfordernisse und mit dem extraterritorialen Effekt der CSRD stehen unter Umständen EU Recht mit dem Recht im Heimatstaat in Konflikt.

Diese Geschwindigkeit steht im Konflikt mit der Komplexität der Erhebung, Verarbeitung und Berichterstattung von Nachhaltigkeitsdaten. Vorab gilt es, sinnvolle Kennzahlen zu definieren, anschliessend müssen diese Kennzahlen organisationsumspannend einheitlich erhoben werden. Tochtergesellschaften mit separaten lokalen Berichterstattungspflichten müssen unter Umständen die entsprechenden Kennzahlen anders definieren. Des Weiteren sollen Offenlegungen für komplexe Vorgänge vorgenommen werden – wie kann ich heute beurteilen, wie sich die Klimaänderung in 10 Jahren auf die Welt und das Unternehmen auswirkt?

Schliesslich ist nicht durchgehend klar, welchem Zweck die Nachhaltigkeitsberichterstattung dient. Sie soll den Investoren anlegerrelevante Informationen vermitteln. Dazu sind insbesondere die ISSB und die SEC Climate Disclosure Rule ausgelegt. Trotzdem wird die SEC Climate Disclosure Rule blockiert – dabei reicht die Spannbreite von Klägern private Unternehmen, Bundesstaaten, Nicht-Regierungsorganisationen und Klimaaktivisten.

Die CSRD und die Schweizer Offenlegungspflicht verlangen zudem jeweils die doppelte Wesentlichkeit. Es soll somit nicht nur die Auswirkungen der Faktoren auf das Unternehmen (also die Investorensicht), sondern auch auf die Allgemeinheit geprüft werden. Unternehmen sollen die Schädlichkeit ihrer Geschäftsaktivitäten prüfen und offenlegen – und bei wörtlicher Umsetzung sich Klagen aller Art aussetzen.

Angesichts des Spektrums der Anspruchsgruppen im Zusammenhang mit Nachhaltigkeit ist eine Zufriedenstellung aller unmöglich. Jedes Unternehmen sollte somit seinen eigenen roten Faden finden, um konsistent und aus Unternehmenssicht sinnvoll und relevant zu rapportieren.

III. ESG und Kapitalmarkt

I. Emissionsprospekte

a) Schweiz

Angesichts der Relevanz der jährlichen Nachhaltigkeitsberichte für Investoren stellt sich die Frage, wie ESG Faktoren in Emissionsprospekten zu behandeln sind.

Gemäss Art. 40 des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) hat ein Prospekt die für den Entscheid des Anlegers wesentlichen Angaben zu enthalten, unter anderem auch wesentliche Perspektiven und Risiken. Ein Emittent hat sich somit in jedem Fall die Frage zu stellen, was aus Anlegersicht wesentlich sein könnte und was wesentliche Risiken sind. Jeder Faktor, der einen Einfluss auf den Emittenten hat, kann dabei von Relevanz sein.

Wie oben, unter [II](#), ausgeführt, enthalten Nachhaltigkeitsberichte durchaus für Anleger relevante Informationen. Aber wie beim Geschäftsbericht geht es bei der jährlichen Nachhaltigkeitsberichterstattung um ein Gesamtbild der entsprechenden Strategie, Geschäftsmodell sowie relevante Kennzahlen. Dies ist sicherlich von Interesse für die grundsätzliche Frage, ob ein Anleger in einen Emittenten investieren möchte. Allerdings müssen diese Informationen nicht zwingend detailliert im Emissionsprospekt dargestellt werden. Dort ist das Kriterium für die Offenlegung spezifischer: Bei der Aktienausgabe insbesondere die Vermögenslage und langfristigen Perspektiven und bei Unternehmensanleihen die Liquidität.²⁸ Diese können durchaus durch ESG Themen beeinflusst sein. Für diese Erkenntnis braucht es aber keine besondere Regelung im Gesetz.

Aber auch im Kapitalmarkt gibt es die Vermischung von Nachhaltigkeit als Selbstzweck und gewinnbringende Anlage. So werden Green Bonds ausgegeben, deren Erlös nur nachhaltigen Projekten bestimmt ist oder an Nachhaltigkeitsziele geknüpft sind. In diesen Fällen ist der Anlageentscheid mit dem nachhaltigen Charakter der Anleihe begründet.

²⁸ Für Zwecke dieser Publikation wurde keine repräsentative Prüfung von Prospekten durchgeführt. Eine Publikation der SIX Swiss Exchange deutet auch darauf hin, dass im Rahmen eines IPO Investoren eher allgemeine Interessen an der ESG Strategie und evtl. Risiken zeigen, die in Management Meetings und allgemein zugänglichen Informationen erlangt werden können, als dass standardmässig Offenlegungen im IPO Prospekt angezeigt wären, SIX Group AG: IPO-Guide – Aufbruch zum Gipfel, abrufbar unter www.six-group.com/dam/download/the-swiss-stock-exchange/listing/equity/ipo/six-ipo-guide.de.pdf.

In der Schweiz gibt es dazu keine spezifische gesetzliche oder regulatorische Vorgaben.²⁹ Auch hier zeigen sich die rechtlichen Rahmenbedingungen als ausreichend flexibel, um Bedürfnisse von Investoren nach nachhaltigen Anlagen zu adressieren. Wobei natürlich auch in der Schweiz das Thema Greenwashing im Fokus ist und entsprechend die FINMA die Aufsichtsmitteilung 05/2021 – Prävention und Bekämpfung von Greenwashing erlassen hat. So wie auch der Begriff der Nachhaltigkeit selbst ein offener ist (siehe oben, [L](#)), variieren die Verständnisse und Auslegungen zum Thema „was ist nachhaltig“ gerade bei etwas abstrakten Finanzprodukten und können gegebenenfalls Klärung durch entsprechende Ausführungen im Prospekt erfordern.

b) *Europäische Union*

Ähnlich wie in der Schweiz basiert die Offenlegung in der EU auf anlageentscheidrelevante Elemente. In der Prospektverordnung wird zusätzlich geklärt: „umwelt- und sozialpolitische Umstände sowie Faktoren in Bezug auf die Unternehmensführung [können] ebenfalls spezifische und wesentliche Risiken für den Emittenten und seine Wertpapiere darstellen und sollten in diesem Fall offengelegt werden.“³⁰

Des Weiteren hat die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) eine öffentliche Stellungnahme zu Nachhaltigkeitsangaben in Prospekten veröffentlicht.³¹ Dies aus dem Blickwinkel, dass ESG-Faktoren Informationen darstellen können, die für einen Anleger zur Beurteilung der finanziellen Situation und der Aussichten des Emittenten von Bedeutung sind. Auch hier wäre aus einer rechtlichen Betrachtungsweise eine spezifische Adressierung von ESG Themen nicht notwendig, da allgemein bei Unternehmenspublikationen der Grundsatz gilt, dass diese klar, wahr, vollständig und nicht irreführend sind.³² Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze wäre Greenwa-

²⁹ In der Schweiz gibt es keine konkreten rechtliche oder regulatorische Rahmenwerke; es werden die Anwendung der ICMA Kriterien empfohlen, siehe <<https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/bonds/sustainable-bonds.html>>; <<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/>>.

³⁰ Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl L 168, 12 ff., Rz. 54 (EU Prospektverordnung).

³¹ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-07/ESMA32-1399193447-441_Statement_on_sustainability_disclosure_in_prospectuses.pdf>.

³² Vgl. zum Beispiel Art. 69 des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1), Art. 152 des Schweizerischen Strafgesetzbuches vom 21. Dezember 1937 (StGB, SR 311.0), Art. 3 lit. b des Bundesgesetzes gegen

shing, Social Washing und mittlerweile AI Washing³³ nicht notwendigerweise zu adressieren, da gerade Irreführung und Unwahrheit oder Unvollständigkeit diese „Washings“ auszeichnet.

Dies soll sich mit dem EU Listing Act³⁴ ändern, welcher Regeln zur Offenlegung in Prospekten beinhalten wird. Darin wird Nachhaltigkeit explizit adressiert:

„Due to the growing importance of sustainability considerations in investment decisions, investors are increasingly considering information on environmental, social and governance (ESG) matters when taking informed investment decisions. It is therefore necessary to prevent greenwashing, by establishing ESG-related information to be provided, where relevant, in the prospectus for equity or non-equity securities offered to the public or admitted to trading on a regulated market. [...] Moreover, the Commission should be empowered to set out schedules specifying the ESG-related information to be included in prospectuses for non-equity securities that are advertised as taking into account ESG factors or pursuing ESG objectives.“³⁵

Hier wird davon ausgegangen, dass Investoren sich nicht nur auf Risiken und Aussichten konzentrieren, sondern ganz allgemein in nachhaltige Unternehmen investieren möchten. Während beim Green Bond die Nachhaltigkeit der

den unlauteren Wettbewerb vom 19. Dezember 1986 (UWG, SR 241); spezifisch jedoch FINMA, Aufsichtsmittteilung 05/2021 vom 3. November 2021 über die Prävention und Bekämpfung von Greenwashing.

³³ Zum Beispiel hat die SEC zwei Anlageberater wegen falschen und irreführenden zu ihrem Einsatz von künstlicher Intelligenz angeklagt, siehe Pressemitteilung der SEC vom 18. März 2024, abrufbar unter <www.sec.gov/news/press-release/2024-36>.

³⁴ Ergänzung zur Richtlinie (EU) 2014/65 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl L 173 vom 2. Juni 2014, 349 ff.: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Listing-Act-making-public-capital-markets-more-attractive-for-EU-companies-and-facilitating-access-to-capital-for-SMEs_en>; <www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/01/listings-on-european-stock-exchanges-council-and-parliament-agree-new-act/>. Im Februar 2024 wurde zwischen Rat und Parlament eine provisorische Einigung erzielt. Im Zeitpunkt dieser Publikation wurde der EU Listing Act noch nicht formell genehmigt.

³⁵ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No. 596/2014 and (EU) No. 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises – Confirmation of the final compromise text with a view to agreement, Rz. 23, abrufbar unter <<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6249-2024-INIT/en/pdf>>.

Zweck des Instruments ist (und in der EU konkret reguliert ist)³⁶, vermutet die EU die Nachhaltigkeit eines Unternehmens als solches auch als anlagerelevanter Faktor für alle anderen Anlagen. Ob dieser Faktor aber durch den Prospekt abgedeckt werden muss – und nicht auf anderem Weg verifiziert werden kann – kann in Frage gestellt werden.

2. Ad hoc-Publizität

Wenn ESG-Informationen anlegerrelevant sind, ist auch die Anwendbarkeit der Ad hoc-Publizität zu prüfen. Diese verlangt die sofortige Publikation von Tatsachen, die kursrelevant und geeignet sind, den verständigen Marktteilnehmer in seinem Anlageentscheid zu beeinflussen (Art. 53 Abs. 1 und 1^{bis} KR). Dies betrifft Tatsachen, deren Offenlegung eine erhebliche Beeinflussung des Börsenkurses zur Folge haben könnten.

Wie oben ausgeführt, können zum Beispiel Klimaoffenlegungen relevant für Anlageentscheide von Investoren sein, da Klimarisiken auch finanzielle Auswirkungen haben. Bei der Klimaoffenlegung ist besonders hervorzuheben, dass diese auf verschiedenste Annahmen beruhen und deren Eintreten von unzähligen Faktoren abhängen. Es handelt sich somit nicht um kursrelevanten „Tatsachen“. Analog dem Emissionsprospekt können natürlich potentiell kursrelevante Tatsachen auch im ESG Bereich liegen. Es bedarf jedoch einer Einzelfallbetrachtung, um zu beurteilen, ob diese Auswirkungen das Geschäftsverhalten und die Profitabilität eines Unternehmens in einem Ausmass beeinflussen, dass Anleger ihre Anlageentscheidungen unmittelbar revidieren müssen. Zu bemerken ist, dass der Begriff „Nachhaltigkeit“ Langfristigkeit beinhaltet und daher weniger geeignet scheint, kurzfristige Anlageentscheide auszulösen. Der Eintritt eines ad hoc-relevanten Ereignisses kann in jedem Bereich eintreten – der reine Nachhaltigkeitscharakter selbst wird kein Auslöser sein.³⁷

Somit ist auch im Rahmen der Ad hoc-Publizität keine besondere Regelung für ESG Faktoren notwendig. Im Rahmen der Ad hoc-Publizität ist das Thema des Ereignisses nicht massgeblich, sondern dessen voraussichtliche Konsequenzen.

³⁶ Verordnung (EU) 2023/2631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. November 2023 über europäische grüne Anleihen sowie fakultative Offenlegungen zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen und zu an Nachhaltigkeitsziele geknüpften Anleihen, ABl L 2631 vom 30. November 2023.

³⁷ Zum Beispiel könnte eine Diskriminierungsklage aufgrund mangelhafter interner Richtlinien ein ad hoc-Ereignis darstellen. Dabei steht jedoch weniger die mangelhafte Richtlinie im Fokus, sondern vielmehr der finanzielle und reputationsbedingte Schaden, den die Klage verursachen könnte.

3. Ratingagenturen und Stimmrechtsberater

Wer nicht wie die grossen institutionellen Investoren eigene Richtlinien und Analysen betr. ESG Faktoren erlassen bzw. durchführen will, kann sich an Richtlinien und Analysen von Ratingagenturen und Stimmrechtsberater orientieren. In diesem Sinne sind Ratingagenturen und Stimmrechtsberater die Influencers des Kapitalmarkts.

ESG Ratingagenturen beurteilen Unternehmen hinsichtlich der ESG Faktoren in der Regel auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen. Ziel ist es, ein Qualitätssiegel für nachhaltige Praktiken zu liefern und dadurch auch die Glaubwürdigkeit des Unternehmens in der nachhaltigen Unternehmensführung zu erhöhen. Analog der Financial Strength oder Credit Ratings vergeben die Ratingagenturen quasi Nachhaltigkeitsnoten, die sie nach ihren jeweiligen Methodologien erarbeiten.

Hier könnte sich wiederum die ad hoc-Publizitätsfrage stellen. Bei einem Financial Strength oder Credit Rating könnte ein Downgrade (oder Upgrade) des Ratings zu einer ad hoc-Publizitätspflicht führen, da diese die Finanzlage betrifft und unter Umständen die Fähigkeit, Zins oder Nennwert einer Anleihe zu zahlen. Das ESG Rating wiederum betrifft so viele Aspekte, dass eine unmittelbare Konsequenz für den Investor nicht ersichtlich ist. Ein Down- oder Upgrade eines ESG Ratings kann zwar dazu führen, dass der entsprechende Emittent die Kriterien eines bestimmten Fonds oder Investmentportfolio nicht mehr erfüllt (oder neu erfüllt) und damit aus dem Fonds oder Portfolio fällt oder neu eingeführt wird. Allerdings ist nicht zu erwarten, dass dies kurzfristig und flächendeckend geschieht, so dass für die Änderung eines ESG Rating eine ad hoc-Publizitätspflicht eher zu verneinen ist.

Stimmrechtsberater führen Unternehmensanalysen durch und/oder bieten Stimmempfehlungen oder Beratungsdienste für Investoren an. Naheliegenderweise fokussierten die Stimmrechtsberater bis anhin auf das «G» in ESG: gute Corporate Governance im Allgemeinen, Diversität auf Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsstufe, Vergütung. Mit dem Einzug von weiteren Nachhaltigkeitsthemen in die Traktandenliste von Generalversammlungen, zum Beispiel die Unterbreitung von Nachhaltigkeitsberichten, Klimastrategien oder konkreten Aktionärsanträgen, müssen sich auch Stimmrechtsberater breiter mit dem Thema Nachhaltigkeit befassen. Mittlerweile gibt es auch Nachhaltigkeits-spezifische Stimmrichtlinien, insbesondere von den einflussreichsten Stimmrechtsberatern ISS und Glass Lewis.³⁸

³⁸ <<https://www.issgovernance.com/policy-gateway/voting-policies/>>; <<https://www.glasslewis.com/voting-policies-current/>>.

Mit Bezug auf die Schweiz und die nun erforderliche Aktionärsabstimmung über Nachhaltigkeitsberichte führen sowohl ISS als auch Glass Lewis aus, dass sie die Integrität und zeitlich angemessene Publikation der Berichterstattung als wichtig erachten, sowie dass keine besonderen Kontroversen im Vorfeld bestehen. Der Fokus ist also hauptsächlich auf „good governance“ der Berichte und weniger deren Inhalt. Allerdings erwartet Glass Lewis von Bluechips oder Mid-cap Titeln, dass sie ihre Scope-1 und Scope-2 Emissionen rapportieren.

4. Fazit und Herausforderungen

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Nachhaltigkeitsthemen auch im Kapitalmarkt von Relevanz sind. Im Gegensatz zur Nachhaltigkeitsberichterstattung besteht aber die Relevanz in erster Linie aus den finanziellen Konsequenzen, welche sich aus ESG Themen ergeben können.

Zwar gibt es auch Anleger, die spezifisch nachhaltige Investitionen avisieren. Konkret ist dies bei sogenannten Green Bonds der Fall. Trotzdem wird kaum ein Anleger in ein perfekt nachhaltiges Unternehmen investieren, wenn dessen finanzielle Ausstattung und langfristige Liquidität nicht gewährleistet ist.

IV. Schlussbemerkungen

Ohne Zweifel ist die Offenlegung von ESG-Faktoren für Investoren relevant. Das Interesse bzw. die Relevanz hat jedoch verschiedene Hintergründe:

- ESG Risiken und Aussichten haben eine Auswirkung auf den Wert und langfristige Profitabilität eines Unternehmens. In einer sich ständig ändernden Welt ist jenes Unternehmen am besten aufgestellt, das sich diesen Änderungen anpassen kann und die Risiken adressiert und Chancen erkennt.
- Wo Investoren Nachhaltigkeit als entscheidenden Faktor sehen, muss die Nachhaltigkeit eines Unternehmens geprüft werden können – dies mittels Offenlegung, die durch eigene Analysten oder durch eine ESG Ratingagentur beurteilt werden können. Hier kann ein erhöhtes Risiko für Greenwashing oder Social Washing bestehen, da ESG Elemente direkt die ausschlaggebenden Entscheidungsfaktoren sind und damit nach objektiven Kriterien definiert und beschrieben werden müssen.
- Nachhaltigkeitsberichterstattung interessiert auch andere Anspruchsgruppen als Investoren: Mitarbeiter möchten u.U. nur für ein nachhaltiges Unternehmen arbeiten und Kunden nur mit nachhaltigen Unternehmen Geschäftsbeziehungen aufnehmen; Aufsichtsbehörden interessieren sich für Risiken (und deren Adressierung) und Aussichten; Aktivisten sehen eine Möglichkeit, die nachhaltige oder nicht-nachhaltige Strategie zu prüfen

und Mängel an ein breiteres Publikum zu bringen. Oder anders ausgedrückt: Jeder kann den Bericht lesen und ihn für seine eigenen Zwecke und Ansprüche auslegen.

In diesem Spektrum von Interessen über ein Thema, das Emotionen weckt, müssen Unternehmen einen Weg finden, um die gesetzlichen Erfordernisse zu erfüllen und gleichzeitig die Erwartungen von anderen Anspruchsgruppen abdecken. Zumindest in den klassischen Kapitalmarktthemen scheinen die bisherigen Ansätze gut zu funktionieren. Bei der Nachhaltigkeitsberichterstattung jedoch vermischen sich die Zwecke, was für eine noch höhere Sorgfalt bei der Vorbereitung des Berichts spricht.

Literaturverzeichnis

- Atamer Yesim M./Willi Florian, CSR-Berichterstattung Ante Portas: Indirekter Gegenorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative, SZW 2020, 686 ff.
- Brand Patric, Auslegeordnung zu den CSR-Berichterstattungs- und Sorgfaltsprüfungspflichten, GesKR 2021, 344 ff.
- Cheng Loyti/Zilberberg David A./Roberts Emily, California enacts major climate-related disclosure laws, Harvard Law School Forum on Coperate Governance vom 22. Oktober 2023, abrufbar unter <<https://corpgov.law.harvard.edu/2023/10/22/california-enacts-major-climate-related-disclosure-laws/>>.
- Husselbee Abby/Dewey Sara, Litigation Updates on California's New Climate Disclosure Laws, Harvard Law School vom 16. Februar 2024, abrufbar unter <<https://eelp.law.harvard.edu/2024/02/litigation-updates-on-californias-new-climate-disclosure-laws/>>.
- Temple-West Patrick, Companies struggle to digest ‚alphabet soup‘ of ESG arbiters – Awareness builds that a standardised approach is needed in the battle to fight climate change, Financial Times vom 6. Oktober 2019.

Preventing insider trading: A review of current standards

Deirdre Ní Annracháin

Inhalt

I.	Introduction	27
II.	Blackout periods	29
1.	Ordinary blackout periods	29
a)	Duration and Deadlines	30
b)	Addressees	30
c)	Scope	31
d)	Exemptions	31
2.	Extraordinary blackout periods	32
3.	Alternatives to blackout periods	33
III.	Trading Plans	33
1.	Structuring a trading plan	35
2.	Disclosure of trading plans	36
IV.	Conclusion	36

I. Introduction

This article will examine the best practices and current standards that Swiss listed companies and FINMA-regulated entities employ to prevent breaches of insider trading laws and regulations, in particular article 142 and article 154 of the Swiss Financial Markets Infrastructure Act. It will address some of the tools that are most commonly used to meet both the expectations of the market and investors as well as the requirements implemented by Swiss regulators: namely, blackout periods and trading plans.

Despite the best efforts of regulators over recent decades to eradicate insider trading, evidence suggests that illegal practices in this regard remains relatively prevalent within Switzerland. For example, in 2022, investigations by the Swiss financial regulator FINMA for insider trading reached their highest recorded level, at 239 cases, compared to 163 cases in 2021 and 78 cases in 2020.¹ In response to this evidence, Swiss regulators have expended significant

¹ FINMA, Annual Report 2022, General Enforcement Statistics.

efforts to increase their detection and prosecution of insider trading. For example, in 2020, SIX Exchange Regulation launched its “Prometheus” application to better identify and flag instances of insider trading, based on artificial intelligence, machine learning and the utilization of big data.

Further, market participants have an expectation that listed companies and FINMA-regulated entities will take meaningful action to prevent insider trading. At a basic level, such action offers investors and other stakeholders a sign of trustworthiness and confidence that the company in question is focused on the prevention of ill-gotten gains. It also acts to prevent the reputational harm that can accrue to the company if its directors or officers are found to have engaged in insider trading. Finally, practices and policies to prevent insider trading offer protection and guidance to the company’s employees and board of directors, for example by supporting them in the proper disposal or acquisition of securities in the company.

For FINMA-regulated entities, the expectations of regulators and the market are even more concretised. FINMA has decreed that regulated entities have a positive obligation to put in place adequate and appropriate organization, training and controls to prevent insider trading.² These measures include appropriate internal information barriers and confidentiality procedures. They also include the surveillance of employee transactions to prevent the misuse of inside information. These measures extend to all employees of the entity in question and its governing bodies, although the level of surveillance may vary depending on the category of employee in question. FINMA-regulated entities are also required to implement a “watch list” that contains details of both the inside information which the entity possesses and the individuals who have knowledge of such information, as well as a “restricted list” that bans or restricts specific trading activities by employees, such as transactions in specific securities.

Given the evidence of ongoing insider trading practices in Switzerland, the increased efforts by regulators to combat them, and market participants’ expectations in this regard, the prevention of insider trading remains a pressing issue that Swiss listed companies and FINMA-regulated entities must be alive to and must take measures to prevent.

² FINMA, Circular 2013/8, para. 45 et seq.

II. Blackout periods

Blackout periods are one of the primary measures that are employed to meet regulators' and market participants' expectations regarding the prevention of insider trading.

Blackout periods are periods during which (certain) directors, officers and employees of a listed company may not trade in securities of that company. This restriction can also apply to trades by the company in its own securities. In general, blackout periods can take two forms: ordinary blackout periods, which occur on a regularly repeating basis throughout the financial calendar to align with the (internal or external) availability of the company's financial results; and extraordinary blackout periods, which are one-off blocking periods that are triggered by the emergence of specific fact patterns.

i. Ordinary blackout periods

In Switzerland, blackout periods are not legally required to be implemented, except under the safe harbour for buybacks of equity securities by a company.³ However, since 2021, SIX Swiss Exchange has required companies listed on its exchange to disclose their use of ordinary blackout periods in their corporate governance reports.⁴ This disclosure takes place on a “comply or explain” basis in respect of the previous financial year; in other words, companies must disclose their use of ordinary blackout periods during that time, or explain why they have failed to do so. Notably, this disclosure obligation does not extend to extraordinary blackout periods.

The disclosure that SIX Swiss Exchange requires to be included in the corporate governance report relates to the deadlines and duration of the company's ordinary blackout periods during the previous financial year; the addressees of such blackout periods; the scope of such blackout periods, and any exceptions granted during the year in question.

In a notice published in 2023, SIX Exchange Regulation noted that in practice, issuers sometimes fail to disclose the necessary level of detail in respect of

³ Article 124 FMIA provides that buybacks by an issuer of its own equity securities may not occur (a) while the issuer postpones the announcement of a price-relevant fact, (b) during the ten trading days prior to the announcement of the issuer's financial results, or (c) more than nine months after the reference date of its last published consolidated accounts (in each case, subject to certain exemptions).

⁴ Item 10, Annex to the SIX Directive on Corporate Governance.

these requirements.⁵ Specifically, SIX Exchange Regulation noted that issuers will often only make reference to the duration of the ordinary blackout periods that were in force during the period in question, and not to the other required elements. In particular, SIX Exchange Regulation emphasized that issuers must disclose whether any exceptions to the general blackout period rules were granted during the reporting period.

Based on a review of available disclosures, the following best practices have emerged in the last couple of years by Swiss listed companies subject to these requirements.

a) Duration and Deadlines

A review of available disclosures made by companies listed on SIX Swiss Exchange in their corporate governance reports indicates that ordinary blackout periods are almost always implemented on a quarterly basis. Most often, these blackout periods begin on the first day of each new financial quarter, or a specific number of days (e.g. seven or 14) prior to the end of each financial quarter. Alternatively (or, in some cases, additionally), the blackout period may begin upon the internal availability of financial results, to the extent that this precedes the fixed dates above.

Generally, ordinary blackout periods will end after the publication of a company's financial results. Importantly, a cooling-off period following publication is generally implemented in order to allow the market to digest the financial results. This cooling-off period is generally one to two full trading days following publication.

In practice, depending on the company's policy, the period during which no blackout is in place may be quite limited. This is particularly the case if there is a significant time-lag between the end of a financial quarter and publication of the results in respect of such quarter.

b) Addressees

Companies listed on SIX Swiss Exchange must disclose the addressees of their blackout periods during the period under review. According to Swiss best practice, ordinary blackout periods are always applicable to the members of the company's board of directors and its senior management. They also always apply to employees who have access to inside financial information. As

⁵ SER-Mitteilung, 2 October 2023, Feststellungen aus der Prüfung der Geschäftsberichte in Bezug auf Informationen zur Corporate Governance.

a matter of practice, these employees include not only members of finance or treasury departments, but can also include assistants, secretaries and administrative staff who have access to such information.

More rarely, ordinary blackout periods may apply to lower-ranking employees of the company who do not, by virtue of their function, automatically have access to inside information. A limited number of companies in Switzerland go to the lengths of applying their ordinary blackout periods to all of their employees, regardless of function or rank.

It is best practice in Switzerland to maintain a list of people who are subject to ordinary blackouts. This list is generally maintained by a senior member of management, such as the company's general counsel or corporate secretary. In addition, these people should be required to deliver a signed acknowledgment of their inclusion on the list.

c) Scope

Companies listed on SIX Swiss Exchange must disclose information regarding the scope of the ordinary blackout periods implemented during the period under review. Generally, this scope covers the sale or purchase of any securities of the company that are listed on a Swiss or a foreign exchange. This means that not only shares, but also other forms of Swiss- or foreign-listed securities, such as bonds or American Depositary Receipts, will fall within the scope of the blackout period. Further, the blackout period will generally also apply to any derivatives or other financial instruments that have listed shares or debt securities as their underlying.

d) Exemptions

Finally, companies listed on SIX Swiss Exchange must disclose any exemptions that were granted to the ordinary blackout periods during the period under review. These exemptions may include, for example, trades carried out under a trading plan, shares granted to employees as part of an equity compensation program, or transfers of shares required by law, such as matrimonial or inheritance proceedings. In general, it is good practice for any exemptions to be subject to individual approval by a senior member of the company's management, such as its general counsel.

2. Extraordinary blackout periods

In addition to regularly occurring ordinary blackout periods, listed companies may impose extraordinary blackout periods on its directors and employees from time to time.

In general, extraordinary blackout periods will be implemented when material non-public information emerges in respect of the company in question. This could include, for example, negotiation of a material transaction, the initiation of material legal proceedings, plans to carry out a significant change in the company's capital, planned changes in the company's executive management or board of directors, or planned profit warnings. They may also be implemented when the disclosure of information by the company is postponed under applicable ad hoc publicity rules.

Depending on the extent of material non-public information that a company has, there exists the potential for extraordinary blackout periods to become very lengthy, or for blackout periods imposed in respect of various different sets of circumstances to overlap one another. As a result, it may be the case that the directors and employees subject to the extraordinary blackout period(s) may be required to wait for a significant length of time before a window opens up during which they may carry out a trade in the company's securities.

Best practices in designing extraordinary blackout periods

A review of Swiss best practices in the design of extraordinary blackout periods reveals a number of features that should be borne in mind.

Extraordinary blackout periods will always apply to the securities of the issuing company itself, but may also apply to the securities of another entity. For example, in the event of an extraordinary blackout period that is imposed as the result of negotiating an M&A transaction, the extraordinary blackout may also be extended to the securities of the M&A counterparty.

In general, the decision to impose or terminate an extraordinary blackout period is made by directors or senior officers of the company, such as the company's chairperson, chief executive officer, chief financial officer or general counsel. Extraordinary blackout periods will typically only be addressed to people who have actual knowledge of the inside information in question. This will include applicable directors, officers and employees, but also potentially third parties, such as the company's advisors (unless those third parties are subject to statutory or professional secrecy obligations or have entered into an appropriate confidentiality agreement with the company).

As with ordinary blackout periods, a senior member of the company's management (such as its general counsel or corporate secretary) should maintain a list of people who are subject to the extraordinary blackout, and those people should be required to deliver a signed acknowledgement of their inclusion on the list.

3. Alternatives to blackout periods

Although the use of blackout periods is widespread among Swiss listed companies, there are a number of alternatives that may be utilized instead. For example, rather than imposing a negative prohibition on trades in the form of ordinary blackout periods, an issuer may instead choose to implement specific trading windows when the sale or purchase of the company's securities is permissible. These trading windows will generally be open following the publication of the company's financial results. However, to the extent an extraordinary blackout period is in place during that time, this will supersede the opening of a trading window.

Alternatively, instead of implementing blackout periods or trading windows, a company may impose a general trading pre-clearance policy, whereby no trades in securities of the company in question may take place without specific, individual pre-clearance from a designated member of management (such as the general counsel or corporate secretary). A policy of this kind will generally only apply to directors or executive management of the company. Nevertheless, despite the limited circle of people to whom the policy will typically apply, a trading pre-clearance policy may involve a potentially significant administrative burden in order to facilitate trades by each addressee of the policy and can result in pressure on the management member whose function it is to approve trades to actively investigate each sale or purchase of securities for potential breaches of insider trading regulations.

III. Trading Plans

While blackout periods are frequently used in Switzerland as a tool to combat insider trading, a much less commonly seen measure is the use of trading plans.

Trading plans have their origin the United States, where they are often referred to as "10b5-1 plans" (referring to Rule 10b5-1, which is the rule promulgated by the United States Securities and Exchange Commission ("**SEC**") against insider trading). In essence, a trading plan is a written plan designed and entered into on an individual basis by the directors, officers or

employees of a listed company or FINMA-regulated entity to govern trades in the company's securities, whereby an independent third party – usually a broker – executes the trades on behalf of the plan participant. Trading plans may also be utilised by issuers themselves, for example to enable the acquisition of shares on the open market in order to satisfy share delivery obligations under employee compensation programs.

Trading plans are not legally required under Swiss law. However, FINMA-regulated entities are required to monitor employee transactions in securities in order to detect the misuse of insider information; trading plans can be a useful tool to comply with that requirement.⁶

The implementation of a trading plan brings a number of significant benefits to the plan participant. Since the ability of directors or employees to trade in securities of the company can be severely curtailed by company-internal policies and procedures designed to combat insider trading, trading plans can offer a pathway to legitimately buy and sell securities without risking a breach of those policies and procedures or of insider trading laws. Specifically, trading plans offer an affirmative defence to an accusation of insider trading, as they break the chain of causation between possession of insider information and the execution of a trade by or on behalf of the person in possession of such information.⁷

Trading plans are particularly well-suited for directors or employees who intend to carry out regular sell-downs of company securities that they hold, but who may be prevented from doing so due to the imposition of ordinary or extraordinary blackout periods. This is especially true for people who, by virtue of their role within the company, are often in possession of insider information, such as members of the board of directors, or the company's chief executive or financial officer. By implementing a trading plan, plan participants can benefit from an extra layer of assurance that trades made on their behalf are in compliance with the applicable insider trading laws.

Despite the relatively limited use of trading plans in Switzerland to date, certain best practices in respect of the structuring and disclosure of trading plans have emerged, partly based on (albeit limited) Swiss practice and partly based on SEC requirements.

⁶ FINMA, Circular 13/8, para. 53.

⁷ See, for example, FINMA, Circular 13/8, para. 13: "Securities trades that were demonstrably not executed on the basis of confidential and price-sensitive information, despite such information being known, and would indeed have been executed even without such knowledge do not constitute misuse of insider information."

i. Structuring a trading plan

Trading plans can be structured in a variety of ways. At the most basic level, the plan can specify in advance the precise price at which securities are to be bought or sold, as well as the number of such securities and the date on which the transaction is to take place. Alternatively, the trading plan can set out a formula or set of metrics in order to determine these factors. For example, in respect of the price at which the securities are to be traded, the plan could set out a floor, ceiling or range of targets. To determine the number of securities to be bought or sold, the plan may specify a specific percentage of the total number of securities held by the plan participant, a number equal to a particular monetary value, or a percentage of securities awarded under a compensation plan. In respect of the date of the trade, the plan may specify that the transaction should be triggered by the occurrence of a specific market event, or the occurrence of a personal event (e.g. the obligation to pay taxes). Finally, the trading plan could be designed as a fully discretionary plan, such that the independent third party who administers the plan – e.g. the broker – has the exclusive right to determine how, when and whether to carry out a transaction.

In order for a trading plan to offer a valid defence to a claim of insider trading, the SEC has set out a number of structuring requirements should be followed.⁸ From an international and Swiss perspective, these requirements can be viewed as setting the best practice standards that should be adhered to.

Pursuant to these requirements, at the time of entry into the trading plan, the plan participant should not be in possession of any material non-public information and should be acting in good faith; further, no blackout period should be in place. The principle of “set it and forget it” applies: frequent modifications, suspensions or terminations of the trading plan will weaken the plan participant’s affirmative defence to insider trading, as will an overly short duration of the trading plan. Following entry into the trading plan, a cooling-off period should apply during which no trades are made. Under the SEC’s guidance, for directors and officers of a company this cooling-off period must be at least 90 days after adoption of the plan or two business days after release of the company’s financial results; for all other employees, a cooling-off period of 30 days after adoption of the plan should apply. Finally, plan participants should avoid implementing multiple simultaneous or overlapping plans.

⁸ See, in particular, the SEC’s amendments to Rule 10b5-1, effective April 2023.

2. Disclosure of trading plans

A key question that arises when considering whether to implement a trading plan is the public disclosure that needs to be made in this respect. Under Swiss shareholder disclosure rules, the adoption or exercise of a trading plan is not *per se* subject to disclosure. However, the management transaction reporting rules set out by SIX Exchange Regulation⁹ do apply to trading plans entered into by a listed company's directors or members of executive management. According to SIX Exchange Regulation, there are two methods by which a plan participant can make the necessary disclosure under management transaction reporting rules: either each transaction under the trading plan can be reported individually as it occurs, or all transactions under the trading plan can be collectively reported in a single notification.¹⁰ For the latter option, SIX Exchange Regulation has set out a number of requirements. Specifically, the notification must be made within two trading days of entry into the plan. The total value of all contemplated transactions must be notified or, if calculation of the total value is not possible, the value may be described as CHF 1.00. The key points of the trading plan (such as its duration and the range of prices envisaged under the plan) must also be notified; if these key points change, then a new notification is required. Upon revocation of the plan, the volume of securities transacted until the revocation, as well as the fact of the revocation itself, must be notified. Finally, if, despite the existence of the trading plan, the plan participant has the ability to influence the transactions carried out thereunder, then these transactions must be reported individually, and the plan is considered as being cancelled.

IV. Conclusion

In light of the evidence of ongoing insider trading practices in Switzerland, and the increased efforts by regulators to combat them, it is essential for Swiss listed companies and FINMA-regulated entities to take active measures to prevent insider trading. Appropriately designed blackout periods and trading plans are two useful tools that can assist companies' efforts in this regard. Since best practices – both Swiss and internationally – regarding the structuring and implementation of these tools are constantly evolving, companies' internal policies and practices must be subject to continuous review and update in order to meet the applicable requirements.

⁹ See SIX Exchange Regulation's Directive on the Disclosure of Management Transactions.

¹⁰ SIX commentary to article 56 of the SIX Listing Rules and the SIX Directive on the Disclosure of Management Transactions.

High Yield Bonds: Überblick, Trends und aktuelle Marktentwicklungen

Rainer Adlhart/Silke Weller

Inhalt

I.	Einleitung	39
II.	High Yield Bonds – Terminologie und Charakteristika	40
III.	Grundlagen der US-amerikanischen Wertpapiergesetze als Rechtsrahmen für High Yield Bonds	43
	1. Registrierungspflicht nach Section 5	44
	2. Relevante Ausnahmen von der Registrierungspflicht	44
	a) Rule 144A	44
	b) Regulation S	45
	3. Relevante US-amerikanische Haftungsregelungen im Kontext von High Yield-Emissionen	46
IV.	High Yield Covenants als zentraler Bestandteil der High Yield-Dokumentation	47
	1. Bindungsreichweite der Covenants	47
	2. High Yield Covenants als incurrence covenants	48
	3. Überblick über die wichtigsten High Yield Covenants und gegenwärtige Marktentwicklungen in dieser Hinsicht	48
	a) Limitation on Indebtedness	49
	aa) Allgemeines	49
	bb) Aktuelle Entwicklungen mit Blick auf den Limitation on Indebtedness Covenant	51
	aaa) Wiedereinführung oder Intensivierung von non-guarantor debt caps	51
	bbb) Einsatz von pick your poison- /dividend-to-debt toggle-Klauseln	51
	ccc) Grösse des contribution debt basket	52
	ddd) Zunehmende Begrenzungen von acquired debt	52
	eee) Möglichkeit zur Reklassifizierung von Schulden	53
	fff) Prävalenz von hookie dook-Klauseln	53
	b) Limitation on Liens	53
	aa) Allgemeines	53
	bb) Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Liens Covenants	54
	aaa) Einschränkung der Reichweite von permitted liens/permitted collateral liens	54
	bbb) Beitritt zu intercreditor agreements	54

c)	Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments	55
aa)	Allgemeines	55
bb)	Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenants	56
aaa)	Eingeschränkter Zugang zum build-up/builder basket	56
bbb)	Anforderungen an ratio-based restricted payment/permitted investment permissions	56
ccc)	Abnahme der Verwendung des available amount-Konzepts	57
ddd)	Bindung von restricted payment/permitted investment baskets an den Verkauf spezifischer Vermögenswerte	57
eee)	Abnahme von restricted payment baskets for declined excess proceeds	57
fff)	Einschränkung des Transfers von bedeutenden Vermögenswerten an unbeschränkte Tochtergesellschaften	58
d)	Limitation on Transactions with Affiliates	58
e)	Dividend Blocker	59
f)	Limitation on Asset Sales	60
aa)	Allgemeines	60
bb)	Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Asset Sale Covenants	60
g)	Mergers, Consolidations and Transfer of Assets	61
h)	Change of Control	61
i)	Reporting Covenant	62
j)	Weitere aktuelle Entwicklungen im Bereich der Ausgestaltung von High Yield Covenants	64
aa)	EBITDA-Anpassungen	64
bb)	Calculation flexibilities	64
V.	Verknüpfung von High Yield Bonds und Sustainable Finance als neues Marktphänomen	65
1.	Allgemeines zu Sustainable Finance und nachhaltigen Finanzinstrumenten	65
2.	Bisherige Relevanz von Sustainable Finance für High Yield Bonds	66
3.	Erste Guidance zur Verknüpfung von High Yield Bonds mit Sustainable Finance	66
4.	Auswirkungen von Sustainable Finance-Aspekten auf High Yield Covenants	67
VI.	Zusammenfassung und Ausblick	68
	Literaturverzeichnis	69

I. Einleitung

*High Yield Bonds*¹ haben im Nachgang der Finanzkrise 2008/2009 und der damit verbundenen Niedrigzinsphase sowohl im US-amerikanischen als auch im europäischen Raum immer mehr Bedeutung erlangt,² wobei im Jahr 2021 (trotz oder möglicherweise gerade wegen der Covid19-Pandemie) ein Rekordniveau an *High Yield*-Emissionen zu verzeichnen war,³ wie die [nachfolgende Grafik](#) zu *High Yield*-Emissionen in der DACH-Region erkennen lässt.

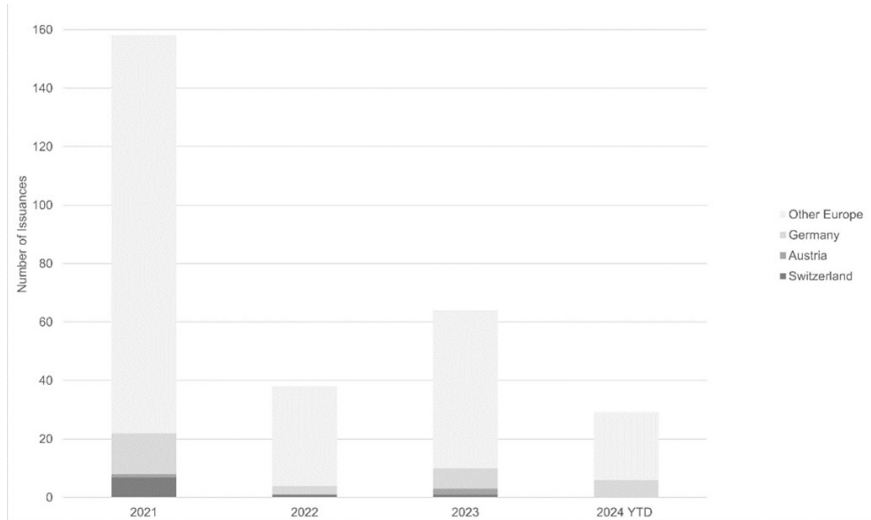


Abbildung 1: Anteil von *High Yield*-Emissionen in der DACH-Region an *High Yield*-Emissionen im europäischen Raum von 2021–März 2024; Recherche auf der Grundlage von Daten von Reorg und Xtract.

¹ Die deutsche Übersetzung des Begriffs *High Yield Bonds* variiert: Oft werden – neben der Mischform „High-Yield-Anleihe“ – die Begriffe „Hochzinsanleihe“ oder „hochverzinsliche Anleihe/Schuldverschreibungen“ synonym verwendet (vgl. bspw. Artzinger-Bolten/Wöckener, Rz. 36 f.; Lürken et al., Rz. 12.68). Da unter den Begriff der „Hochzinsanleihen“ allerdings z.T. auch andere Anleiheformen wie bspw. Hybridanleihen subsumiert werden (so offenbar Ebner, 42) bzw. teilweise auch zwischen „High Yield-Anleihen“ und „herkömmlichen hochverzinslichen Schuldverschreibungen“ unterschieden wird (in diesem Sinne jedenfalls Kusserow/Dittrich, 746, ohne dies jedoch näher zu konkretisieren) sowie der Begriff „Hochzinsanleihen“ als Oberbegriff für weitere Unterkategorien gesehen wird (siehe Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht, Band 3-Eichhorn/Köhler, 173), wird im Folgenden auf die englische Terminologie zurückgegriffen.

² Vgl. zur Entwicklung von *High Yield*-Emissionen im Allgemeinen Oulds, Rz. 152; Hutter, Rz. 171.

³ Vgl. die Statistik „International Corporate High Yield Volume“ von Dealogic, abrufbar unter <https://www.icmagroup.org/resources-2/market-data/Market-Data-Dealogic/>; siehe zudem speziell für den europäischen Raum die Statistik in AFME Q2 2023, 3.

Im Zuge des gegen die Ukraine gerichteten russischen Angriffskriegs, den Folgen der SVB Pleite sowie der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS, der anhaltend hohen Inflation und der Verschärfung des Nahostkonflikts verzeichnete der Markt zwar in den beiden darauffolgenden Jahren einen deutlichen Rückgang,⁴ lässt aber zuletzt wieder gestärktes Interesse der Investoren sowie Bedarf potentieller Emittenten an dieser Finanzierungsform erkennen.⁵ Insofern dürfte in den kommenden Jahren kein nachhaltiger Bedeutungsrückgang von *High Yield Bonds* zu erwarten sein, sondern vielmehr eine Anpassung der Anleihebedingungen an die jeweiligen Marktverhältnisse.

Im Zuge dieser Entwicklungen soll der folgende Beitrag einen Überblick über die gegenwärtigen marktüblichen Gestaltungen von *High Yield Bonds* geben, wobei der Fokus auf dem europäischen Markt liegt. Einleitend wird diesen Ausführungen ein Abschnitt über die für *High Yield Bonds* relevanten Aspekte der US-amerikanischen Wertpapiergesetze – die auch im europäischen Raum extraterritoriale Anwendung⁶ auf *High Yield*-Emissionen finden – vorangestellt. Als einer der für künftige Ausgestaltungen von *High Yield Bonds* relevanten Themenbereiche, der potentielle Auswirkungen auf die gesamte *High Yield*-Dokumentation haben könnte, wird überdies ein Überblick über die Verknüpfungen von *High Yield Bonds* mit *Sustainable Finance*-Aspekten gegeben.

II. High Yield Bonds – Terminologie und Charakteristika

Unter *High Yield Bonds* sind Anleihen zu verstehen, die bzw. deren Emittenten⁷ ein *Sub-Investment Grade*- oder *Non-Investment Grade*-Rating aufweisen, also ein Rating von Ba1 (nach den Ratingklassen der Rating-Agentur Moody's) oder BB (nach den Einstufungen der Rating-Agenturen *Standard & Poor's* und *Fitch*) oder darunter.⁸ Um Investoren für dieses erhöhte Risiko zu entschädigen, bieten *High Yield Bonds* – wie der Begriffszusatz *High Yield* erkennen lässt⁹ – eine höhere Rendite, die im aktuellen Zinsumfeld üblicherweise bei rund 6% beginnen kann.¹⁰

⁴ Vgl. die Statistik „International Corporate High Yield Volume“ von Dealogic, abrufbar unter <<https://www.icmagroup.org/resources-2/market-data/Market-Data-Dealogic/>>.

⁵ In diesem Sinne auch Westpfahl, Rz. 13.70; Oulds, Rz. 1.52.

⁶ Vgl. Patterson, 216.

⁷ Reinhard/Schall-Schall/Simon, § 1 Rz. 42; zur Differenzierung zwischen Emissionsrating und Emittentenrating mit Blick auf *High Yield Bonds* siehe Baums, § 36 Rz. 17.

⁸ Vgl. Hutter, Rz. 17.45.

⁹ Hierzu näher Heitmann, 37 f.

¹⁰ Vgl. AFME, *High Yield and Leveraged Loan Data Report – Q4 2023*, 37.

De facto bewegen sich die meisten *High Yield Bonds* bzw. Emittenten derselben lediglich knapp unter dem *Investment-Grade*-Bereich; nur eine Minderheit weist folglich eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit für einen Zahlungsausfall auf, wie die folgende Abbildung 2 verdeutlicht.

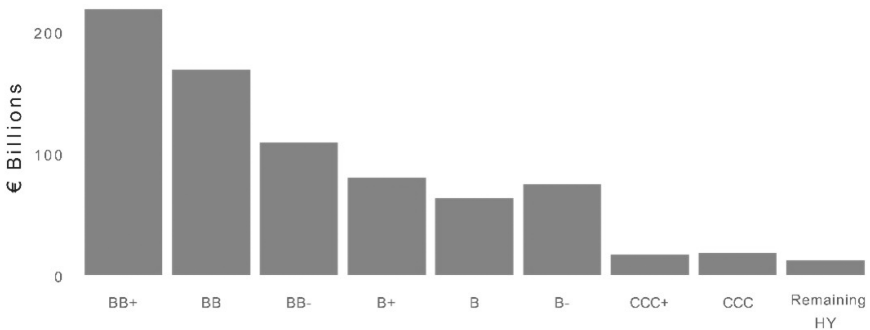


Abbildung 2: AFME-Statistik zum Rating europäischer *High Yield Bonds*, entnommen aus AFME, *High Yield and Leveraged Loan Data Report – Q4 2023*, S. 17, Grafik 4.9

Die Laufzeit von *High Yield Bonds* beträgt in der Regel mindestens fünf und maximal zehn Jahre;¹¹ es handelt sich also um langfristige Finanzierungsformen, die aber (abgesehen von der Emission selbst) mit verhältnismässig wenig Aufwand während der Laufzeit verbunden ist.¹² Der Nennbetrag der Anleihen beträgt üblicherweise mindestens 200 Mio. Euro,¹³ womit *High Yield Bonds* klassische sog. *large cap* Finanzierungen darstellen.

Im Gegensatz zu klassischen Bankfinanzierungen sind *High Yield Bonds* überdies endfällig, d.h. über die Laufzeit nicht amortisierend.¹⁴ Die Anleihebedingungen sehen jedoch Möglichkeiten zur vorzeitigen Tilgung (*optional redemption*) vor, die in der Praxis jedoch derart strukturiert werden, dass für frühzeitige Tilgung in den ersten Jahren unmittelbar nach der Emissionen ökonomisch kein Anreiz besteht. Konkret werden dabei sog. *non-call periods* vereinbart, während derer die Tilgung zwar möglich ist, jedoch die Fälligkeit einer „Wiedergutmachungsprämie“ (*make-whole premium*) nach sich zieht. Im Falle einer vorzeitigen Tilgung in den ersten Jahren unmittelbar nach der Emissionen wird dann nämlich, zusätzlich zum Kapitalbetrag und den aufge-

¹¹ McDonald/Graebner, 242; Eilers/Teufel, Rz. 96.

¹² Jedenfalls sofern ausreichende Vorkehrungen bei der Ausgestaltung der Berichtspflichten im Nachgang der Emission getroffen wurden; hierzu Hutter, Rz. 17.89; Balz, 403.

¹³ Hoffmann-Becking, Rz. 1.72.

¹⁴ Hoffmann-Becking, Rz. 1.68.

laufenden Zinsen der zurückgekauften Anleihen, der Barwert aller bis zum Ende einer vertraglich festgelegten Frist zu zahlenden Zinsen fällig.¹⁵ In der Praxis typische Zeiträume für eine *non-call period* sind bei einer Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren eine zweijährige *non-call period* („5nc2“), bei einer Laufzeit von 7 Jahren eine dreijährige *non-call period* („7nc3“), bei einer Laufzeit von 8 Jahren eine vierjährige *non-call period* („8nc4“) und bei einer Laufzeit von zehn Jahren eine fünfjährige *non-call period* („10nc5“).¹⁶ Selbst nach der *non-call period* sind die *High Yield*-Anleihegläubiger weiterhin vor einer ihren Interessen zuwiderlaufenden vorzeitigen Tilgung geschützt, indem die vorzeitige Tilgung wiederum mit der Zahlung einer Prämie – im ersten Jahr nach Ablauf der *non-call period* regelmässig 50% des Kupons und im zweiten Jahr 25% des Kupons bzw. des Nennwerts – einhergeht.¹⁷ Erst danach ist die vorzeitige Tilgung eines *High Yield Bonds* ökonomisch attraktiv, was im Ergebnis dazu führt, dass Emittenten regelmässig erst gegen Ende der Laufzeit eine Rückführung bzw. Refinanzierung der Anleihe anstreben.

Unbenommen bleibt den Emittenten von *High Yield Bonds* zudem in der Regel die – derzeit häufig genutzte – Möglichkeit, die eigenen Anleihen auf dem *open market*, d.h. von bestehenden Anleihegläubigern zurückzukaufen.¹⁸ Dabei spielt letztlich der aktuell geltende Handelspreis der Anleihe den entscheidenden Faktor, ob ein Rückkauf wirtschaftlich zweckmässig ist.

Zinszahlungen auf *High Yield Bonds* erfolgen in aller Regel halbjährlich.¹⁹ Üblicherweise handelt es sich um Anleihen mit einer festen Verzinsung; teilweise werden jedoch auch variable Zinsen (sog. *floating rates*) vereinbart.²⁰

Statistiken zur Verwendung von Emissionserlösen zeigen, dass die Erlöse im Wesentlichen für allgemeine Unternehmenszwecke (*general corporate purposes*), Refinanzierungen sowie *leveraged buy-outs* (LBOs) verwendet werden; hierzu kann die nachfolgende Abbildung 3 herangezogen werden.

¹⁵ Taufner, Rz. 2.134.

¹⁶ Bohr, 3.

¹⁷ Hoffmann-Becking, Rz. 16.110.

¹⁸ Taufner, Rz. 16.115; Oulds, Rz. 4.117.

¹⁹ Vgl. Rosenbaum/Pearl, 196.

²⁰ Hoffmann-Becking, Rz. 1.87.

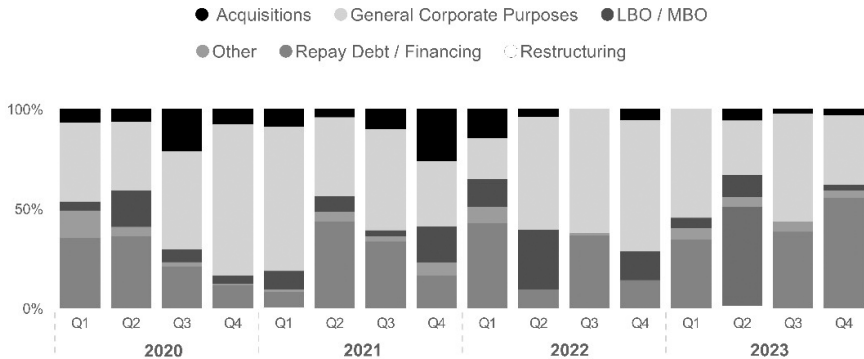


Abbildung 3: AFME-Statistik zur Verwendung der Emissionserlöse bei europäischen *High Yield Bonds*, entnommen aus AFME, *High Yield and Leveraged Loan Data Report – Q4 2023*, S. 15, Grafik 4.3

III. Grundlagen der US-amerikanischen Wertpapiergesetze als Rechtsrahmen für *High Yield Bonds*

Auch wenn teilweise nationale Alternativen bestehen – etwa in Form der deutschen Rechtsordnung und des dortigen Schuldverschreibungsgesetzes²¹ – dominiert nach wie vor das Recht des US-Bundesstaats New York die Transaktionsdokumente und Anleihekonditionen von *High Yield Bonds*.²² Dies ist einerseits darauf zurückzuführen, dass obwohl diese Form der Anleihe ursprünglich den USA entstammt mittlerweile auch Investoren anderer Rechtssysteme mit den entsprechenden US-amerikanischen Rechtsnormen vertraut sind, und damit die Rechtswahl als „Markt-Standard“ bezeichnet werden kann. Vor dem Hintergrund, dass zur Auslegung von *Covenants* sowie bzgl. etwaiger Haftungsfragen eine Vielzahl an Rechtsprechung (*case law*) vorhanden ist,²³ geht andererseits mit der Wahl des New Yorker Rechts auch eine gewisse Rechtssicherheit einher, was vor allem auch Emittenten aus Europa den Zugang zu institutionellen Investoren in den USA ermöglicht.

Unabhängig von dem „Privatrechtsstatut“ der Anleihen unterliegen *High Yield Bonds* zudem dem bundesrechtlich ausgestalteten System der Kapitalmarktregulierung (*securities regulation*), das die Wertpapiergesetze der einzelnen Bundesstaaten (die sog. *blue sky laws*) in der Regel verdrängt.²⁴ Massgeblich

²¹ Vgl. MüKo HGB-Singhof, Emissionsgeschäft Rz. 139; Schlitt et al., 442 ff.; Hutter, Rz. 17.25 ff.

²² Hutter, Rz. 17.24.

²³ Hutter, Rz. 17 m.w.N.; Taufner, Rz. 16.2.

²⁴ Taufner, Rz. 16.5 Fn. 13; Penner, 77 f.

sind dabei für die Zulassung zum Primärmarkt der U.S. Securities Act von 1933 (Securities Act) und für die Pflichten bzgl. des Sekundärmarkts der U.S. Securities Exchange Act von 1934 (Exchange Act).²⁵ Im Folgenden werden einerseits die Registrierungspflicht nach dem Securities Act und damit verbundene Ausnahmen – von denen High Yield-Emissionen in Europa regelmässig Gebrauch machen – sowie etwaige Folgen einer Nichtregistrierung oder fehlerhaften Registrierung i.S.d. Exchange Act kursorisch dargestellt.

1. Registrierungspflicht nach Section 5

Sofern keine Ausnahme von der Registrierungspflicht greift, muss gemäss Section 5 Securities Act grundsätzlich jedes Angebot und jeder Verkauf von securities i.S.d. Section 2(a)(1) Securities Act – also auch dasjenige bzw. derjenige von High Yield Bonds – bei der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) registriert werden.²⁶ Um jedoch eine zeit- und ressourcenaufwändige Registrierung von High Yield Bonds zu umgehen wird in der Praxis bei High Yield-Emissionen europäischer Unternehmen auf zwei wesentliche Ausnahmen zurückgegriffen. Für Angebote in den USA wird üblicherweise auf die in Rule 144A Securities Act enthaltene Safe Harbor-Regelung abgestellt, im Rahmen derer das Angebot zwar auf institutionelle Investoren beschränkt wird, jedoch damit die Registrierungspflicht nach Section 5 Securities Act entfällt. Für Angebote ausserhalb den USA, stützen Emittenten sich auf die Ausnahmeregelungen von Regulation S, mit Hilfe derer sichergestellt werden kann, dass die SEC bei offshore-Transaktionen keinen US-Nexus herstellt.²⁷

2. Relevante Ausnahmen von der Registrierungspflicht

a) Rule 144A

Bei der in Rule 144A enthaltenen Safe Harbor-Regelung handelt es sich um eine Ausnahme für (Wieder-)Verkäufe an sog. *qualified institutional buyers* (QIBs). Hierunter sind institutionelle Investoren zu verstehen, die ein bestimmtes Mindestvolumen (in der Regel mindestens 100 Mio. USD) an Wertpapieren halten.²⁸ Das früher geltende Verbot der „allgemeinen Werbung“ (*general sollicita-*

²⁵ Siehe Taufner, Rz. 16.4 ff.

²⁶ Vgl. Taufner, Rz. 16.27.

²⁷ Siehe zu der ebenfalls potentiell relevanten Safe Harbor-Regelung Regulation D in Bezug auf High Yield-Emissionen, der jedoch aufgrund ihrer eingeschränkten Praktikabilität im Hinblick auf Privatplatzierungen (hierzu Taufner, Rz. 16.33) in der Praxis keine nähere Bedeutung zukommt Heitmann, 64 ff.

²⁸ Vgl. Oulds, Rz. 1.14 Fn. 20.

tion or advertisement) wurde durch den im Jahre 2012 verabschiedeten *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act) gestrichen;²⁹ Emittenten müssen seitdem jedoch sicherstellen, dass die Wertpapiere nur an Personen verkauft werden, von denen vernünftigerweise angenommen werden kann, dass es sich um qualifizierte institutionelle Käufer handelt (*persons reasonably believed to be QIBs*).³⁰

Weiterhin erfordert Rule 144A(d)(2), dass ein Verkäufer angemessene Massnahmen ergreift, um sicherzustellen, dass der Käufer weiss, dass sich der Emittent auf die in Rule 144A enthaltene *Safe Harbor*-Regelung beruft; der Emittent muss also den Käufern zu verstehen geben, dass sie eingeschränkte Wertpapiere (*restricted securities*) kaufen,³¹ welche nicht für den Handel von Kleinanlegern geeignet sind.

Zudem dürfen Wertpapiere, um der Ausnahmeregelung von Rule 144A zu unterfallen, nicht mit in den USA bereits notierten Wertpapieren fungibel (*of the same class*) sein.³² Ferner muss der Emittent – sofern er nicht unter eine der in Rule 144A(d)(4)(i) genannten Ausnahmeregelungen fällt – den Anleihegläubigern Informationen über die wirtschaftliche Situation des Emittenten in Form einer Beschreibung der Art des Unternehmens sowie die Jahresabschlüsse der letzten zwei Jahre bereitstellen.³³ In der Praxis wird in Anbetracht dieser Vorgaben meist ein detailliertes Angebotsdokument erstellt,³⁴ welches als *offering memorandum* bezeichnet wird.

b) *Regulation S*

Die Ausnahme- bzw. *Safe Harbor*-Regelungen, die sich in *Regulation S* finden und auf welche sich europäische Emittenten regelmässig stützen, zielen vor allem darauf ab, dass das Angebot und der Verkauf von *High Yield Bonds* geografisch begrenzt und nicht innerhalb der USA durchgeführt wird.³⁵ Demnach greift die Registrierungspflicht nicht, wenn es sich um eine reine *off-shore*-Transaktion i.S.v. Rule 901 handelt.³⁶ Entscheidend ist hierfür der in Rule 902(c)(1) legal definierte Begriff der *directed selling efforts*, der grundsätzlich jede Tätigkeit untersagt, die den US-amerikanischen Markt für die gemäss der

²⁹ Vgl. Greene et al., § 7.02, 7-32.

³⁰ Vgl. Taufner, Rz. 16.33.

³¹ Hierzu Greene et al., § 7.02, 7-32; Hutter, Rz. 17.18.

³² Rule 144A(d)(3)(i).

³³ Rule 144A(d)(4)(i).

³⁴ Vgl. in diesem Sinne auch Taufner, Rz. 16.54.

³⁵ Heitmann, 63.

³⁶ Heitmann, 63 f.

Regulation S angebotenen Wertpapiere beeinflusst.³⁷ Bei einer Transaktion die sich auf Regulation S stützt hängen damit die den Investoren bereitzustellenden Informationen von den Anforderungen des Herkunftslandes und der Risikoinschätzung des Emittenten ab; in der Praxis wird ebenso ein detailliertes Angebotsdokument (*offering memorandum*) erstellt, das jedoch weniger umfangreich ausfällt als das Pendant zu Rule 144A. Sofern sich ein Emittent bei einer Transaktion sowohl auf Rule 144A als auch auf Regulation S stützt – weil zeitgleich an QIBs in den USA sowie Investoren in *offshore*-Transaktion ausserhalb der USA *High Yield Bonds* zum Verkauf angeboten werden – wird ein kombiniertes *offering memorandum* erstellt, das den (höheren) Anforderungen von Rule 144A entspricht sowie den Anforderungen des Herkunftslandes gerecht werden muss.

3. Relevante US-amerikanische Haftungsregelungen im Kontext von High Yield-Emissionen

Die Notwendigkeit entweder der Registrierung der *High Yield Bonds* nach Section 5 oder der sorgfältigen Einhaltung der soeben dargestellten Ausnahmenvorschriften wird durch die in den USA geltenden Haftungsregelungen verdeutlicht, die sowohl für registrierte als auch für von der Registrierung ausgenommene Wertpapiere Anwendung finden.³⁸ Diese finden sich u.a. in Section 10(b) *Exchange Act*, allen voran in Rule 10b-5 (sog. *anti-fraud rule*), die den zentralen Haftungsstandard für Wertpapiere bildet.³⁹ Hiernach haften Ersteller – d.h. grundsätzlich sowohl Emittenten als auch Emissionsbanken – für falsche oder irreführende Aussagen oder Auslassungen wesentlicher Tatsachen (*false or misleading statements or omissions of a material fact*), sofern diese „vorsätzlich“ (d.h. mit sog. *scienter* i.S.e. *intent to deceive or recklessness*) gehandelt haben, der Investor in Folge gerechtfertigterweise auf die Informationen vertraut hat und ein tatsächlicher und kausaler Schaden entstanden ist.⁴⁰ Mangelhafte *due diligence* im Zusammenhang mit der Vorbereitung der Emission kann als Indiz für das subjektive Element des *scienter* dienen, weshalb Emissionsbanken als *underwriters* sog. *10b-5 letters* ihrer Anwälte anfordern, in denen diese bestätigen, dass ihnen nicht bekannt ist, dass das Angebotsdokument falsche oder irreführende Aussagen oder Auslassungen von wesentlichen Dingen beinhaltet.⁴¹ Während eine solche Bestätigung einen wichtigen Teil der sog. *due diligence defense* der Emissionsbanken bilden kann, mit Hilfe

³⁷ Taufner, Rz. 16.37.

³⁸ Taufner, Rz. 16.73.

³⁹ Taufner, Rz. 16.82.

⁴⁰ Siehe -Taufner, Rz. 16.82 Fn. 179 m.w.N.

⁴¹ Taufner, Rz. 16.83.

derer vor Gericht der Vorwurf des *scienter* potentiell entkräftigt wird,⁴² gilt für Emittenten eine verschuldensunabhängige Haftung.

IV. High Yield Covenants als zentraler Bestandteil der High Yield-Dokumentation

Kernstück der im Anleihevertrag (*indenture*) enthaltenen Anleihebedingungen bilden die sog. *Covenants*,⁴³ die auch einen der zentralen Bestandteile der *High Yield*-Dokumentation insgesamt darstellen und daher hier gesondert herausgegriffen werden. Hintergrund dieser *Covenants* bildet der Ausgleich der Interessen des Emittenten und der Investoren; während der Emittent sich in der Regel ein gewisses Mass an operativer Flexibilität erhalten möchte, bspw. in Form der Möglichkeit, weitere Schulden aufzunehmen, um organisches Wachstum zu bewirken oder Akquisitionen zu finanzieren, Dividenden an Gesellschafter auszuzahlen oder in Joint Ventures zu investieren, haben Investoren ein Interesse daran, dass der Emittent mit den Emissionserlösen gut hausaltet, damit die Rückzahlungsfähigkeit des Anleihebetrags inklusive Zinsen nicht beeinträchtigt wird.⁴⁴

1. Bindungsreichweite der Covenants

In der Regel werden durch die *Covenants* nicht nur der Emittent, sondern – insb. wenn es sich um eine reine Holding-Gesellschaft handelt⁴⁵ – auch dessen Tochtergesellschaften bzw. die Garantiegeber „beschränkt“, die dann gemeinsam mit dem Emittenten die *restricted group* bilden.⁴⁶ Die *unrestricted group* besteht hingegen aus den durch die *Covenants* nicht beschränkten Tochtergesellschaften (*unrestricted subsidiaries*) sowie, sofern vorhanden, aus den Minderheitsbeteiligungen des Emittenten.⁴⁷ Durch diese Unterteilung ist es dementsprechend möglich, gewisse Tochtergesellschaften von den Beschränkungen der *Covenants* zu befreien; andererseits werden bei der Berechnung der relevanten Finanzkennzahlen für Zwecke der Einhaltung der *Covenants* die Vermögenswerte und Erträge der *unrestricted subsidiaries* auch nicht auf das Gruppenergebnis angerechnet.⁴⁸

⁴² Siehe hierzu auch Hutter, Rz. 17.61.

⁴³ Hutter, Rz. 17.54 ff.; Penner, 90 ff. Zur uneinheitlichen deutschen Übersetzung des Begriffs siehe Heitmann, 115 f. m.w.N.

⁴⁴ Penner, 40; Schlitt et al., 430.

⁴⁵ Hierzu näher Hutter, Rz. 17.71.

⁴⁶ Oulds, Rz. 4.46.

⁴⁷ Siehe hierzu Hutter, Rz. 17.73.

⁴⁸ Hutter, Rz. 17.73.

2. High Yield Covenants als incurrence covenants

Im Gegensatz zu Bankdarlehen und den dort üblichen *maintenance covenants*, die eine Verpflichtung vorsehen, gewisse Finanzkennzahlen zu erreichen oder einzuhalten und damit den Kreditgebern bei Verschlechterung der Geschäftstätigkeit gewisse vertragliche Schutzmechanismen bieten, handelt es sich bei Covenants von *High Yield Bonds* um *incurrence-based* bzw. *incurrence covenants*.⁴⁹ Es finden also keine fortlaufenden Überprüfungen, sondern nur ein einmaliger Test (d.h. eine Überprüfung des Verschuldungsgrades bzw. der in den Anleihebedingungen festgelegten relevanten Finanzkennzahlen) statt sofern die Gesellschaft weitere Schulden aufnehmen, Dividenden ausschütten oder andere potentiell liquiditätsschädigende Geschäftshandlungen wie bspw. den Verkauf von Unternehmenswerten, die durch die *indenture* geregelt sind, setzen möchte. Bereits zum Zeitpunkt der Ausgabe der *High Yield Bonds* bekannte oder vorhersehbare Massnahmen und Transaktionen (einschliesslich jener im gewöhnlichen Geschäftsgang) werden entweder von Beginn an von sämtlichen Beschränkungen ausdrücklich ausgeschlossen oder durch spezielle Ausnahmen (wie *carve-outs* und *baskets*) in den jeweiligen Covenants zugelassen.⁵⁰

Der Emittent von *High Yield Bonds* kann somit den Emissionserlös grundsätzlich frei, also unabhängig von seiner wirtschaftlichen und finanziellen Gesamtsituation, verwenden, solange seine unternehmerischen Tätigkeiten nicht gegen die in den Anleihebedingungen festgelegten Covenants verstossen.⁵¹ Default bzw. ein *event of default* (d.h. ein Verstoss gegen die Anleihebedingungen, der zu einer Kündigung bzw. Fälligstellung der Anleihe führen kann⁵²) tritt folglich nur dann ein, wenn der Emittent eine Handlung ausübt, die die Bestimmungen der *indenture* verletzt, also etwa wenn der Emittent unzulässige Schulden aufnimmt, entgegen den Anleihebedingungen eine Dividende auszahlt, eine Investition tätigt oder eine Fusion durchführt.

3. Überblick über die wichtigsten High Yield Covenants und gegenwärtige Marktentwicklungen in dieser Hinsicht

Im Folgenden wird ein Überblick über jene Covenants gegeben, die im Rahmen einer *High Yield*-Emission als üblich gelten. Zur besseren Veranschaulichung wird zudem stellenweise auf Parallelen, aber auch auf die Unterschiede zu den für die Begebung von Darlehen etablierten Covenants⁵³ oder zu denjenigen

⁴⁹ Hutter, Rz. 17.69; McDonald/Graebner, 242.

⁵⁰ Hutter, Rz. 17.76.

⁵¹ Hutter, Rz. 17.69.

⁵² Freytag, 704.

⁵³ Zu diesen Unterschieden ausführlich Heitmann, 116 ff.

Zusicherungen, die für *Investment-Grade*-Anleihen üblich sind,⁵⁴ hingewiesen. Weiterhin ist zu beachten, dass der in der Einleitung skizzierte Umschwung der wirtschaftlichen Situation in den letzten Jahren spürbare Auswirkungen auf die Gestaltung von *High Yield*-Emissionen und insb. auch der *Covenants* hatte. Während die wirtschaftliche Situation während der Pandemiejahre stark zu Gunsten der Emittenten ausgerichtet war – was sich auch in den Anleihebedingungen widerspiegelte – beobachtet man momentan vermehrt *Investor pushback* auf aus deren Sicht zu aggressiven Flexibilitäten im Bereich der *Covenants*. Diese Entwicklungen sollen nachfolgend ebenfalls anhand konkreter Beispiele veranschaulicht werden.

a) *Limitation on Indebtedness*

aa) *Allgemeines*

Beim *Limitation on Indebtedness Covenant*, der als *Indebtedness Covenant* auch Teil der klassischen Darlehensdokumentation bildet,⁵⁵ geht es um die Bedingungen, die für die *restricted group* erfüllt sein müssen, um während der Laufzeit der Anleihe zusätzliche Schulden aufzunehmen.⁵⁶ Die zugrundeliegende Überlegung ist, dass eine Zunahme der Verschuldung der *restricted group* gewöhnlich mit einer Verringerung der Kreditwürdigkeit des Emittenten einhergeht und das Risiko zunimmt, dass der Emittent nicht in der Lage ist, seinen finanziellen Verpflichtungen gegenüber allen Fremdkapitalgebern – also der Bedienung der Zinsen und Rückzahlung des Kapitalbetrages bei jeweiliger Fälligkeit – nachzukommen.⁵⁷

Der *Limitation on Indebtedness Covenant* legt daher eine Verschuldungsgrenze für den Emittenten und die *restricted subsidiaries* fest; eine Überschreitung dieser Grenze durch Aufnahme von neuen Schulden ist in der Regel nur gestattet, wenn bestimmte Finanzkennzahlen eingehalten werden.⁵⁸ Als Grenze für eine zulässige Neuverschuldung fungiert dabei insb. das sog. *ratio debt*, das sich aus einem bestimmten Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA (*leverage ratio*) und/oder EBITDA zu Gesamt-Zinsaufwand (*fixed charge coverage ratio* (auch FCCR genannt)) ergibt.⁵⁹ Während beim *leverage ratio*-Test oftmals eine Verschuldung bis zu einem höheren einstelligen Grad möglich ist, muss

⁵⁴ Hierzu näher Kaulamo, Rz. 16.51 ff.

⁵⁵ Siehe Chenoweth/Wells, 68.

⁵⁶ Hutter, Rz. 17.78.

⁵⁷ Balz, 405; Schlitt et al., 431.

⁵⁸ Krüger-Nett, Rz. 119.

⁵⁹ Hutter, Rz. 17.78.

der FCCR-Test in aller Regel mindestens 2:1 ergeben um neue Schulden aufnehmen zu können.⁶⁰ Bei der Überprüfung der Einhaltung der relevanten Finanzkennzahlen wird immer eine Pro-forma-Berechnung für die letzten vier Quartale angewendet; es wird also angenommen, dass neue Schulden, die aufgenommen werden sollen, schon am Anfang des betrachteten Zeitraums bestanden haben.⁶¹

Zusätzlich werden in der Regel weitere Ausnahmen von dem Grundsatz der Unzulässigkeit neuer Verbindlichkeiten (sog. *permitted debt*) in Form von *baskets* vereinbart, also festgelegte Sockelbeträge an externen Verbindlichkeiten, die jederzeit und unabhängig von anderen bestehenden Ausnahmeregelungen genutzt werden können.⁶² Hierzu zählen meist ein *general debt basket*, der eine Verschuldung in begrenzter Höhe zu beliebigen Zwecken zulässt,⁶³ ein *contribution debt basket*, der die Aufnahme zusätzlicher Schulden in Höhe des Gesamtbetrags der Bareinlagen, die nach dem Ausgabedatum in das Eigenkapital des Emittenten eingezahlt werden, ermöglicht⁶⁴ sowie bspw. ein *credit facility basket*, der der *restricted group* erlaubt, bis zu einer bestimmten Grenze Schulden unter Kreditfazilitäten aufzunehmen.⁶⁵

Im Gegensatz zu Darlehen sind im Rahmen von *indentures* in der Regel keine Beschränkungen im Hinblick auf Akquisitionen vorgesehen, sofern die Zielgesellschaft zu einer *restricted subsidiary* wird.⁶⁶ Dies ist dadurch zu erklären, dass davon ausgegangen wird, dass der Kauf eines Vermögenswertes grundsätzlich Cash produziert und die Bonität des Emittenten daher im Verhältnis nicht wesentlich schwächt.⁶⁷ Eine etwaige der Akquisition vorangehende Neuverschuldung wird daher nur am *Limitation on Indebtedness Covenant* gemessen, wobei der Erwerb eines Unternehmens als Übernahme der zum Zeitpunkt des Erwerbs ausstehenden Schulden dieses Unternehmens durch den Erwerber angesehen wird.⁶⁸ Insofern wird hierfür regelmässig ein separater *basket* (sog. *acquired debt/indebtedness basket*) vorgesehen.⁶⁹

⁶⁰ Berkery/Elder, 9.

⁶¹ Hutter, Rz. 17.78; Balz, 406.

⁶² Hutter, Rz. 17.79; Balz, 406.

⁶³ McDonald/Graebner, 243 f.

⁶⁴ Morrissy/Cunningham, 87.

⁶⁵ McDonald/Graebner, 243.

⁶⁶ Vgl. McDonald/Graebner, 243.

⁶⁷ Vgl. Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

⁶⁸ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

⁶⁹ Vgl. Bohr, 59.

bb) *Aktuelle Entwicklungen mit Blick auf den Limitation on Indebtedness Covenant*

aaa) *Wiedereinführung oder Intensivierung von non-guarantor debt caps*

Im Bereich des *Limitation on Indebtedness Covenant* ist ein erneuter Fokus auf die Einführung sog. *non-guarantor debt caps* zu beobachten. Dabei handelt es sich um die Möglichkeit der Aufnahme von Neuschulden durch Tochtergesellschaften, die zwar der *restricted group* angehören, jedoch nicht als Garantgeber dienen, und damit durch eine solche Aufnahme von Neuschulden – im Verhältnis zu den *High Yield*-Anleihegläubigern – strukturell vorrangige Schulden aufnehmen würden. In den letzten Jahren gab es für *non-guarantors* kaum Begrenzungen in Hinblick auf eine solche Schuldenaufnahme.⁷⁰ Mittlerweile erbeten Investoren jedoch vermehrt Begrenzungen in Form von eigenen *baskets*, welche die Höhe solcher Schulden einschränken.

bbb) *Einsatz von pick your poison-/dividend-to-debt toggle-Klauseln*

Pick your poison- bzw. *dividend-to-debt toggle*-Klauseln erlauben dem Emittenten die Aufnahme zusätzlicher Schulden, indem er auf andere *baskets* bzw. *capacities* – häufig auf seine *capacity* unter dem *Limitation on Restricted Payments Covenant* – verzichtet und diese in Kapazität für die Aufnahme von Schulden umwandelt.⁷¹ Durch solche Klauseln ist also eine Umwandlung der Kapazität für die Ausschüttung von Dividenden in Kapazität für zusätzliche Schulden möglich, weshalb diese Klauseln aus Investorensicht kritisch beurteilt werden;⁷² und das obwohl mittels des Umweges der Dividendenausschüttung und der Schaffung von Kapazität zur Aufnahme von Neuschulden durch den *contribution debt basket* (sofern dieser in der *High Yield*-Dokumentation vorgesehen ist) wirtschaftlich das gleiche Ergebnis erzielt werden kann. Die Einführung derartiger Klauseln hatte während der Covid19-Pandemie jedenfalls deutlichen Auftrieb erhalten.⁷³ In letzter Zeit war hingegen bei europäischen *High Yield Bonds* ein Rückgang dieser Flexibilität zu verzeichnen.⁷⁴

⁷⁰ Bohr, 52; vgl. auch McDonald/Graebner, 243 f.; Kitchen et al., 3.

⁷¹ Khanna et al., 4.

⁷² Khanna et al., 4; Bradford, 6.

⁷³ Vgl. Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

⁷⁴ Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

ccc) *Grösse des contribution debt basket*

Eng mit den soeben erläuterten *pick your poison-* bzw. *dividend-to-debt toggle*-Klauseln verbunden sind die zu beobachtenden Entwicklungen im Bereich der Grösse des *contribution debt basket*.⁷⁵ Traditionell war eine solche Erlaubnis auf eine 1:1-Basis beschränkt; in den letzten Jahren hat es jedoch eine zunehmende Anzahl von Transaktionen gegeben, die ein 2:1-Verhältnis vorsahen, also die Möglichkeit, Schulden in Höhe von 200% der Beträge der *equity contributions* aufzunehmen.⁷⁶ Nach Analysen von Reorg kommen 2:1 *ratios* jedoch nach wie vor nur in einer Minderheit der Transaktionen vor. Zudem ist die Anzahl der Transaktionen, die eine solche vorsehen, von 2022 auf 2023 deutlich gesunken, wohingegen die Mehrheit der Transaktionen – sofern überhaupt vorhanden – einen „gemässigten“ (d.h. 1:1) *contribution debt basket* vorsieht.⁷⁷

ddd) *Zunehmende Begrenzungen von acquired debt*

Die im Rahmen von *High Yield Covenants* vorgesehenen Ausnahmen für Schulden, die im Zusammenhang mit Akquisitionen gemacht werden, waren traditionell nur möglich, wenn der *ratio debt*-Test erfüllt wurde.⁷⁸ Im Rahmen einiger jüngerer Transaktionen wurde dieses Erfordernis jedoch „aufgeweicht“ und es wurde die Aufnahme neuer Schulden infolge einer Akquisition auch dann zugelassen, wenn der *ratio debt*-Test nicht erfüllt wurde, aber das Verhältnis durch die Transaktion nicht verschlechtert wurde (sog. *not made worse*-Test).⁷⁹ Dabei wurde bei einigen Emissionen weiters zwischen *acquisition debt* (d.h. Schulden, die im Zusammenhang mit dem Erwerb entstanden sind) und *acquired debt* (d.h. Schulden, die vor dem Erwerb bestanden und durch den Erwerb mitgekauft wurden) differenziert, wobei nur *acquisition debt* die Bedingungen des *ratio debt*-Tests bzw. *not made worse*-Tests erfüllen musste,⁸⁰ die Aufnahme von *acquired debt* jedoch nicht weiter beschränkt wurde (*uncapped acquired debt baskets*).⁸¹ Diese Entwicklung ist aber ebenfalls deutlich zurückgegangen.⁸²

⁷⁵ Khanna et al., 4.

⁷⁶ Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

⁷⁷ Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

⁷⁸ McDonald/Graebner, 243; Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

⁷⁹ Vgl. McDonald/Graebner, 243; Reorg, *2022 European Leveraged Loans Wrap*.

⁸⁰ Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

⁸¹ Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

⁸² Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

ee) Möglichkeit zur Reklassifizierung von Schulden

Regelmässig sehen Anleihekonditionen die Möglichkeit vor, dass aufgenommene Schulden im Nachgang in andere *baskets* reklassifiziert werden. Ausgenommen von dieser Flexibilität sind hingegen oftmals Schulden, die unter dem *credit facility basket* aufgenommen wurden. Teilweise wurde jedoch in den letzten Jahren dem Emittenten die Möglichkeit eingeräumt, eine Reklassifizierung des *credit facility basket* dahingehend vorzunehmen, dass unter diesem *basket* eingegangene Schulden als *ratio debt* reklassifiziert werden.⁸³ Dies ist insofern bemerkenswert, als dass eine solche Reklassifizierungsflexibilität potentiell erhebliche zusätzliche Verschuldungskapazitäten schafft.⁸⁴

fff) Prävalenz von *hookie dook*-Klauseln

Ferner hat die Nachfrage nach *High Yield Bonds* insb. im Energiesektor zu einer vermehrten Inkludierung sog. *hookie dook*-Klauseln in die Anleihebedingungen geführt.⁸⁵ Hierunter sind Vorschriften innerhalb des *Limitation on Liens Covenant* bzw. der dortigen Definition der *permitted liens* zu verstehen, die eine verwässerte bzw. breit gefächerte Definition des Begriffs der *credit facilities* enthalten, sodass letztendlich die *permitted liens* nicht nur Sicherheiten umfassen, die sich auf unter dem *credit facility basket* aufgenommene Schulden beziehen, sondern grundsätzlich jede Schuld besichert werden kann und der *hookie dook* hierdurch zur Folge hat, dass nicht mehr deutlich zwischen Beschränkungen von besicherten und unbesicherten Schulden unterschieden wird.⁸⁶

b) *Limitation on Liens*

aa) Allgemeines

Im Rahmen des *Limitation on Liens Covenant* gibt der Emittent ein negatives Versprechen (*negative pledge* – so dementsprechend auch die Bezeichnung dieses *Covenants* in der klassischen Darlehensdokumentation⁸⁷) ab, das darauf gerichtet ist, während der Laufzeit der Anleihe keine zusätzlichen Verbindlichkeiten zu besichern.⁸⁸ Durch diese grundsätzliche Untersagung einer Be-

⁸³ Siehe bspw. die Analyse von Reorg, *Reclassification*; zu dieser Möglichkeit im Allgemeinen Setty, 36 f.

⁸⁴ Vgl. Bohr, 62; McDonald/Graebner, 244; siehe auch Reorg, *Reclassification*.

⁸⁵ Vgl. zur Verbindung von *hookie dook*-Klauseln und *indentures* im Energiesektor Setty, 37.

⁸⁶ Vgl. Setty, 37; Berkery/Elder, 59.

⁸⁷ Siehe Mucke, 1804 ff.

⁸⁸ Kaulamo, Rz. 16.58.

stellung von Sicherheiten für Verbindlichkeiten gegenüber anderen, vor allem im Verhältnis zu den *High Yield*-Anleihegläubigern gleich- oder nachrangigen Gläubigern soll verhindert werden, dass die Anleihegläubiger Sicherheiten mit anderen Investoren teilen müssen.⁸⁹ Allerdings enthält auch dieser *Covenant* einen Ausnahmekatalog in Form einer Reihe an *permitted liens*.⁹⁰

bb) Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Liens Covenants

aaa) Einschränkung der Reichweite von permitted liens/permitted collateral liens

Beim *Limitation on Liens Covenant* ist eine – wenn auch beschränkte – Tendenz zur Begrenzung der *permitted liens/permitted collateral liens capacity* zu beobachten. Die Unterscheidung zwischen *permitted liens* und *permitted collateral liens* zielt auf das Bedürfnis von Anleiheinvestoren ab, sich davor zu schützen, dass neue Finanzmittel mit Sicherheiten besichert werden, die bereits als Sicherheiten für die bestehenden Schulden dienen und insb. eine Vorrangstellung neuer Sicherheiten gegenüber den bereits bestehenden Sicherheiten zu verhindern (sog. *priming*).⁹¹

Daher wird differenziert zwischen Sicherheiten bzw. Vermögenswerten, die bereits der Besicherung der *High Yield Bonds* dienen (und die daher unter die Definition des *permitted collateral lien* fallen müssen, damit die Investoren hinreichend gegen *priming* abgesichert sind) und Sicherheiten bzw. Vermögenswerten, die noch nicht der Besicherung der *High Yield Bonds* dienen (und die folglich lediglich als *permitted liens* eingestuft werden müssen).⁹²

Derzeit zu beobachtende Entwicklungen weisen auf einen stärkeren Fokus der Investoren auf die Definitionen der *permitted collateral liens* und *permitted liens* hin. Dabei wird versucht, die Definitionen einerseits über die Höhe der *baskets* und andererseits über die Art der Schulden, welche besichert werden können, zu beschränken.

bbb) Beitritt zu intercreditor agreements

Von Bedeutung sind ferner die jüngsten Entwicklungen im Bereich der Gläubigervereinbarungen (*intercreditor agreements*, ICAs), die zwar nicht Teil der *Covenants* bilden, jedoch für den *Limitation on Liens Covenant* eine grosse Rolle

⁸⁹ Hutter, Rz. 17.86.

⁹⁰ Krüger-Nett, Rz. 127; Balz, 406; vgl. zudem näher [IV.3.b\)bb\)aaa](#).

⁹¹ Vgl. Herding/Kranz, 127; Westpfahl, Wesentliche Elemente eines vorinsolvenzlichen Sanierungsregimes für Deutschland, 160.

⁹² Houseman; McDonald/Graebner, 245.

spielen, da sie die Bedingungen und Beziehungen zwischen den verschiedenen Gläubigergruppen regeln.⁹³

Ob ein Gläubiger einer solchen Gläubigervereinbarung beitrifft, ist von erheblicher Bedeutung, da ein Gläubiger, der nicht dem ICA unterliegt, möglicherweise in Bezug auf andere Gläubiger keine nachrangige Stellung einnimmt bzw. keinen Zahlungsbeschränkungen oder *sharing*-Bestimmungen unterliegt.⁹⁴ Vor diesem Hintergrund besteht ein jüngst verstärkter Fokus von Investoren an den Anforderungen zum Beitritt anderer Gläubiger zu ICAs.

c) *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments*

aa) *Allgemeines*

Der *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* sieht grundsätzlich eine Einschränkung der bzw. Bedingungen für die *restricted group* vor, den Anteilseignern während der Laufzeit der Anleihe Dividenden auszuschütten und andere Zahlungen an Personen ausserhalb der *restricted group* – etwa Aktienrückkäufe, die Rückführung nachrangiger Schulden oder die Vornahme von Investitionen bspw. in Joint Ventures – vorzunehmen.⁹⁵ Dies soll verhindern, dass Barmittel und Vermögenswerte die *restricted group* verlassen und dass das Unternehmen Barmittel zugunsten von nachrangigen Gläubigern und Aktionären priorisiert;⁹⁶ der *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* dient folglich der Sicherstellung, dass die Anleihe nach der Laufzeit auch wieder zurückgezahlt werden kann. In einer klassischen Darlehensdokumentation sind in der Regel ähnliche Vorgaben enthalten, wobei jedoch meist klar zwischen Dividendenausschüttungen und Investitionen getrennt wird⁹⁷ und jeweils separate Covenants für bspw. *permitted distributions*, *permitted joint ventures*, *permitted acquisitions* oder Bedienung nachrangiger Schulden vorgesehen sind.

Die klassische High Yield-Dokumentation ermöglicht in der Regel Ausschüttungen i.H.v. 50% des konsolidierten Nettoertrags (*consolidated net income* (CNI)) ab dem Zeitpunkt des Quartalsendes in dem die Anleihe emittiert wurde (im Falle eines Verlusts abzüglich 100 % des Verlusts⁹⁸), sofern nach der Ausschüttung kein Default (bzw. kein *event of default*) eintritt und der FCCR-

⁹³ Berkery/Elder, 114; siehe zudem Taufner, Rz. 16.71.

⁹⁴ Vgl. Lloyd et al.; Billington/de Vito Piscicelli, 619 f.

⁹⁵ Hutter, Rz. 17.80; McDonald/Graebner, 244.

⁹⁶ Balz, 406.

⁹⁷ Esdorn/Galil, 1; vgl. auch Chenoweth/Wells, 69 f.

⁹⁸ Strauch, Rz. 192a.

Test ergibt, dass ein nominaler Betrag an Fremdkapital (d.h. 1 EUR im Fall einer Euro-Emission) auch nach der Ausschüttung noch aufgenommen werden könnte (sog. *build-up/builder basket*).⁹⁹ Zusätzliche Möglichkeiten, Ausschüttungen vorzunehmen, werden dem Emittenten durch weitere *baskets* oder *carve-outs* gewährt,¹⁰⁰ zu nennen sind hier etwa der *general restricted payment basket*, *carve-outs* bzgl. Managementausgaben oder *baskets for investments in joint venture or similar arrangements*.¹⁰¹

bb) Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Restricted Payments/ Permitted Investments Covenants

aaa) Eingeschränkter Zugang zum build-up/builder basket

Im Bereich des *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* ist zunächst zu verzeichnen, dass die Ausgestaltung des *build-up/builder basket* weiterhin einiger Flexibilität in Hinblick auf die Zugriffsbedingungen des *basket* selbst unterliegt.¹⁰² Zu beobachten ist jedoch, dass in jüngeren Transaktionen weniger die Tendenz besteht, die Zugriffsbedingungen hinsichtlich dieses *basket* bzw. der durch ihn vorgesehenen zusätzlichen Kapazitäten weiter zu erodieren.¹⁰³ So war traditionell vorgesehen, dass für einen Zugang zum einen der *ratio debt*-Test „bestanden“ werden muss und zugleich kein Default (bzw. kein *event of default*) vorliegen darf.¹⁰⁴ Während in den Jahren 2021 und 2022 diese Bedingungen regelmässig weggefallen sind,¹⁰⁵ ist zu beobachten, dass diese Zugriffsbedingungen nun wieder Teil des *Covenant* bilden.¹⁰⁶

bbb) Anforderungen an ratio-based restricted payment/permitted investment permissions

Bei der Ausgestaltung des *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* wird teilweise (wie auch beim *Debt Covenant* im Rahmen von Darlehensverträgen) auf *leverage ratio* Levels zurückgegriffen, um zulässige Ausnahmen (sog. *leverage ratio exceptions/carve-outs*¹⁰⁷) bzw. das Volumen des

⁹⁹ Schlitt et al., 432.

¹⁰⁰ Hutter, Rz. 17.80.

¹⁰¹ Ishikawa et al., 96 f.

¹⁰² Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹⁰³ Capeci et al., 10 f.

¹⁰⁴ Berkery/Elder, 43 f.

¹⁰⁵ Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹⁰⁶ Vgl. Capeci et al., 10 f.; Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹⁰⁷ Hierzu McDonald et al., 2; Simpson Thacher, 6.

*investment/restricted payments basket*¹⁰⁸ festzulegen. Zu beobachten ist hierbei, dass der Leverage zur Zeit wieder niedriger und damit konservativer angesetzt wird als in der Vergangenheit.¹⁰⁹

ccc) *Abnahme der Verwendung des available amount-Konzepts*

Mit dem *available amount*-Konzept bzw. *available amount basket* als Teil des *Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* wird es dem Emittenten ermöglicht, *restricted payments* und/oder zulässige Investitionen vorzunehmen, solange diese Zahlungen aus der Umwandlung bestimmter Elemente, wie z.B. IPO-Erlösen, finanziert werden.¹¹⁰ Wie derzeitige Entwicklungen jedoch zeigen, scheint die Inkludierung einer solchen Möglichkeit in den Anleihekonditionen abzunehmen bzw. die Ausnahme zu bleiben.¹¹¹

ddd) *Bindung von restricted payment/permitted investment baskets an den Verkauf spezifischer Vermögenswerte*

In der Vergangenheit enthielten einige *restricted payment/permitted investment baskets* Ausnahmeregelungen für die Verfügung über festgelegte Vermögenswerte (sog. *restricted payment baskets tied to specified asset sales*).¹¹² Die Erlöse aus solchen Verkäufen konnten bei „aggressiven“ Emissionen (d.h. oftmals mit Unterstützung von Private Equity Sponsoren) für beliebige Zwecke verwendet werden.¹¹³ Auch hinsichtlich dieser Ausnahmeregelung ist zurzeit allerdings eine rückläufige Tendenz feststellbar.¹¹⁴

eee) *Abnahme von restricted payment baskets for declined excess proceeds*

Hintergrund der sog. *restricted payment baskets for declined excess proceeds* ist die Tatsache, dass die Zahlung von Dividenden vereinfacht werden soll; insb. soll die Verpflichtung, ein Angebot zum Rückkauf der Anleihe und das Erfordernis einer Ablehnung desselben umgangen werden, die grundsätzlich im Rahmen des *Asset Sales Covenant* vorgesehen ist.¹¹⁵ Emittenten haben daher

¹⁰⁸ Vgl. Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*; Berkery/Elder, 52; Ishikawa et al., 93, die die Relevanz der *leverage ratio* im Bereich des *builder basket* verorten.

¹⁰⁹ Vgl. für das Jahr 2015 McDonald et al., 2; zu aktuelleren Zahlen siehe Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹¹⁰ Vgl. Summers et al., 97; Capeci et al., 9.

¹¹¹ Capeci et al., 9; Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

¹¹² Brittenham/Selinger, 77.

¹¹³ Vgl. Reorg, *2022 European Leveraged Loans Wrap*.

¹¹⁴ Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹¹⁵ Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*; Xtract, 8.

in der Vergangenheit darauf hingewirkt, ein Raster in den *Restricted Payments Covenant* zu inkludieren, das einen Teil der Vermögenswertverkaufserlöse gänzlich von den *excess proceeds* – also den Erlösen, die nicht zur Schuldentilgung, Reinvestition oder für andere im *Asset Sales Covenant* definierte Zwecke verwendet wurden – ausnimmt.¹¹⁶ Damit verbunden wurde ein eigener *basket* eingerichtet, der es erlaubt, die Erlöse aus dem Verkauf von Vermögenswerten direkt als *restricted payment* auszusahlen.¹¹⁷ Auch diese Regelung scheint mittlerweile weniger Niederschlag in den Anleihebedingungen zu finden.

fff) *Einschränkung des Transfers von bedeutenden Vermögenswerten an unbeschränkte Tochtergesellschaften*

Eine weitere erkennbare Entwicklung ist der Fokus von Investoren auf den Bereich der sog. *drop-down transactions*, im Rahmen derer der Emittent Vermögenswerte auf eine unbeschränkte Tochtergesellschaft überträgt, welche vermehrt engen Beschränkungen unterliegen soll.¹¹⁸ Besonders augenscheinlich wird diese Entwicklung anhand der von Investoren geforderten Beschränkungen auf IP-Rechte in Form sog. *J.Crew Blocker*,¹¹⁹ welche vermeiden sollen, dass wesentliche IP-Rechte auf *unrestricted subsidiaries* übertragen werden und in Folge ohne Beschränkungen der *Covenants* veräußert werden können. Auch wenn derartige Einschränkungen bislang selten auf sämtliche bedeutende Vermögenswerte bzw. *crown jewel assets* erweitert wurden,¹²⁰ ist eine derartige Entwicklung durchaus absehbar.¹²¹ Auch sind solche Restriktionen im Bereich von darlehensbezogenen *Covenants* – die zunehmend Ähnlichkeiten mit *High Yield Covenants* aufweisen¹²² – erkennbar.¹²³

d) *Limitation on Transactions with Affiliates*

Der *Limitation on Transactions with Affiliates Covenant* definiert die Bedingungen, die erfüllt sein müssen, um mit verbundenen Unternehmen Geschäfte

¹¹⁶ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

¹¹⁷ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap; Xtract, 8.

¹¹⁸ Vgl. hierzu Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap; Kyrwood et al., 1 f.; Mannal et al., 1 ff.

¹¹⁹ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

¹²⁰ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

¹²¹ Vgl. Leicht/Nam.

¹²² Vgl. zu dieser Entwicklung Torgerson.

¹²³ Goodison/Wagner, 3.

abzuschliessen.¹²⁴ Hierdurch soll ein sog. *self-dealing* und eine damit verbundene Vermögensverschiebung an Unternehmen verhindert werden, die den Investoren entweder gar nicht oder nur nachrangig haften.¹²⁵

Jede Transaktion mit verbundenen Unternehmen muss demnach zu Bedingungen erfolgen, die nicht ungünstiger sind als bei einer Transaktion zu marktüblichen Bedingungen (*at arm's length*).¹²⁶ Um einen gewissen Kontrollmechanismus durch die Anleihekonditionen zu gewährleisten wird daher ab bestimmten Transaktionswerten ein Vorstandsbeschluss bzw. ein Beschluss der Geschäftsführung und/oder die Bestätigung der Angemessenheit der Gegenleistung durch ein unabhängiges Gutachten (*fairness opinion*) verlangt.¹²⁷ Gewisse Ausnahmen für *affiliate transactions* sind überdies im Rahmen von *carve-outs* im *Limitation on Transactions with Affiliates Covenant* enthalten.¹²⁸

e) *Dividend Blocker*

Bei dem für *High Yield Bond Indentures* charakteristischen *Dividend Blocker Covenant* (auch: *Dividend Stopper Covenant*¹²⁹ oder *Limitation on Restrictions on Distributions from Restricted Subsidiaries Covenant*¹³⁰) geht es um das für die gesamte *restricted group* geltende, aber primär auf Tochtergesellschaften des Emittenten entfallende Verbot, Beschränkungen von Zahlungsströmen, insb. von Dividenden, oder Restriktionen hinsichtlich des Transfers von Darlehen sowie Vermögenswerten im Allgemeinen einzugehen.¹³¹ Hintergrund dieser Zusicherung ist die Sicherstellung, dass die in den operativen Gesellschaften erwirtschafteten Erträge ungehindert an den Emittenten ausgeschüttet werden, sodass dieser über hinreichende Barmittel verfügt, um Zinsen und Rückzahlung des Kapitalbetrages zu bedienen.¹³²

¹²⁴ Hutter, Rz. 17.85.

¹²⁵ McDonald/Graebner, 244; Balz, 407.

¹²⁶ Vgl. Hutter, Rz. 17.85; zum überwiegend gleichlaufenden *Covenant* im Rahmen einer Darlehensvertragsdokumentation Wolpert.

¹²⁷ McDonald/Graebner, 244 f.; Hutter, Rz. 17.85.

¹²⁸ McDonald/Graebner, 245.

¹²⁹ Ishikawa et al., 100 ff.

¹³⁰ Vgl. bspw. Hutter, Rz. 17.81 f.

¹³¹ Vgl. Hutter, Rz. 17.81.

¹³² Hutter, Rz. 17.81; Schlitt et al., 433.

f) *Limitation on Asset Sales*

aa) *Allgemeines*

Beim *Limitation on Asset Sales Covenant* geht es um die Frage, inwiefern der Emittent während der Laufzeit der Anleihe Vermögenswerte veräußern darf; das Pendant zu diesem *Limitation on Asset Sales Covenant* in der *High Yield*-Vertragsdokumentation entspricht der sog. *Disposals Covenant* in einem Darlehensvertrag.¹³³ Grundsätzlich ist der Verkauf von Vermögenswerten dem Emittenten zwar nicht verboten, jedoch sieht ein solcher *Limitation on Asset Sales Covenant* in der Regel vor, dass der Emittent den marktüblichen Preis (*fair market value*) für die Verkäufe erhalten muss und dass der Verkaufserlös zu 75% aus Cash oder *cash equivalents* besteht.¹³⁴ Die Ratio hinter diesem *Limitation on Asset Sales Covenant* besteht in dem Bedürfnis der Investoren, für eine hinreichende Vermögensdeckung der Schulden zu sorgen und sicherzustellen, dass wie nachfolgend erläutert die Vermögenswerte weiterhin für die Hauptgeschäftsfelder eingesetzt werden.¹³⁵

Der *Limitation on Asset Sales Covenant* stellt daher bestimmte Vorgaben an die Verwendung des Verkaufserlöses auf, etwa dahingehend, dass dieser entweder innerhalb eines bestimmten Zeitraums (in der Regel innerhalb eines Jahres; sog. *reinvestment period*) zu investieren ist (z.B. in Form des Kaufs einer neuen Tochter, die Teil der *restricted group* wird), sodass der Vermögenswert in der Gruppe verbleibt, oder dass er zur Rückzahlung vor- oder gleichrangiger Schulden verwendet wird, mit der Folge, dass der Leverage der Gruppe insgesamt sinkt.¹³⁶ Ferner besteht bei einem übriggebliebenen Verkaufserlös (vorbehaltlich eines *De-minimis*-Schwellenwertes) die Verpflichtung, ein Rückkaufangebot der Anleihen zu 100% des Nennwerts zu unterbreiten.¹³⁷

bb) *Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Asset Sale Covenants*

Gleichlaufend mit der Abnahme von *restricted payment baskets* im Hinblick auf *specified asset sales*¹³⁸ sowie im Hinblick auf *declined excess proceeds*¹³⁹ ist auch im Bereich des *Limitation on Asset Sales Covenant* weniger Flexibilität zu beobachten. Zudem ist festzustellen, dass der Markt – nachdem die *reinvestment*

¹³³ Hierzu Ingerslev, 93 ff.

¹³⁴ Balz, 407.

¹³⁵ Balz, 407.

¹³⁶ McDonald/Graebner, 245; Hutter, Rz. 17.87.

¹³⁷ McDonald/Graebner, 245; Hutter, Rz. 17.87.

¹³⁸ Siehe oben, [IV.3.c\)ddd](#)).

¹³⁹ Hierzu bereits oben, [IV.3.b\)eee](#)).

period zuletzt deutlich, z.T. auf 540 Tage, ausgeweitet worden war – wieder auf den „klassischen“ Zeitraum von 365 Tagen zurückgreift, die Erlöse aus dem Verkauf also innerhalb dieses Zeitraums eingesetzt worden sein müssen, um keine Pflicht zur Abgabe eines Rückkaufsangebots der Anleihen auszulösen. Hingegen ist die Praxis, erhebliche *carve-outs* zu vereinbaren, weiterhin verbreitet, wenn auch im Einklang mit historischen Transaktionen.¹⁴⁰

g) *Mergers, Consolidations and Transfer of Assets*

Um zu verhindern, dass die Kreditwürdigkeit des Emittenten durch eine transformative Transaktion beeinträchtigt wird, sieht der *Covenant für Mergers, Consolidations and Transfer of Assets* vor, dass der Emittent keine Fusionen oder Veräußerungen sämtlicher bzw. eines Grossteils seiner Vermögenswerte vornehmen wird, es sei denn, die nach dem Zusammenschluss verbleibende Entität übernimmt explizit die Anleiheverbindlichkeiten.¹⁴¹ Zudem darf durch die Transaktion kein Default oder *event of default* eintreten und die verbleibende Gesellschaft muss einen bestimmten Verschuldungsgrad aufweisen – bspw. darf die FCCR pro forma nicht kleiner sein als die des Emittenten vor der Transaktion.¹⁴² Ein solcher *Covenant* in Form des ähnlich ausgestalteten *Merger Covenant* ist generell auch Bestandteil von Darlehensverträgen.¹⁴³

h) *Change of Control*

Der *Change of Control Covenant*¹⁴⁴ stellt eine für *High Yield Bonds* besonders charakteristische Zusicherung dar,¹⁴⁵ mit Hilfe derer konkretisiert wird, ab wann ein sog. *change of control* eintritt und damit eine Pflicht des Emittenten ausgelöst wird, gegenüber den Anleihegläubigern ein Angebot zum Rückkauf der Anleihe – typischerweise zu 101% des Nennwerts¹⁴⁶ – abzugeben. Der Grund für die Inkludierung einer solchen Klausel besteht in der Unsicherheit für die Investoren, die ein Kontrollwechsel – etwa aufgrund der Änderung der

¹⁴⁰ Für Beispiele siehe Bohr, 80 ff.

¹⁴¹ Balz, 407.

¹⁴² Schlitt et al., 433; Balz, 407.

¹⁴³ Siehe Runge, Rz. 1.41.

¹⁴⁴ Teilweise wird diese Klausel im Schrifttum nicht zu den *Covenants*, sondern zu den allgemeineren Klauseln der *indenture* bzw. der Anleihebedingungen gezählt, siehe bspw. Balz, 408; Schlitt et al., 435; anders (d.h. wie vorliegend) hingegen Kaulamo, Rz. 16.60; Hutter, Rz. 17.90; McDonald/Graebner, 246.

¹⁴⁵ In Darlehensverträgen ist grundsätzlich allerdings ebenfalls ein *Change of Control Covenant* enthalten, hierzu Runge, Rz. 1.42 ff.

¹⁴⁶ Hutter, Rz. 17.90; Balz, 408 .

Finanzstrategie, die mit Einbußen der Bonität bzw. potentieller Verschlechterung des Ratings des Emittenten einhergehen kann – mit sich bringt.¹⁴⁷ Im Wege eines *carve-out* sind im *Change of Control Covenant* ggf. Ausnahmen für vordefinierte Investoren, ein bestimmtes Rating oder einen bestimmten Leverage (sog. *portability features*) vorgesehen.¹⁴⁸ In jüngster Zeit sind diese *portability features* üblicherweise jedoch weniger flexibel und lösen im Zweifel schneller einen *change of control* aus.

i) *Reporting Covenant*

Ein weiterer für *High Yield Bonds* prägender *Covenant* ist der sog. *Reporting Covenant*, der zwar in der klassischen Darlehensvertragsdokumentation mit dem *Information Covenant* ebenfalls vorgesehen, jedoch teilweise abweichend ausgestaltet ist.¹⁴⁹ Diesem zufolge ist der Emittent verpflichtet, die Anleihegläubiger regelmässig über die wirtschaftliche Situation des Unternehmens zu informieren.¹⁵⁰ Dies geschieht insb. durch einen Jahresbericht, der im Hinblick auf die enthaltenen Informationen mit dem *offering memorandum* vergleichbar ist.¹⁵¹ Wie im Falle von Darlehen müssen also vor allem innerhalb von 90 bis 120 Tagen nach Ende des Geschäftsjahres geprüfte Jahresabschlüsse sowie innerhalb von 60 bis 90 Tagen nach Ende des Geschäftsquartals ungeprüfte Quartalsberichte bereitgestellt werden.¹⁵²

Hingegen bestehen bei den *compliance certificates* zwischen Darlehen und *High Yield Bonds* einige Unterschiede: während im Falle von Darlehen vierteljährlich ein sog. *compliance certificate* eingereicht werden muss, in dem die Einhaltung der *maintenance covenants* bestätigt wird,¹⁵³ ist das *compliance certificate* bei *High Yield Bonds* lediglich in Form einer einmal jährlichen Selbstzertifizierung vorgesehen, wobei der Emittent bestätigt, dass ihm kein Vorfall bekannt ist, der ein vorzeitiges Kündigungsrecht der Anleihegläubiger – und somit eine Verletzung der *Covenants* – zur Folge hatte.¹⁵⁴ Über solche *events of default* ist ggf. (auch) im Rahmen einer *ad hoc*-Mitteilung zu unterrichten.¹⁵⁵

¹⁴⁷ Hutter, Rz. 17.90 m.w.N.

¹⁴⁸ McDonald/Graebner, 246; vgl. auch Hutter, Rz. 17.90.

¹⁴⁹ Zu den üblichen Informationspflichten im Rahmen von Darlehensverträgen siehe Runge, Rz. 1.62 ff.

¹⁵⁰ Hutter, Rz. 17.88; Balz, 407.

¹⁵¹ Hutter, Rz. 17.88; Balz, 407.

¹⁵² Vgl. McDonald/Graebner, 245.

¹⁵³ Hannen, 2235.

¹⁵⁴ Hoffmann/Baron, 333; Schlitt et al., 431.

¹⁵⁵ Hoffmann/Baron, 333.

Im Zusammenhang mit dem *Reporting Covenant* ist zu beachten, dass auch das Listing der Anleihen zu weiteren, gesetzlich vorgesehenen Berichtspflichten führen kann. Für *High Yield Bonds* europäischer Emittenten waren in der Vergangenheit insb. die *Listing Rules* des *Euro MTF Market* der Luxemburger Wertpapierbörse¹⁵⁶ und des *Global Exchange Market* (GEM) der Irischen Wertpapierbörse¹⁵⁷ entscheidend, da *High Yield Bonds* primär an diesen beiden Handelsplätzen notiert wurden.¹⁵⁸ Seit Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung¹⁵⁹ im Jahre 2016 und der damit verbundenen Erweiterung einiger Zulassungsfolgepflichten erfolgt jedoch eine zunehmende Verschiebung hin zu der aussereuropäischen Börse *The International Stock Exchange* (TISE) auf Guernsey,¹⁶⁰ sodass primär die dort geltenden, weniger stringenten Regelungen zu den Berichtspflichten¹⁶¹ massgeblich sind.

Die Berichtspflichten gegenüber den Anleihegläubigern im *Reporting Covenant* und die Berichtspflichten gegenüber der jeweiligen Börse bzw. der Öffentlichkeit sind grundsätzlich unabhängig voneinander zu erfüllen; teilweise wird im *Reporting Covenant* aber auch direkt auf die bestehenden gesetzlichen Berichtspflichten verwiesen.¹⁶² Regelmässig dürften börsennotierte Emittenten daher zumindest teilweise auf die gesetzlich geschuldete Berichterstattung verweisen können.¹⁶³ Der *Reporting Covenant* dient somit in erster Linie der Sicherstellung, dass der Emittent während der Laufzeit der Anleihen eine vollständige Offenlegung vornimmt, unabhängig davon, ob er weiteren Meldepflichten nach den geltenden Wertpapiergesetzen oder Börsenregeln unterliegt.¹⁶⁴

¹⁵⁶ Siehe Rules 908, 909, 1001-1004 i.V.m. Rule 1005 der Rules & Regulations of the Luxembourg Stock Exchange, Ed. 10/2022, abrufbar unter <<https://www.luxse.com/regulation>>.

¹⁵⁷ Euronext, Global Exchange Market Listing and Admission to Trading Rules for Debt Securities, Release 6, S. 41 ff., abrufbar unter <<https://www.euronext.com/en/list-products/bonds/how-list/how-list-global-exchange-market-gem>>.

¹⁵⁸ Vgl. hierzu Strauch, Rz. 182.

¹⁵⁹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl L 173/1 vom 12. Juni 2014, 1 ff.

¹⁶⁰ Kaulamo, Rz. 16.24.

¹⁶¹ Siehe TISE, Qualified Investor Bond Market – Listing Rules, Chapter 3 – Ongoing obligations, abrufbar unter <<https://tisegroup.com/media/04mpjbx/qualified-investor-bond-market-listing-rules-january-2022-int.pdf>>.

¹⁶² Vgl. McDonald/Graebner, 246.

¹⁶³ Schlitt et al., 434.

¹⁶⁴ Bohr, 88.

j) *Weitere aktuelle Entwicklungen im Bereich der Ausgestaltung von High Yield Covenants*

aa) *EBITDA-Anpassungen*

Im Bereich der EBITDA-Anpassungen zeichnet sich ebenfalls eine investorenfreundlichere Entwicklung ab. Das EBITDA ist für mehrere *Covenants* von grundlegender Bedeutung; insb. ist es relevant für viele *ratios*.¹⁶⁵ Je höher das EBITDA eines Unternehmens ist, desto grösser ist sein Spielraum im Rahmen der Anleihebedingungen; und daher sind jegliche Formen von *adjustments* und *addbacks* entscheidend.¹⁶⁶ Während der Covid19-Pandemie wurde anhand verschiedener Methoden versucht, das EBITDA künstlich zu erhöhen.¹⁶⁷ Mittlerweile hat sich der Bereich der EBITDA-Anpassungen daher zu einem typischen Bereich des *investor pushback* entwickelt. Insb. sind Investoren nun sehr darauf bedacht, bei Kosteneinsparungen, Synergien sowie bei etwaiger Hinzufügung von Umsätzen sog. *caps* zu inkludieren.¹⁶⁸ Auch ist wieder eine vermehrte Einführung von *third-party-verification*-Mechanismen zu beobachten.¹⁶⁹

bb) *Calculation flexibilities*

Auch im Bereich der Berechnung anderer Finanzkennzahlen bzw. *ratios* wurde den Emittenten in der Vergangenheit viel Flexibilität zugestanden. Bspw. wurden bei der Berechnung der *leverage ratio* Schulden, die im Rahmen von *revolving credit* oder *working capital* aufgenommen werden, ausgeklammert.¹⁷⁰ Ferner wurde dem Emittenten die Möglichkeit des *carry-forward* and *carry-back* eingeräumt, sodass er bei den auf jährlicher Basis berechneten *baskets* ungenutzte Beträge auf das folgende Jahr oder künftige Kapazitäten auf das laufende Jahr übertragen konnte.¹⁷¹

Verbreitet war zudem die Strategie des sog. *high water marking*, mit Hilfe derer der Grenzbetrag für sog. *soft-capped baskets*, der an einen bestimmten Prozentsatz des EBITDA geknüpft wird, an dem höchsten jemals erreichten EBITDA festgemacht wurde, sodass die Kapazität unter dem jeweiligen *basket*

¹⁶⁵ Harrow, 1; Bohr, 31 ff.

¹⁶⁶ Harrow, 1.

¹⁶⁷ Siehe nur Schwartz/Holmes.

¹⁶⁸ Siehe u.a. Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

¹⁶⁹ Hierzu im Allgemeinen Christmas et al., 12.

¹⁷⁰ Vgl. Tadros, 6.

¹⁷¹ Vgl. Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

an einem rein historischen EBITDA-Wert zu messen war, der in der Gegenwart u.U. nicht mehr erreicht werden konnte.¹⁷²

V. Verknüpfung von High Yield Bonds und Sustainable Finance als neues Marktphänomen

Der Bereich *Sustainable Finance* hat in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen.¹⁷³ Auch im Bereich der Verknüpfung von Nachhaltigkeit mit *High Yield*-Emissionen lassen sich entsprechende – wenn auch bislang eher vage – Entwicklungen feststellen, über die im Folgenden ein Überblick gegeben werden soll.

I. Allgemeines zu Sustainable Finance und nachhaltigen Finanzinstrumenten

Unter *Sustainable Finance* ist die Praxis zu verstehen, öffentliches und privates Kapital auf Investitionen umzulenken, die Ziele im ökologischen, sozialen oder im Governance-Bereich (*environmental, social or governance, ESG*) unterstützen.¹⁷⁴

Im Wesentlichen haben sich hier zwei Kategorien von Instrumenten herausgebildet. Die aktivitätsbasierten Instrumente sehen vor, dass die Erlöse zur Finanzierung von Projekten mit ökologischem Nutzen (*green bonds*), positiven sozialen Auswirkungen (*social bonds*) oder einer Kombination aus beidem (*sustainability bonds*) verwendet werden.¹⁷⁵ Die leistungsbasierten Instrumente, zu denen die sog. *sustainability-linked bonds* (SLBs) zählen, sind hingegen nicht an eine bestimmte Verwendung der Erlöse gebunden.¹⁷⁶ Hier sind die wirtschaftlichen Bedingungen so strukturiert, dass der Emittent einen Anreiz hat, sein Nachhaltigkeitsprofil zu verbessern,¹⁷⁷ es steht also die nachhaltige Unternehmensführung des Emittenten im Vordergrund.¹⁷⁸ Wenn der Emittent die in den Anleihebedingungen festgelegten Nachhaltigkeitsziele (*sustainability performance targets, SPTs*) bzw. die dabei definierten Indikato-

¹⁷² Tadros, 6.

¹⁷³ Vgl. an Stelle vieler Oulds/Kopp, Rz. 2.48 ff.

¹⁷⁴ Siehe ausführlich zum Begriff Bueren, 816 ff.

¹⁷⁵ Taufner, Rz. 16.18; Schlee/Rojahn, 48.

¹⁷⁶ Taufner, Rz. 16.18; Schlee/Rojahn, 48.

¹⁷⁷ Taufner, Rz. 16.18.

¹⁷⁸ Schlee/Rojahn, 48.

ren (*key performance indicators*, KPIs) nicht erreicht, sehen die Bedingungen in der Regel Erhöhungen des Zinssatzes (sog. *step-ups*) und/oder des Rückzahlungspreises bei frühzeitiger Tilgung vor.¹⁷⁹

2. Bisherige Relevanz von Sustainable Finance für High Yield Bonds

Grundsätzlich gelten *Sustainable Finance Instruments* im Bereich der *Investment Grade*-Anleihen als deutlich verbreiteter als im *Non-Investment Grade*-Bereich. Im Vergleich zum *Investment-Grade*-Bereich, wird die Anzahl der Emissionen im Bereich der *green bonds* im *High Yield*-Segment seit den ersten entsprechenden Emissionen im Jahr 2014¹⁸⁰ jedenfalls als nach wie vor eher gering eingestuft.

Anhand der verfügbaren Daten kann festgehalten werden, dass eine steigende Relevanz von *Sustainable Finance*, jedenfalls im Hinblick auf die leistungsba- sierten Finanzinstrumente, auf dem europäischen *High Yield*-Markt zu beob- achten ist.¹⁸¹ So wuchs allein im Jahre 2021 das Emissionsvolumen von europäi- schen *High Yield* SLBs auf 15,7 Mrd. EUR bei 42 Transaktionen.¹⁸² Im Jahr 2022 gingen diese Emissionen im Einklang mit den allgemeinen Marktbedingungen zwar deutlich zurück; dennoch ist eine steigende Nachfrage von Investoren- seite zu verzeichnen und davon auszugehen, dass auch im *High Yield*-Segment Nachhaltigkeitsaspekte von tendenziell immer grösserer Bedeutung sein dürf- ten.¹⁸³

3. Erste Guidance zur Verknüpfung von High Yield Bonds mit Sustainable Finance

Auf die oben dargestellten Marktentwicklungen haben die *International Capital Markets Association* (ICMA) und die *European Leveraged Finance Association* (ELFA) reagiert und im Jahre 2023 eine Reihe an unverbindlichen Empfeh- lungen für *High Yield Bonds* im Einklang mit den *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP) der ICMA in Form der *Practical Recommendations for High Yield Sustainability-Linked Bonds* erarbeitet.¹⁸⁴ Im Rahmen dieser Empfehlun- gen wird betont, dass sowohl die SLBP als auch das darauf bezogene Q&A¹⁸⁵ auf jede Art von Anleihe, als auch auf solche im *Non-Investment Grade*-Be-

¹⁷⁹ Taufner, Rz. 16.18; Oulds/Kopp, Rz. 2.10.

¹⁸⁰ Hierzu *Climate Bonds Initiative*; siehe auch Bahgat et al., 4 ff.

¹⁸¹ Vgl. Bahgat, 5 ff.; Khanna et al., 3; Camillieri/Capecci, 3, 8.

¹⁸² AFME, *Unprecedented sustainability-linked financing*.

¹⁸³ AFME, *Unprecedented sustainability-linked financing*; Bahgat et al., 11.

¹⁸⁴ ICMA/ELFA, *High Yield Sustainability-Linked Bonds Practical Recommendations*.

¹⁸⁵ ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles Related Questions*.

reich, anzuwenden und *High Yield SLBs* nicht als eigene Anlageklasse einzuordnen, sondern als *High Yield Bonds* zu klassifizieren, jedoch seien mit *High Yield Bonds* einige spezifische Merkmale verbunden, die eine besondere Betrachtung im Vergleich zu *Investment-Grade*-Anleihen erforderten.¹⁸⁷

Ferner sind im Bereich der *Guidance* zur Verknüpfung von *High Yield Bonds* mit Aspekten der *Sustainable Finance* auch die von der AFME herausgegebenen *ESG Guidelines for the European High Yield Market* zu nennen, die im Jahre 2020¹⁸⁸ ausgearbeitet und bereits mehrfach aktualisiert wurden.¹⁸⁹

4. Auswirkungen von Sustainable Finance-Aspekten auf High Yield Covenants

Mit Blick der soeben dargestellten Zunahme von mit Nachhaltigkeitsaspekten verknüpften *High Yield*-Emissionen stellt sich die Frage, ob sich diese Entwicklungen bereits in den Anleihebedingungen bzw. in der *Covenant*-Gestaltung niederschlagen oder künftig zu erwarten ist, dass derartige Neuerungen Veränderungen der *High Yield*-Dokumentation nach sich ziehen.

Dabei ist bei den aktivitätsbasierten nachhaltigen Finanzinstrumenten, also insb. bei den *Green Bonds*, dieselbe Entwicklung wie im Rahmen der *Investment-Grade*-Anleihen zu verzeichnen, nämlich dass die Anleihebedingungen grundsätzlich denjenigen für „gewöhnliche“ Anleihen folgen und das *Green Bond Framework* oder andere denkbare Nachhaltigkeitsaspekte nicht als *Covenant* in die *indenture* aufgenommen,¹⁹⁰ also keine konkreten Durchsetzungsmechanismen integriert werden.¹⁹¹ Mangels entsprechender Vorgaben innerhalb des *EU Green Bond Standard*,¹⁹² der in seiner Entwurfsversion noch Vorgaben zur vertraglichen Einbindung der Anforderungen an *green bonds* in die Anleihebedingungen machte, hiervon in der im Dezember 2023 in Kraft getretenen Endfassung nun aber abgerückt ist,¹⁹³ scheint es eher unwahr-

¹⁸⁶ In diesem Sinne auch Vorndran, 780.

¹⁸⁷ ICMA/ELFA, *High Yield Sustainability-Linked Bonds Practical Recommendations*.

¹⁸⁸ Simmons.

¹⁸⁹ Vgl. AFME, *Unprecedented sustainability-linked financing*.

¹⁹⁰ Bahgat et al., 10 f.; vgl. zur allgemeinen Praxis bei *Green Bonds*, etwaige „grüne Standards“ nicht in den Vertrag bzw. die Anleihebedingungen aufzunehmen Oulds/Kopp, Rz. 2.135; Veil, 1096.

¹⁹¹ Bahgat et al., 9.

¹⁹² Verordnung (EU) 2023/2631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. November 2023 über europäische grüne Anleihen sowie fakultative Offenlegungen zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen und zu an Nachhaltigkeitsziele geknüpften Anleihen, ABl L vom 30. November 2023.

¹⁹³ Vgl. Schlitt/Esmaty, 431; Biedermann/Pichler, 2680.

scheinlich, dass die Anleihebedingungen von *High Yield Green Bonds* sich in naher Zukunft von herkömmlichen Anleihebedingungen unterscheiden, auch wenn angesichts einer immer stärker ESG-orientierte Nachfrage eine entsprechende Marktentwicklung zumindest nicht ausgeschlossen erscheint.¹⁹⁴ Hingegen schlagen sich die Entwicklungen im Bereich der *High Yield SLBs* durchaus auch auf die Anleihebedingungen nieder,¹⁹⁵ wobei hier ebenfalls noch Raum für die Integration weitgehenderer ESG-bezogener *features* in das *covenant package* bestehen dürfte.¹⁹⁶

VI. Zusammenfassung und Ausblick

Die vorangehende Analyse hat gezeigt, dass *High Yield Bonds* auch in absehbarer Zeit nicht mehr vom europäischen Unternehmensanleihemarkt wegzudenken sind, ihre konkrete Bedeutung und Ausgestaltung jedoch freilich abhängig von den jeweiligen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind.

Für das Jahr 2024 ist zum einen zu erwarten, dass Emittenten (weiterhin) strategisch ausstehende Anleihen zurückkaufen, um eventuellen Unsicherheiten bei einer bei Fälligkeit anstehenden Refinanzierung zuvorzukommen. Darüber hinaus werden weitere Bewegungen auf dem Markt zu verzeichnen sein vor dem Hintergrund, dass der Grossteil der während der Covid19-Pandemie emittierten Anleihen in den Jahren 2025 und 2026 fällig wird. In den nächsten 12 bis 24 Monaten ist daher mit einem sprunghaften Anstieg der Nachfrage nach Refinanzierung zu rechnen, wobei die Emittenten, die eine solche anstreben, sich angesichts der in der Einleitung genannten, makroökonomischen Faktoren nun in einem veränderten Umfeld bewegen und der Finanzierungsdruck auf sie angesichts der hohen Zinssätze bei einer gleichzeitigen Konjunkturabschwächung deutlich erhöht sein dürfte.

Im Bereich *Sustainable Finance* sind ebenfalls erhebliche Umbrüche mit Blick auf die Ausgestaltung von *High Yield Bonds*, zumindest in Bezug auf die Emission von *High Yield SLBs* zu erwarten.

Insgesamt ist bei der Ausgestaltung der *Covenants* nur bedingt eine Rückentwicklung hin zu den Bedingungen vor der Covid19-Pandemie zu beobachten. Zugleich werden die hohen Zinssätze und die Marktvolatilität vermutlich zu einer anhaltenden Verlangsamung bzw. Beruhigung des Marktes führen sowie zur Übernahme von Marktanteilen durch private Kreditfonds.

¹⁹⁴ Bahgat et al., 11.

¹⁹⁵ Bahgat et al., 9; vgl. im Allgemeinen Oulds/Kopp, Rz. 2.135.

¹⁹⁶ Bahgat et al., 11.

Literaturverzeichnis

- AFME, High Yield and Leveraged Loan Data Report – Q4 2023, abrufbar unter <[https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME_HYLL - Final.pdf](https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME_HYLL_-_Final.pdf)>.
- AFME, Unprecedented sustainability-linked financing and changing regulatory policy mean European High Yield market is fast-evolving, 15. Dezember 2022, abrufbar unter <<https://www.afme.eu/news/press-releases/details/unprecedented-sustainability-linked-financing-and-changing-regulatory-policy-mean-european-high-yield-market-is-fast-evolving>>.
- Artzinger-Bolten Jochen/Wöckener Karsten, §1 Allgemeine Vorschriften, in: Hopt Klaus/Seibt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Artzinger-Bolten/Wöckener).
- Bahgat Tamer et al., European High Yield: Green Bonds and Sustainability-Linked Bonds, 26. März 2021, abrufbar unter <https://www.alston.com/-/media/files/insights/publications/2021/03/highyield-green-bonds.pdf?rev=852c64422adc4d48a3aa1275f6f34337&sc_lang=en&hash=A874CD35376D7A78A86068FD767EC685>.
- Balz Karl Friedrich, Reform des SchVG – High Yield Bonds zukünftig nach deutschem Recht?, ZBB 2009, 401 ff.
- Baums Theodor, Recht der Unternehmensfinanzierung, München 2017.
- Berkery John/Elder Jason, Mayer Brown's High Yield Bonds: The Complete Issuer's Guide – US Edition, 2023, abrufbar unter <<https://www.mayerbrown.com/en/insights/publications/2023/04/high-yield-bonds-the-complete-issuers-guide-us-edition>>.
- Biedermann Felix/Pichler Robin, Der EU Green Bond Standard: Überblick und praxisorientierte Einordnung in den generellen Kontext grüner Anleihen, DB 2023, 2676 ff.
- Billington David/de Vito Piscicelli Carlo, Dangers for the unwary: intercreditor agreements, covenant lite and additional debt, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2017, 618 ff.
- Bohr Bernd, High Yield Bonds – An Issuer's Guide, European Edition, 2020, abrufbar unter <<https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2020/07/highyieldbondsanissuersguide5theuropeanedition.pdf>>.
- Bradford Miko, Banking & Finance 2021 UK: Trends and Developments, Chambers Global Practice Guides, 2021, abrufbar unter <<https://www.milbank.com/a/web/160861/Banking-Finance-2021.pdf>>.
- Brittenham David/Selinger Scott, Debt Retirement in Leveraged Financings, The International Comparative Legal Guide to Lending & Secured Finance 2017, 76 ff.
- Bueren Eckart, Sustainable Finance, ZGR 2019, 813 ff.
- Camillieri Azzurra/Capeci Bart, 2023 European Sustainability-linked Bonds & Loans Wrap, Reorg 2024, abrufbar unter <https://go.reorg-research.com/1/279152/2024-02-14/28tvlx/279152/1707903764j8FVGbbt/European_Sustainability_Linked_Bonds_and_Loans_Wrap_2023.pdf>.

- Capeci Bart et al., 2023 European High Yield Bonds Wrap: Aggressive Terms Swamped by Wave of Refinancings but Overall Covenant Capacities Increase, abrufbar unter <<https://reorg.com/blog-post/european-high-yield-bonds-wrap-2023/>>.
- Chenoweth Tracey/Wells Clive, A Comparison of Key Provisions in U.S. and European Leveraged Loan Agreements, Lending & Secured Finance 2022, 63 ff.
- Christmas Matt et al., New Year: New Terms for the Mid-Market? Trends from the European large-cap leveraged debt space and their emergence in the UK and European mid-market, 2022, abrufbar unter <<https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2022/02/new-year-new-terms-for-the-mid-market>>.
- Climate Bonds Initiative, Finally Europe's first high yield green bonds! Abengoa issues 2x 5yr bonds for a total of EUR500m (\$340m) – 'B' & 'NotRated', 2014, abrufbar unter <<https://www.climatebonds.net/2014/10/finally-europe's-first-high-yield-green-bonds-abengoa-issues-2x-5yr-bonds-total-eur500m-340m>>.
- Drescher Ingo et al. (Hrsg.), Münchener Kommentar zum HGB, 5. A., München 2024 (zit. MüKo HGB-Bearbeiter/in, <Beitrag>, Rz. XX).
- Ebner Christian, Zinswende bei zinstragenden Finanzinstrumenten, RdF 2024, 40 ff.
- Eilers Stephan/Teufel Tobias, Glossar der wichtigsten Finanzierungsinstrumente, in: Eilers Stephan et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, 2. Auflage, München 2014 (zit. Eilers/Teufel).
- Esdorn Joerg/Galil Yair, Loan Covenant Checklist: Restricted Payments, 2015, abrufbar unter <<https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/documents/publications/Esdorn-Galil-Loan-Covenant-Checklist-Restricted-Payments-Practical-Law.pdf>>.
- Freytag Martin, Make-Whole-Klauseln in Anleihebedingungen, BKR 2022, 702 ff.
- Goodison Eric/Wagner Margot, Covenant-Lite Loans: Overview, Thomson Reuters 2019, abrufbar unter <https://www.paulweiss.com/media/3978887/goodison_wagner_practicallaw_aug2019_update.pdf>.
- Greene Edward et al., U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets, 12. A., New York 2017.
- Hannen Ina, Financial Covenant Management, Controlling und Compliance, DB 2012, 2233 ff.
- Harrow Shoshanna, EBITDA Addbacks in European High Yield Bonds and Leveraged Loans, Covenant Review 16. August 2021, abrufbar unter <<https://www.fitchsolutions.com/sites/default/files/2021-09/ebitda-addbacks-in-european-high-yield-bonds-and-leveraged-loans.pdf>>.
- Heitmann Stefan, High-Yield-Anleihen, Baden-Baden 2007.
- Herding Franz Bernhard/Kranz Christopher, Dutch Scheme und UK Restructuring Plan – Wie gut sind die neuen Sanierungstools?, ZRI 2021, 123 ff.
- Hoffmann-Becking Michael, § 1 Kapitalmarkttransaktionen aus Sicht des Finanzberaters, in: Habersack Mathias et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Auflage, Köln 2019, Rz. 1 ff. (zit. Hoffmann-Becking).
- Hoffmann Guido/Baron Patrick, Emission und Dokumentation von High-Yield-Anleihen Europäischer Unternehmen in der Marktpraxis, ZBB 2005, 317 ff.

- Houseman Gordon, The Liquidity Crunch, Shearman & Sterling Perspectives, 1. April 2020, abrufbar unter <<https://www.shearman.com/en/perspectives/2020/04/the-liquidity-crunch>>.
- Hutter Stephan, § 17 High Yield Anleihen, in: Habersack Mathias et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Auflage, Köln 2019, Rz. 17 ff. (zit. Hutter).
- ICMA, Sustainability-Linked Bond Principles Related Questions, 2023, abrufbar unter <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/SLB-QA-2023-Sept-250923.pdf?utm_source=ICMA+Total+Subscribes&utm_campaign=9c11986d57-EMAIL_CAMPAIGN_2023_SEPT+PR+SLB+QAs&utm_medium=email&utm_term=0_-74d917e8a6-%5BLIST_EMAIL_ID%5D>.
- ICMA/ELFA, High Yield Sustainability-Linked Bonds Practical Recommendations, 2023, abrufbar unter <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ELFA-and-ICMA-Practical-Recommendations-for-High-Yield-Sustainability-Linked-Bonds-May-2023-220523.pdf>>.
- Ingerslev Anne Cathrine, The changing nature of the disposals covenant on European leveraged financings: should you go LMA-style, high yield bond-style or mix it up?, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2019, 93 ff.
- Ishikawa Naomi et al., Containing and protecting cash and assets – limitations on restricted payments, asset dispositions and dividend stoppers, in: PEI, Understanding High-Yield Bonds: A complete guide for investors, issuers, banks and adviser, 2014, abrufbar unter <<https://www.milbank.com/a/web/17909/HYB-Milbank-digi.pdf>>, 89 ff.
- Kaulamo Katja, § 16 Anleihen, in: Habersack Mathias et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Auflage, Köln 2019, Rz. 61 ff. (zit. Kaulamo).
- Khanna Aditya et al., Key trends in top tier sponsor high yield covenant packages, Ropes & Gray LLP 2022, abrufbar unter <<https://www.ropesgray.com/en/insights/viewpoints/102hkzx/key-trends-in-top-tier-sponsor-high-yield-covenant-packages>>.
- Kitchen Richard et al., Fit for Purpose? Examining the suitability of US-inspired debt concepts in the European mid-market, King & Spalding 2023, abrufbar unter <https://www.kslaw.com/attachments/000/010/770/original/What_is_it_Fit_For_Purpose.pdf?1683723789>.
- Krüger Stefan (Hrsg.), Handbuch Factoringrecht, Köln 2017 (zit. Krüger-Bearbeiter/in, Rz. XX).
- Kusserow Berthold/Dittrich Kurt, Die Begebung von High Yield-Anleihen unter deutschem Recht, WM 2000, 745 ff.
- Kyrwood Jason et al., Lessons for the loan market from recent liability management transactions, IFLR 2020, abrufbar unter <https://www.davispolk.com/sites/default/files/davis_polk_reprint-davis_polk.pdf>.
- Leicht Eric/Nam Daniel, Positive outlook: US leveraged finance on solid ground for 2021, 3. Februar 2021, abrufbar unter <<https://debtexplorer.whitecase.com/leveraged-finance-commentary/positive-outlook-us-leveraged-finance-on-solid-ground-for-2021>>.

- Lloyd Richard et al., Calculating and Implementing Additional Debt Capacity, 28. Februar 2019, abrufbar unter <<https://www.jdsupra.com/legalnews/calculating-and-implementing-additional-10779/>>.
- Lürken Sacha/Plank Leo/Ruf Marlene, Kapitel 12 Ausserinsolvenzrechtliche Restrukturierungen ausserhalb des SchVG (einschliesslich nicht dem deutschen Recht unterliegenden Schuldverschreibungen), in: Hopt Klaus/Seibt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Lürken et al.).
- Mannal Douglas et al., Liability Management Transactions (Part II): Drop-down Transactions, Dechert LLP 2023, abrufbar unter <<https://www.dechert.com/knowledge/onpoint/2023/1/liability-management-transactions-part-ii-drop-down-transacti.html>>.
- McDonald James/Graebner Riley, High-yield bonds: an introduction to material covenants and terms, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2014, 242 ff.
- McDonald James et al., High yield bond provisions: crossing the Atlantic, Thomson & Reuters Practical Law 2015, abrufbar unter <<https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2015/03/plc-article-skadden-hybs-us-v-europe.pdf>>.
- Meyer, Beteiligung von Analysten und Erstellung von Research-Berichten im Rahmen von Börsengängen im Spannungsfeld von Regulierung und Markterwartungen, ZBB 2020, 141 ff.
- Moritz Joachim/Helios Marcus/Jesch Thomas, Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlage-recht, Band 3: Recht der Assetklassen, 3. A., Frankfurt 2019 (zit. Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht, Band 3-Bearbeiter/in, S. XX).
- Morrissy Stuart/Cunningham Jessica, Limiting leverage – limitations on incurrence of indebtedness and sale and leaseback transactions, in: PEI, Understanding High-Yield Bonds: A complete guide for investors, issuers, banks and adviser, 2014, abrufbar unter <<https://www.milbank.com/a/web/17909/HYB-Milbank-digi.pdf>>, 79 ff.
- Mucke Jörg, Negativerklärungen (Negative Pledge Clauses) als Instrument der Kreditsiche-rung, inhaltliche Anforderungen des deutschen Rechts, WM 2006, 1804 ff.
- Oulds Mark K., Kapitel 4 Anleihebedingungen, in Hopt Klaus/Seipt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Oulds).
- Oulds Mark K./Kopp Boris, Kapitel 2 Nachhaltige Schuldverschreibungen und ihre Ausge-staltungen (insbesondere Green Bonds), in Hopt Klaus/Seipt Christoph (Hrsg.), Schuld-verschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Oulds/Kopp).
- Patterson, Barton, Defining the Reach of the Securities Exchange Act: Extraterritorial Appli-cation of the Antifraud Provision, 74/213 Fordham Law Review 2005, 216.
- Reinhard Thorsten/Schall Alexander (Hrsg.), SchVG, Berlin 2020 (zit. Reinhard/Schall-Bear-beiter/in, § XX Rz. YY).
- Reorg, 2022 European Leveraged Loans Wrap: Investor Pushback Increases in Turbulent Market But Strong Credits Still Call The (Covenant) Shots, 30. Januar 2023, abrufbar un-ter <<https://reorg.com/2022-european-leveraged-loans-wrap/>>.

- Reorg, Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap: In Turbulent Year, Day One General Capacities Reduce While Favored Credits Still Command Aggressive Features, 23. Januar 2023, abrufbar unter <<https://reorg.com/high-yield-covenant-trends-2022/>>.
- Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap: Volumes Increase, Coupons Fall, Day 1 Capacities Increase But Aggressive Terms Retreat Slightly, 31. Juli 2023, abrufbar unter <<https://www.reorg.com/european-high-yield-bonds-2023-half-year-wrap/>>.
- Reorg, European High-Yield Covenants Pushback Tracker: Successful Pushback in Kedrion 2029s Focuses on Reducing Value Leakage Risk, Introduces 'J. Crew' Blocker on IP Transfers, 28. April 2023, abrufbar unter <<https://reorg.com/successful-pushback-in-kedrion-2029s/>>.
- Reorg, Reclassification, Reallocation Mechanics in Debt Documents Can Take Ordinary Baskets and Create Extraordinary Flexibility, 2. August 2022, abrufbar unter <<https://reorg.com/covenants-analysis-mcafee/>>.
- Rosenbaum Joshua/Pearl Joshua, Investment Banking: Valuation, LBOs, M&A, and IPOs, 3. A., Hoboken 2022.
- Runge Julia, Covenants in Kreditverträgen: Grenzen der Einflussnahme von Kreditinstituten, Köln 2010.
- Schlee Alexander/Rojahn Martin, Sustainability-linked Bonds – aktuelle Entwicklungen, DB Beilage 2/2021, 48 ff.
- Schlitt Michael, Aktuelle Entwicklungen bei High-Yield Bonds, AG 2011, 429 ff.
- Schlitt Michael/Esmaty Laura, Der Europäische Green Bond Standard: Überblick und erste Würdigung, BKR 2023, 426 ff.
- Schwartz Peter/Holmes Edward, Adjustments for a Pandemic: How High Yield Issuers Are Dealing With Extraordinary Adjustments in Covenants and Disclosure, 18. Dezember 2020, abrufbar unter <<https://www.paulhastings.com/insights/client-alerts/adjustments-for-a-pandemic-how-high-yield-issuers-are-dealing-with>>.
- Setty Saish, An Introduction to High-yield Bond Covenants, in: Fridson Martin, Foundations of High-Yield Analysis, CFA Institute Research Foundation 2018, 32 ff.
- Simmons Gary, AFME Recommended ESG Disclosure and Diligence Practices for the European High Yield Market, 2020, abrufbar unter <<https://www.afme.eu/publications/reports/details/afme-recommended-esg-disclosure-and-diligence-practices-for-the-european-high-yield-market>>.
- Simpson Thacher & Bartlett LLP, Leveraged Finance 101: A Covenant Handbook, abrufbar unter <<https://www.stblaw.com/docs/default-source/publications/leveraged-finance-101-a-covenant-handbook.pdf>>.
- Strauch Mark, Fremdfinanzierung durch Dritte, in: Eilers Stephan et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, 2. Auflage, München 2014 (zit. Strauch).
- Summers Jane et al., The Continued Prevalence of European Covenant Lite, International Comparative Legal Guides/Lending & Secured Finance 2021, 96 ff.

- Tadros Christine, European High Yield 2023: Trajectory of Off-Market Terms, Xtract Research, 25. Januar 2024, abrufbar unter <<https://www.xtractresearch.com/SpecialReports/view/id/8402169>>.
- Taufner Michael, Kapitel 16 U.S. und New York State Law, in Hopt Klaus/Seipt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Taufner).
- Torgerson James, We're Not So Different, High Yield Bonds and Leveraged Loans, Marquette Associates 2023, abrufbar unter <<https://www.marquetteassociates.com/wp-content/uploads/2023/12/Were-Not-So-Different-High-Yield-Bonds-and-Leveraged-Loans.pdf>>.
- Veil Rüdiger, Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard, WM 2020, 1093 ff.
- Vorndran Alexander, Nachhaltigkeitsbezogene Finanzierungsinstrumente als Baustein in der Unternehmensfinanzierung, BKR 2022, 777 ff.
- Westpfahl Lars, Kapitel 13 Restrukturierung im Insolvenz- und Insolvenzplanverfahren, in Hopt Klaus/Seipt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Westpfahl).
- Westpfahl Lars, Wesentliche Elemente eines vorinsolvenzlichen Sanierungsregimes für Deutschland, ZRI 2020, 157 ff. (zit. Westpfahl, Wesentliche Elemente eines vorinsolvenzlichen Sanierungsregimes für Deutschland).
- Wolpert Paul, Negative Covenants in Lending Transactions, 29. April 2020, abrufbar unter <<https://velawood.com/negative-covenants-in-lending-transactions/>>.

Der neue L-QIF, neue Möglichkeiten und sein Einsatz auf dem Kapitalmarkt

Caroline Clemetson/Andrea Andelic*

Inhalt

I.	Einleitung	76
II.	Entstehungsgeschichte	76
III.	Eigenheiten des L-QIF	77
1.	Definitionsmerkmale des L-QIF	77
a)	Im Allgemeinen	77
b)	L-QIF als kollektive Kapitalanlagen	78
c)	Anlegerkreis des L-QIFs	79
aa)	Beschränkung des Anlegerkreises im Allgemeinen	79
bb)	Anlegerkreis von L-QIF ohne direkte Immobilienanlagen	80
cc)	Anlegerkreis von L-QIF mit direkten Immobilienanlagen	81
d)	Verwaltung von L-QIF	81
aa)	Verwaltung von L-QIF im Allgemeinen	81
bb)	Verwaltung von L-QIF in der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds	83
cc)	Verwaltung von L-QIF in der Rechtsform der SICAV oder KmGK	83
e)	Fehlende Bewilligungs- und Genehmigungspflicht und fehlende Aufsicht sowie Meldepflicht	83
2.	Anlagevorschriften	84
a)	Im Allgemeinen	84
b)	Anlagebeschränkungen und Anlagetechniken für L-QIF in der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds oder der SICAV	85
c)	Anlagevorschriften für L-QIF in der Rechtsform der KmGK	86
3.	Statuswechsel	87
a)	Im Allgemeinen	87
b)	Voraussetzungen für einen Statuswechsel	87
c)	Informationspflichten bei einem Statuswechsel	88
IV.	Kritische Würdigung und Schlusswort	88

* Rechtsanwältin Caroline L. Clemetson, LL.M., ist Partnerin im Banking & Finance von Schellenberg Wittmer in Genf/Zürich und leitet die Investment Management Praxis der Kanzlei Rechtsanwältin Andrea Andelic ist Associate im Banking & Finance/Investment Management von Schellenberg Wittmer in Zürich.

I. Einleitung

Am 1. März 2024 sind die Änderung vom 17. Dezember 2021 des Kollektivanlagengesetzes vom 22. Juni 2006 (KAG) und die Änderung vom 31. Januar 2024 der Kollektivanlagenverordnung vom 22. November 2006 (KKV) zur Einführung des Limited Qualified Investor Fund (L-QIF) in Kraft getreten. Erklärtes Ziel der L-QIF-Vorlage war es, die Innovationsfähigkeit des Fondsstandorts Schweiz zu fördern und dessen Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Dies, weil der Fondsplatz Schweiz sich vorab als Asset-Management- und Vertriebsstandort auszeichnet, als Produktionsstandort im Vergleich zu anderen Jurisdiktionen jedoch weniger bedeutend ist.¹

Im Hinblick auf dieses Ziel wurde im Sinne zweier Kernelemente der L-QIF-Vorlage von den Regeln der genehmigten kollektiven Kapitalanlagen abgewichen: Für L-QIF gelten weder die Anlagevorschriften, die auf die genehmigten kollektiven Kapitalanlagen anwendbar sind (Art. 118d lit. a KAG), noch unterliegt der L-QIF der Aufsicht der FINMA (Art. 118a Abs. 1 lit. d KAG i.V.m. Art. 118d lit. b KAG).

Der vorliegende Beitrag soll den Lesern als Einstiegslektüre in das Thema Limited Qualified Investor Funds dienen und im Sinne einer Übersicht die Entstehungsgeschichte des L-QIF und dessen Eigenheiten erläutern und kritisch würdigen.

II. Entstehungsgeschichte

Voraussetzung für die Schaffung des L-QIF als neue Fondskategorie war zunächst die Änderung des KAG. Die Gesetzesvorlage zum L-QIF wurde in der Botschaft vom 29. Januar 2020 zur Legislaturplanung 2019-2023 angekündigt.² Die Botschaft zur Änderung des Kollektivanlagengesetzes hat der Bundesrat an seiner Sitzung vom 19. August 2020 verabschiedet.³ Das Parlament hat die Änderung des KAG zur Einführung des L-QIFs schliesslich am 17. Dezember 2021 verabschiedet.⁴

¹ Botschaft des Bundesrates vom 19. August 2020 zur Änderung des Kollektivanlagengesetzes (Limited Qualified Investor Fund; L-QIF), BBl 2020 6885, 6886.

² Botschaft des Bundesrates vom 10. März 2020 zur Legislaturplanung 2019-2023, BBl 2020, 1777.

³ Medienmitteilung des Bundesrates vom 19. August 2020.

⁴ Erläuterungen des Eidgenössischen Finanzdepartements EFD zur Änderung der Kollektivanlagenverordnung (Limited Qualified Investor Fund, L-QIF) vom 31. Januar 2024 (zit. KKV-Erläuterungen), S. 4.

Das Vernehmlassungsverfahren zur Änderung der KKV wurde vom EFD am 23. September 2022 eröffnet und dauerte bis zum 23. Dezember 2022. Insgesamt haben 21 Kantone, 2 politische Parteien, 4 Dachverbände der Wirtschaft sowie 28 interessierte Kreise eine Stellungnahme eingereicht.⁵

Den Anstoss zur L-QIF-Vorlage gab das in der Fondsindustrie seit geraumer Zeit bestehende Bedürfnis, die Innovationsfähigkeit des Fondsstandorts Schweiz zu fördern und dessen Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Dieses liegt darin begründet, dass sich der Fondsplatz Schweiz vorab als Asset-Management- und Vertriebsstandort auszeichnet, während die Schweiz als Produktstandort im internationalen Vergleich weniger bedeutend ist. Die Gründe dafür sind vielfältig. Genannt werden namentlich der bislang fehlende EU-Marktzutritt sowie steuerrechtliche Aspekte im Bereich der Verrechnungssteuer. Vorweg zu nehmen ist, dass im Rahmen der L-QIF-Vorlage in diesen Bereichen keine Korrektur erzielt wurde.⁶

Der wohl am häufigsten genannte Grund ist, dass die rechtlichen Rahmenbedingungen im Bereich der alternativen und innovativen Fondsprodukte im Ausland häufig attraktiver sind als diejenigen in der Schweiz. Namentlich haben verschiedene EU-Mitgliedstaaten in den letzten Jahren nicht genehmigungspflichtige Fondstypen eingeführt. Das Entfallen des Genehmigungsverfahrens erlaubt es, entsprechende Fonds schneller und u.U. kostengünstiger auf den Markt zu bringen. Ebenso bieten verschiedene ausländische Fondskategorien eine grössere Flexibilität in Bezug auf die Anlagevorschriften, was es erlaubt, innovative Strategien, insbesondere im Bereich der alternativen Anlagen, zu verfolgen.⁷

III. Eigenheiten des L-QIF

I. Definitionsmerkmale des L-QIF

a) *Im Allgemeinen*

Die Definitionsmerkmale der Fondskategorie L-QIF ergeben sich aus Art. 118a Abs. 1 KAG. Demnach ist ein L-QIF eine kollektive Kapitalanlage, die

- ausschliesslich qualifizierten Anlagerinnen und Anlegern offensteht (lit. a);
- gemäss Art. 118g und Art. 118h KAG verwaltet wird (lit. c); und

⁵ KKV-Erläuterungen, S. 4.

⁶ BBl 2020, 6886.

⁷ BBl 2020, 6886.

- weder über eine Bewilligung noch eine Genehmigung der FINMA verfügt und auch nicht von der FINMA beaufsichtigt wird (lit. d).

Für den Fall, dass der L-QIF seine Mittel direkt in Immobilien anlegt, ist der zulässige Anlegerkreis auf professionelle Kundinnen und Kunden nach Art. 4 Abs. 3 lit. a-h des Finanzdienstleistungsgesetzes vom 15. Juni 2018 (FIDLEG) beschränkt.

Zu beachten gilt, dass es sich beim L-QIF nicht um eine neue Rechtsform der kollektiven Kapitalanlagen handelt, sondern um eine neue Fondskategorie. L-QIF sind entsprechend in eine bestehende Rechtsform zu kleiden, wobei für L-QIF die Rechtsformen des vertraglichen Anlagefonds, der SICAV oder der KmGK zur Verfügung stehen (Art. 118c KAG).

L-QIF in Form von SICAF sind demgegenüber nicht möglich. Dies weil eine Investmentgesellschaft, an der ausschliesslich qualifizierte Anlegerinnen und Anleger beteiligt sein dürfen und deren Aktien als Namenaktien ausgestaltet sind, dem KAG nicht untersteht.⁸

b) L-QIF als kollektive Kapitalanlagen

L-QIF sind kollektive Kapitalanlagen. Als solche haben sie vollumfänglich die Wesensmerkmale von kollektiven Kapitalanlagen gemäss Art. 7 KAG sowie Art. 5 KKV zu erfüllen.

Dies sind die Kapitalanlage, die Kollektivität, die Fremdverwaltung und die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger (Art. 7 Abs. 1 KAG). Um als *kollektive* Kapitalanlagen zu gelten, müssen auch bei L-QIF grundsätzlich Vermögen von mindestens zwei voneinander unabhängigen Anlegerinnen oder Anlegern aufgebracht werden, wobei das Kriterium der Unabhängigkeit dann erfüllt ist, wenn die Anlegerinnen und Anleger rechtlich und tatsächlich voneinander unabhängig verwaltete Vermögen aufbringen (Art. 5 Abs. 1 und 2 KKV).

Auch auf Einkanleger-L-QIF kommen grundsätzlich die allgemeinen Regeln zur Anwendung. Einkanleger-L-QIF sind entsprechend nur zulässig, wenn es sich beim Anleger um einen Anleger i.S.v. Art. 4 Abs. 3 lit. b, e oder f FIDLEG handelt (Art. 5 Abs. 4 KKV).⁹ Auch beim L-QIF ist die Beschränkung des Anlegerkreises

⁸ BBl 2020, 6910 f.

⁹ Zulässige Einkanleger sind somit beaufsichtigte Versicherungseinrichtungen (lit. b), öffentlich-rechtliche Körperschaften, Anstalten und Stiftungen mit professioneller Tresorerie (lit. e) oder Vorsorgeeinrichtungen und Einrichtungen, die nach ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen, mit professioneller Tresorerie (lit. f).

auf den Einanleger in der Fondsdokumentation offenzulegen (Art. 5 Abs. 5 KKV). Zu beachten gilt jedoch, dass – anders als bei gewöhnlichen Einanlegerfonds – die Anlageentscheide bei einem Einanleger-L-QIF nicht generell nach Massgabe von Art. 7 Abs. 4 KAG auf den Einanleger übertragen werden können, sondern nur dann, wenn der Einanleger seinerseits von der FINMA beaufsichtigt ist. Eine Rückdelegation der Anlageentscheide an nicht von der FINMA Beaufsichtigte ist somit ausgeschlossen.¹⁰

c) *Anlegerkreis des L-QIFs*

aa) *Beschränkung des Anlegerkreises im Allgemeinen*

Der Anlegerkreis von L-QIF ist auf qualifizierte Anlegerinnen und Anleger beschränkt. Das KAG unterscheidet dabei zwischen L-QIF ohne direkte Immobilienanlagen und solchen mit direkten Immobilienanlagen trifft (vgl. dazu nachfolgend).

Diese Beschränkung des Anlegerkreises von L-QIF ist dadurch gerechtfertigt, dass die Anlage in L-QIF mit gewissen Risiken verbunden, die sich primär aus den liberaleren Anlagevorschriften ergeben. Der Gesetzgeber geht davon aus, dass qualifizierte Anlegerinnen und Anleger – im Gegensatz zu nicht-qualifizierten Anlegerinnen und Anlegern – über ein hohes Mass an fachlicher Qualifikation verfügen und entsprechend trotzdem fähig sind, die Chancen und Risiken eines Investments in einen L-QIF angemessen einzuschätzen. So nehmen qualifizierte Anlegerinnen und Anleger in der Praxis i.d.R. Due Diligence-Prüfungen vor, bevor sie in eine kollektive Kapitalanlage investieren. Zudem überwachen sie ihre Anlagen üblicherweise fortlaufend. Häufig werden sie zudem professionell beraten oder bedürfen wegen ihrer Vermögenssituation keines besonderen Schutzes.¹¹ L-QIF stehen somit einem Publikum offen, dass schon vor dem Inkrafttreten der einschlägigen Änderungen des KAG und der KKV in unbeaufsichtigte ausländische Fonds investieren durfte.¹²

Dem Anlegerschutz wird – neben den Bestimmungen zur Verwaltung von L-QIF (vgl. dazu unten) – insbesondere durch gewisse Informationspflichten und Regeln zur Bezeichnung des L-QIF Rechnung getragen.¹³ So ist auf der ersten Seite in den Fondsdokumenten eines L-QIF sowie in der Werbung für einen L-QIF ist die Bezeichnung „Limited Qualified Investor Fund“ oder „L-QIF“ zu verwenden und der Hinweis anzubringen, dass der L-QIF weder über

¹⁰ BBl 2020, 6901, 6911.

¹¹ BBl 2020, 6899 f.

¹² BBl 2020, 6887.

¹³ BBl 2020, 6911 f.

eine Bewilligung noch über eine Genehmigung der FINMA verfügt und auch nicht von ihr beaufsichtigt wird (Art. 118e Abs. 1 KAG). Handelt es sich beim L-QIF um eine SICAV oder eine KmGK, so muss die Firma, neben der Nennung der entsprechenden Rechtsform, die Bezeichnung „Limited Qualified Investor Fund“ oder „L-QIF“ enthalten (Art. 118e Abs. 2 KKV). Zudem darf ein L-QIF nicht als „Effektenfonds“, „Immobilienfonds“, „übriger Fonds für traditionelle Anlagen“ oder „übriger Fonds für alternative Anlagen“ bezeichnet werden (Art. 118e Abs. 3 KAG). Ein vorsätzlicher Verstoss gegen Art. 118e KAG wird mit Busse bis CHF 500'000 bestraft (Art. 149 Abs. 1 lit. g KAG).

bb) Anlegerkreis von L-QIF ohne direkte Immobilienanlagen

Für den Fall, dass der L-QIF seine Mittel nicht direkt in Immobilien anlegt, umfasst der Anlegerkreis von L-QIFs einzig qualifizierte Anlegerinnen und Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 3 und Abs. 3ter KAG.

Als qualifizierte Anlegerinnen und Anleger im Sinne des KAG gelten einerseits professionelle Kundinnen und Kunden nach Art. 4 Abs. 3-5 oder nach Art. 5 Abs. 1 und Abs. 4 FIDLEG.

Im Rahmen von Art. 4 Abs. 3 FIDLEG erfasst dies sämtliche professionelle Kunden, mithin

- Finanzintermediäre nach dem Bankengesetz vom 8. November 1934, dem Finanzinstitutsgesetz vom 15. Juni 2018 und dem KAG (lit. a),
- beaufsichtigte Versicherungseinrichtungen (lit. b),
- ausländische Kundinnen und Kunden, die einer prudenziellen Aufsicht unterstehen wie die Personen nach lit. a und lit. b (lit. c),
- Zentralbanken (lit. d),
- öffentlich-rechtliche Körperschaften, Anstalten und Stiftungen mit professioneller Tresorerie (lit. e),
- Vorsorgeeinrichtungen und Einrichtungen, die nach ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen, mit professioneller Tresorerie (lit. f),
- Unternehmen mit professioneller Tresorerie (lit. g),
- grosse Unternehmen (lit. h), mithin solche, die zwei der folgenden Grössen überschreiten (i) Bilanzsumme von 20 Millionen Franken, (ii) Umsatzerlös von 40 Millionen Franken, (iii) Eigenkapital von 2 Millionen Franken (Art. 4 Abs: 5 FIDLEG), und
- für vermögende Privatkundinnen und -kunden errichtete private Anlagestrukturen mit professioneller Tresorerie (lit. i).

Erfasst werden weiter institutionelle Kunden nach Art. 4 Abs. 4 FIDLEG, mithin professionelle Kunden nach Art. 4 Abs. 3 lit. a-d FIDLEG sowie nationale und supranationale öffentlich-rechtliche Körperschaften mit professioneller Treasorie.

Unter Art. 5 Abs. 1 FIDLEG fallen sodann vermögende Privatkundinnen- und kunden und für diese errichtete private Anlagestrukturen, die erklärt haben, dass sie als professionelle Kunden gelten wollen (Opting-Out). Von Art. 5 Abs. 4 FIDLEG erfasst werden sodann schweizerische und ausländische kollektive Kapitalanlagen und deren Verwaltungsgesellschaften, die nicht bereits nach Art. 4 Abs. 3 lit. a oder c i.V.m. Art. 4 Abs. 4 FIDLEG als institutionelle Kunden gelten, jedoch erklärt haben, dass sie als institutionelle Kunden gelten wollen.

Als qualifizierte Anlegerinnen und Anleger gelten nach Art. 10 Abs. 3ter KAG sodann Privatkundinnen- und kunden, für die ein Finanzintermediär nach Art. 4 Abs. 3 lit. a FIDLEG, ein ausländischer Finanzintermediär, der einer prudenziellen Aufsicht untersteht wie der vorgenannte Finanzintermediär oder ein Versicherungsunternehmen nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz im Rahmen eins auf Dauer angelegten Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsverhältnisses Vermögensverwaltung oder Anlageberatung i.S.v. Art. 3 lit. c Ziff. 3 und 4 FIDLEG erbringt und die nicht schriftlich oder in anderer durch Text nachweisbarer Form erklärt haben, nicht als solche gelten zu wollen.

cc) Anlegerkreis von L-QIF mit direkten Immobilienanlagen

Bei einer direkten Anlage in Immobilien ist der Anlegerkreis des L-QIFs weiter eingeschränkt. Diesfalls steht der L-QIF nur professionellen Kundinnen und Kunden nach Art. 4 Abs. 3 lit. a-h FIDLEG offen.

d) Verwaltung von L-QIF

aa) Verwaltung von L-QIF im Allgemeinen

L-QIF müssen zwingend gemäss den Vorschriften von Art. 118g und Art. 118h KAG verwaltet werden. Welches Institut die Verwaltung im konkreten Fall wahrnehmen darf, ist somit rechtsformabhängig geregelt (vgl. dazu nachfolgend). Aus der gesetzlichen Regelung folgt, dass zwar L-QIF ihrerseits nicht der Aufsicht der FINMA unterstehen, die für ihre Verwaltung zuständigen Institute jedoch schon. Es findet somit eine zumindest indirekte Aufsicht auch des L-QIF statt.

Das für die Verwaltung eines L-QIF zuständige Institut ist dafür verantwortlich, dass die für den L-QIF geltenden gesetzlichen, vertraglichen, statutari- schen oder reglementarischen Vorschriften eingehalten werden. Hält nament- lich eine kollektive Kapitalanlage die Begriffsmerkmale eines L-QIF nicht oder nicht mehr ein, so muss das Institut unverzüglich die FINMA, die Depotbank und die Prüfgesellschaft informieren. Werden die für den L-QIF geltenden ge- setzlichen, vertraglichen, statutarischen oder reglementarischen Vorschriften anderweitig nicht oder nicht mehr eingehalten, so muss das Institut unverzüg- lich die Anlegerinnen und Anleger, die Depotbank sowie die Prüfgesellschaft darüber informieren und dafür sorgen, dass der ordnungsgemässe Zustand innert angemessener Frist wiederhergestellt wird. Ist dies nicht möglich, so muss es den L-QIF auflösen (Art. 126h KKV).

Der Gesetzgeber betrachtet den Umstand, dass spezifische Anforderungen an die Verwaltung von L-QIF gestellt werden, als zentrales Korrektiv zur fehlen- den Aufsicht durch die FINMA.¹⁴ Die FINMA stellt sicher, dass die zur Ver- waltung von L-QIF zuständigen Institute über eine angemessene Organisation und die dafür notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Verletzt ein solches Institut seine Pflichten im Zusammenhang mit der Verwaltung eines L-QIF in schwerwiegender Weise, drohen ihm aufsichtsrechtliche Massnah- men. Das für die Verwaltung eines L-QIF zuständige Institut hat somit ein ei- genes Interesse daran, seine Pflichten in Bezug auf die Verwaltung des L-QIF gesetzeskonform zu erfüllen.¹⁵

Vor Aufnahme der Verwaltung eines L-QIF hat das entsprechende Institut ins- besondere sein Organisationsreglement zu überprüfen und im Hinblick auf die neue Tätigkeit anzupassen und der FINMA zur Genehmigung vorzulegen.

Für die Auswirkungen von Art. 118g und Art. 118h KAG auf L-QIF-Einanleger- fonds, siehe oben, [III.1.b](#).

Hinzuweisen ist schliesslich darauf, dass ein L-QIF in der Form eines vertragli- chen Anlagefonds oder einer SICAV über eine Depotbank verfügen muss. Diese ist – wie das für die Verwaltung des L-QIF zuständige Institut – von der FINMA bewilligt und beaufsichtigt und nimmt wichtige Kontrollfunktionen wahr.¹⁶

bb) Verwaltung von L-QIF in der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds

Die Verwaltung von L-QIF in der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds obliegt einer Fondsleitung (Art. 118g Abs. 1 KAG).

¹⁴ BBl 2020, 6887.

¹⁵ BBl 2020, 6902.

¹⁶ BBl 2020, 6902.

Diese darf Anlageentscheide nach Massgabe von Art. 14 Abs. 1 und 35 des Finanzinstitutsgesetzes vom 15. Juni 2018 (FINIG) entweder an einen schweizerischen Verwalter von Kollektivvermögen gemäss Art. 2 Abs. 1 lit. c FINIG oder aber einen ausländischen Verwalter von Kollektivvermögen übertragen. Letzterenfalls erfordert die Übertragung jedoch, dass der ausländische Verwalter von Kollektivvermögen in seinem Sitzstaat einer angemessenen Regulierung und Aufsicht untersteht und zwischen der FINMA und der jeweils zuständigen ausländischen Aufsichtsbehörde eine Vereinbarung über die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch besteht, sofern das ausländische Recht eine solche verlangt (Art. 118g Abs. 2 KAG)

cc) *Verwaltung von L-QIF in der Rechtsform der SICAV oder KmGK*

Die SICAV wie auch die KmGK sind gesellschaftsrechtlich organisierte kollektive Kapitalanlagen, bei welchen das Produkt und der Bewilligungsträger identisch sind. Eine Verbesserung der Markteintrittszeit kann nur dann bewerkstelligt werden, wenn nicht nur auf die Genehmigung des Produkts, sondern auch auf die Bewilligung des Instituts verzichtet wird.¹⁷

Der Gesetzgeber hat im Sinne eines Korrektivs deswegen festgehalten, dass ein L-QIF in der Rechtsform der SICAV die Administration und die Anlageentscheide ein und derselben Fondsleitung übertragen muss (Art. 118h Abs. 1 KAG). Bei einem L-QIF in der Rechtsform der SICAV handelt es sich folglich stets um eine fremdverwaltete SICAV.¹⁸

Im Falle eines L-QIF in der Rechtsform der KmGK muss die Geschäftsführung – diese beinhaltet auch die Anlageentscheide – an einen Verwalter von Kollektivvermögen übertragen werden (Art. 118h Abs. 2 KAG). Eine Ausnahme gilt, wenn der Komplementär der KmGK selbst zumindest als Verwalter von Kollektivvermögen von der FINMA beaufsichtigt wird (Art. 118h Abs. 4 KAG).

Die Weiterübertragung der Anlageentscheide richtet sich nach Art. 118g Abs. 2 und Abs. 3 KAG (vgl. Art. 118h Abs. 3 KAG).

e) *Fehlende Bewilligungs- und Genehmigungspflicht und fehlende Aufsicht sowie Meldepflicht*

L-QIF verfügen weder über eine Bewilligung noch eine Genehmigung der FINMA und werden auch nicht von der FINMA beaufsichtigt (Art. 118a Abs. 1 lit. d KAG). Der Verzicht auf die Bewilligung bzw. Genehmigung soll es erlau-

¹⁷ BBI 2020, 6902.

¹⁸ BBI 2020, 6902.

ben, L-QIF rasch und kostengünstig auf den Markt zu bringen.¹⁹ Wie unter [III.1.a](#)) dargelegt, sind die Wesensmerkmale der fehlenden Bewilligungs- und Genehmigungspflicht sowie die fehlende Aufsicht im Zusammenspiel mit dem Anlegerkreis von L-QIF zu sehen, welcher auf qualifizierte Anlegerinnen und Anleger beschränkt ist.

Konsequenterweise sind die Bestimmungen des KAG, die der FINMA eine Kompetenz zur Entscheidung im Einzelfall oder eine Aufsichtskompetenz zusprechen, sowie die Bestimmungen der KKV über die Bewilligung und Genehmigung sowie über die Aufsichtstätigkeit der FINMA auf L-QIF nicht anwendbar (Art. 118d lit. b KAG und Art. 126f lit. a KKV). Für den L-QIF werden deshalb verschiedene Sondervorschriften statuiert, welche die Einzelfallkompetenzen der FINMA ersetzen, so namentlich im Zusammenhang mit der Änderung der Fondsdokumentation (Art. 118j KAG).²⁰

Eine kollektive Kapitalanlage gilt nur dann als L-QIF, wenn ausdrücklich auf die Einholung einer Bewilligung und einer Genehmigung der FINMA verzichtet wird. Ein ausdrücklicher Verzicht liegt dann vor, wenn das für die Verwaltung des L-QIF zuständige Institut die erstmalige Meldung der Übernahme der Verwaltung an das Eidgenössische Finanzdepartement (EDF) erstattet (Art. 126a Abs. 1 und Abs. 2 KKV). Gemäss Art. 118f Abs. 1 KAG muss das für die Verwaltung des L-QIF zuständige Institut dem EFD die Übernahme oder Aufgabe der Verwaltung eines L-QIF innert 14 Tagen melden. Die Einzelheiten der Meldepflicht ergeben sich aus Art. 126g KKV.

Auf Basis dieser Meldungen führt das EFD als Pendant zur Liste der genehmigten schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen ein öffentlich zugängliches Verzeichnis über sämtliche L-QIF und die für deren Verwaltung zuständigen Institute (Art. 118f Abs. 2 KAG). Ein vorsätzlicher Verstoss gegen Art. 118f Abs. 1 KAG wird mit Busse bis CHF 500'000 bestraft (Art. 149 Abs. 1 lit. h KAG).

2. Anlagevorschriften

a) *Im Allgemeinen*

Für L-QIFs kommen spezifische Anlagevorschriften zur Anwendung; die für beaufsichtigte kollektive Kapitalanlagen geltenden Vorschriften sind auf L-QIF nicht anwendbar. Vielmehr sind die Anlagevorschriften für L-QIF mit Blick auf den eingeschränkten Anlegerkreis und dem Ziel der Innovationsförderung liberal ausgestaltet. Mithin macht das Gesetz weder Vorgaben in Bezug auf die

¹⁹ BBl 2020, 6886.

²⁰ BBl 2020, 6903.

möglichen Anlagen noch auf die Risikoverteilung. Diese müssen, zusammen mit der Risikoverteilung, aber in der rechtsformspezifischen Fondsdokumentation (im Fondsvertrag für vertragliche Anlagefonds, im Anlagereglement für SICAVs und im Gesellschaftsvertrag für KmGKs) offengelegt werden (Art. 118n Abs. 1 KAG und Art. 118o KAG). Die zulässigen Anlagetechniken und Anlagebeschränkungen werden dagegen auf Verordnungsstufe (Art. 126o ff. KKV) geregelt.²¹

Umgekehrt bedeutet dies auch, dass es einem L-QIF freisteht, sich an die für genehmigte und beaufsichtigte Fonds geltenden Anlagevorschriften zu halten. Dies könnte namentlich im Hinblick auf eine allenfalls zu einem späteren Zeitpunkt angestrebte Bewilligung und Genehmigung durchaus Sinn machen.²²

Investiert der L-QIF in alternative Anlagen, muss in der Bezeichnung, in der rechtsformspezifischen Fondsdokumentation sowie in der Werbung auf die mit diesen Anlagen verbundenen besonderen Risiken hingewiesen werden (Art. 118n Abs. 2 KAG). Die Form dieses Risikohinweises richtet sich bei L-QIFs in der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds oder der SICAV nach Art. 126o KKV.

Sondervorschriften gelten sodann bei Immobilienanlagen (vgl. Art. 118p KKV).

Die KKV regelt die Anlagebeschränkungen und Anlagetechniken rechtsformspezifisch. So sind für L-QIFs in der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds oder der SICAV Art. 126o-126s KKV (sowie Art. 126t-Art. 126y KKV für Immobilienanlagen) massgebend, während die Anlagevorschriften (einschliesslich der Anlagebeschränkungen und Anlagetechniken) für L-QIFs in der Rechtsform der KmGK in Art. 126z-126zter KKV geregelt sind.

b) Anlagebeschränkungen und Anlagetechniken für L-QIF in der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds oder der SICAV

Die Anlagebeschränkungen und Anlagetechniken für L-QIFs in der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds oder der SICAV sind in Art. 126o ff. KKV zu finden. Ein Hauptaugenmerk ist dabei auf die Anlagebeschränkungen und Anlagetechniken gemäss Art. 126p KKV zu legen. Demnach darf ein L-QIF

- Kredite in der Höhe von höchstens 50 Prozent des Nettofondsvermögens aufnehmen (lit. a);
- höchstens 100 Prozent des Nettofondsvermögens verpfänden oder zur Sicherung übereignen (lit. b); und

²¹ BBl 2020, 6918.

²² BBl 2020, 6918 f.

- ein Gesamtengagement von höchstens 600 Prozent des Nettofondsvermögens eingehen (lit. c).

Art. 126p KKV deckt sich somit mit der auf übrige Fonds für alternative Anlagen anwendbaren Regelung von Art. 100 Abs. 2 KKV.

Für Anlagen in andere kollektive Kapitalanlagen ist Art. 126r zu beachten. Demnach müssen der Fondsvertrag bzw. das Anlagereglement regeln, in welchem Umfang der L-QIF Anlagen in andere kollektive Kapitalanlagen (Zielfonds) tätigen darf. Handelt es sich dabei um einen wesentlichen Teil des Fondsvermögens, ist im Fondsvertrag bzw. im Anlagereglement anzugeben, wie hoch die Verwaltungskommissionen maximal sind, die vom L-QIF selbst und von den Zielfonds zu tragen sind. Weiter ist diesfalls im Jahresbericht anzugeben, wie hoch der Anteil der Verwaltungskommissionen maximal ist, den der L-QIF einerseits und die Zielfonds andererseits tragen. Ob es sich beim angelegten Fondsvermögen um einen „wesentlichen Teil“ im Sinne dieser Bestimmung handelt, bestimmt sich analog der für übrige Fonds für alternative Anlagen geltenden Regelung (vgl. Art. 99 Abs. 4 i.V.m. Art. 73 Abs. 4 KKV).²³ Entsprechend ist der Schwellenwert bei 49% des Fondsvermögens anzusetzen.

Eine gesonderte Vorschrift findet sich zudem für Master-Feeder-Strukturen. Ein L-QIF-Feeder-Fonds liegt dann vor, wenn ein L-QIF mindestens 85 Prozent des Fondsvermögens in Anteile desselben L-QIF-Zielfonds (L-QIF-Master-Fonds) anlegt. Master-Feeder-Strukturen sind bei L-QIF zulässig, sofern dies im Fondsvertrag bzw. im Anlagereglement vorgesehen ist und es sich sowohl beim Master-Fonds als auch beim Feeder-Fonds um einen L-QIF handelt (Art. 126s KKV).

c) Anlagevorschriften für L-QIF in der Rechtsform der KmGK

Ist ein L-QIF in der Rechtsform der KmGK organisiert, muss dessen Gesellschaftsvertrag die geltenden Anlagebeschränkungen ausdrücklich nennen und die zulässigen Anlagetechniken umschreiben (Art. 126z KKV).

Gesonderte Regeln finden sich für Geschäfte mit nahestehenden Personen (Art. 126zbis KKV) und betreffend Anforderungen an die Schätzungsexperten und Bewertung von Immobilienanlagen (Art. 126zter KKV).

²³ Erläuterungen aus dem Bericht des EFD zur Änderung der Kollektivanlagenverordnung (Limited Qualified Investor Fund, L-QIF) vom 23. September 2022, S. 36.

3. Statuswechsel

a) *Im Allgemeinen*

Kollektive Kapitalanlagen können entweder von Anfang an als L-QIF aufgesetzt werden, oder aber nachträglich zu L-QIF werden. Soll eine kollektive Kapitalanlage nachträglich zu einem L-QIF werden, sind dafür die Voraussetzungen für einen Statuswechsel von einer beaufsichtigten kollektiven Kapitalanlage zu einem L-QIF zu beachten.

Der Statuswechsel von einer beaufsichtigten kollektiven Kapitalanlage bedarf vorgängig der Genehmigung und gegebenenfalls der Bewilligung durch die FINMA (Art. 126c Abs. 1 KKV).

Vom Statuswechsel zu unterscheiden sind Umstrukturierungen. Umstrukturierungen eines L-QIF mit beaufsichtigten kollektiven Kapitalanlagen oder zu solchen sind nicht zulässig (Art. 126e KKV).

b) *Voraussetzungen für einen Statuswechsel*

Die FINMA genehmigt den Statuswechsel und bewilligt in gegebenenfalls, wenn die folgenden vier Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind (Art. 126c Abs. 2 KKV):

- Die Voraussetzungen nach Art. 118a Abs. 1 lit. a-c KAG sind erfüllt (lit. a);
- der Fondsvertrag, das Anlagereglement oder der Gesellschaftsvertrag sieht die Möglichkeit eines Statuswechsels vor (lit. b);
- weder der kollektiven Kapitalanlage noch den Anlegerinnen und Anlegern erwachsen aus dem Statuswechsel Kosten (lit. c); und
- (i) bei einem vertraglichen Anlagefonds: die Depotbank hat dem Statuswechsel zugestimmt und es verbleiben nur noch Anlegerinnen und Anleger in der kollektiven Kapitalanlage, die dem Statuswechsel ausdrücklich zugestimmt haben; (ii) bei einer SICAV: zusätzlich zu denselben Anforderungen, die auch für den vertraglichen Anlagefonds gelten, ist erforderlich, dass diejenigen Unternehmensaktionärinnen und Unternehmensaktionäre dem Statuswechsel zugestimmt haben, die mindestens zwei Drittel der ausgegebenen Unternehmensaktien auf sich vereinigen; (iii) bei einer KmGK: sämtliche Anlegerinnen und Anleger haben dem Statuswechsel zugestimmt (lit. d).

Üblicherweise wird ein Statuswechsel zu einem L-QIF wegen des Erfordernisses von Art. 118c Abs. 2 lit. b KKV in zwei Schritten vorgenommen werden müssen, welche aber im selben Verfahren behandelt werden können: Zunächst wird der Fondsvertrag, das Anlagereglement oder der Gesellschaftsvertrag da-

hingehend angepasst werden müssen, dass er die Möglichkeit eines Statuswechsels ausdrücklich vorsieht. In einem zweiten Schritt können sodann L-QIF-spezifische Anpassungen vorgenommen werden.

c) *Informationspflichten bei einem Statuswechsel*

Die Fondsleitung, der Verwaltungsrat einer SICAV und die Komplementäre einer KmGK müssen der FINMA den Beschluss zu einem Statuswechsel zu einem L-QIF unverzüglich mitteilen (Art. 126d Abs. 1 KKV). Die konkreten Informationspflichten sind wiederum rechtsformabhängig ausgestaltet.

Handelt es sich bei der kollektiven Kapitalanlage um einen vertraglichen Anlagefonds oder eine SICAV, ist der Beschluss zum Statuswechsel in den Publikationsorganen zu veröffentlichen. Die Publikation muss insbesondere folgende Informationen enthalten: einen Hinweis auf die Auswirkungen des Statuswechsels auf den Genehmigungs- oder Bewilligungsstatus der kollektiven Kapitalanlage (lit. a), den Hinweis, dass die Anlegerinnen und Anleger innert 30 Tagen nach der Publikation wählen können, ob sie in der kollektiven Kapitalanlage verbleiben, falls sie dem Statuswechsel ausdrücklich zustimmen, oder ihre Anteile unter Beachtung der vertraglichen oder reglementarischen Rückgabefristen und-termine zurückgeben, falls sie ihre Anteile kündigen (lit. b) und den Hinweis, dass diejenigen Anlegerinnen und Anleger, die ihr Wahlrecht nach lit. b nicht wahrnehmen, den Anlegerinnen und Anleger gleichgestellt werden, die ihre Anteile am 30. Tag nach der Publikation kündigen (lit. c) (Art. 126d Abs. 2 KKV).

Handelt es sich bei der kollektiven Kapitalanlage um eine KmGK, müssen die Komplementäre die Kommanditäre vor der Beschlussfassung zum Statuswechsel auf die damit verbundenen Auswirkungen auf den Genehmigungs- und Bewilligungsstatus der KmGK hinweisen (Art. 126d Abs. 3 KKV).

IV. Kritische Würdigung und Schlusswort

Die Einführung des L-QIF als neue Fondskategorie, auf welche der Schweizer Fonds-Markt lange gewartet, war ein notwendiger Schritt in Richtung der Förderung der Schweiz als Fonds-Produktionsstandort.

Aus den nachfolgenden Umständen sind weitere Anpassungen und Liberalisierungen des L-QIF als neue Fondskategorie weiterhin wünschenswert:

Der Gesetzgeber hat darauf verzichtet, die Anlagebeschränkungen und Anlagetechniken für L-QIFs in der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds oder

der SICAV (Art. 126p KKV) liberaler auszugestalten als diejenigen, die auf übrige Fonds für alternative Anlagen anwendbar sind (Art. 100 Abs. 2 KKV).

Die Nachteile, die sich für den Schweizer Fondsmarkt aus dem fehlenden EU-Zugang und der Verrechnungssteuerthematik ergeben, werden durch die Vorteile der L-QIF-Vorlage bei Weitem nicht aufgehoben. Es ist deswegen zu erwarten, dass weiterhin primär ein Schweizer Publikum die Strukturierung von kollektiven Kapitalanlagen in Form von L-QIF in Erwägung ziehen wird.

Das Entfallen der Bewilligung und Genehmigung sowie Aufsicht durch die FINMA hat zur Folge, dass auf Stufe des KAG und der KKV gewisse Bestimmungen als auf L-QIF nicht anwendbar bezeichnet wurden (Art. 118d KAG und Art. 126f KKV). Dies kann in einzelnen Fällen zu Unklarheiten führen. So umfasst der Katalog von Art. 118d lit. b KAG insbesondere auch Art. 136-139 KAG und damit auch die Kompetenz der FINMA, für die Durchführung des Konkurses von kollektiven Kapitalanlagen abweichende Verfügungen und Anordnungen zu treffen (Art. 138 Abs. 3 KAG). Dies hat insbesondere zur Konsequenz, dass die Kollektivanlagen-Konkursverordnung der FINMA, welche sich auf Art. 138 Abs. 3 KAG stützt, nicht anwendbar ist. Die Kompetenzen der FINMA wurden nicht durch neue Regelungen ersetzt. Konkret bedeutet dies nach Ansicht der Autorinnen, dass auf den Konkurs eines L-QIF in der Form einer SICAV oder einer KmGK die allgemeinen Regeln des Schuldbetreibungs- und Konkursgesetzes zur Anwendung finden. Ob in einem solchen Verfahren den technischen Besonderheiten von kollektiven Kapitalanlagen genügend Rechnung getragen werden kann, ist fraglich.

Weiter besteht die Gefahr, dass die für L-QIF geltenden Regelungen teilweise sogar strenger ausfallen als solche, die auf beaufsichtigte kollektive Kapitalanlagen anwendbar sind. Dies, weil die Kataloge der auf L-QIF nicht anwendbaren Anlagevorschriften und Bestimmungen teilweise auch Bestimmungen umfassen, die der FINMA die Kompetenz zur Gewährung von Ausnahmen erteilen. Beispielsweise umfasst Art. 118d lit. b KAG Art. 10 Abs. 5 KAG, der es der FINMA ermöglicht, kollektive Kapitalanlagen unter gewissen Umständen von der Pflicht zur Erstellung von Halbjahresberichten zu befreien. Weil sich weder im KAG noch in der KKV eine ausdrückliche, neue Vorschrift findet, wonach für L-QIF auf die Erstellung von Halbjahresberichten verzichtet werden kann, hat dies nach Ansicht der Autorinnen zur Konsequenz, dass für L-QIF zwingend immer ein Halbjahresbericht zu erstellen ist, was mit administrativem Mehraufwand verbunden ist.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Einführung des L-QIF als neue Fondskategorie ein Schritt in die richtige Richtung ist und klar zu begrüssen ist.

Internationale Investitionsschutzabkommen und Kapitalmarktinvestments – eine unterschätzte Beziehung?

Sarah Ganz*

Inhalt

I. Einleitung	91
II. Was sind Investitionsschutzabkommen?	92
III. Kapitalmarktinvestitionen und staatliche Intervention	99
IV. Ausgewählte Fragestellungen bezüglich des investitionsrechtlichen Schutzes von Kapitalmarktinvestitionen	102
1. Definition von Investor und Investition	102
2. FET-Standard	103
3. Schutz vor unrechtmässiger Enteignung	106
4. Rechtsfolge: Entschädigung oder Schadensersatz	107
5. Prozessuale Geltendmachung	108
V. Ergebnis	110
Literaturverzeichnis	111

I. Einleitung

Internationale Investitionsschutzabkommen, die dem Schutz ausländischer Investitionen dienen, werden traditionell nicht unbedingt mit dem Kapitalmarkt in Verbindung gebracht. Dieser Beitrag soll näher beleuchten, unter welchen Umständen sich Kapitalmarktinvestoren auf Investitionsschutzabkommen berufen können und welche Vorteile diese Abkommen für Kapitalmarktinvestoren haben können.

Dafür wird eingangs dargelegt, was internationale Investitionsschutzabkommen bzw. das Investitionsschutzrecht sind und was sie auszeichnet ([II](#)). Daraufhin wird, um die Beziehung zwischen Investitionsschutzabkommen und Kapitalmarktinvestitionen veranschaulichen zu können, ein aktueller Sachver-

* Die Autorin dankt Herrn Mesut Akbaba für die wertvolle Unterstützung bei der Abfassung dieses Beitrags. Der Beitrag gibt ausschliesslich die persönliche Meinung der Autorin wieder.

halt aus dem Kapitalmarkt wiedergegeben (III.). Dieser wird – in vereinfachter Form – sodann dazu genutzt, um einige Fragestellungen in der Beziehung zwischen Kapitalmarktinvestitionen im Allgemeinen und dem Investitionsschutzrecht exemplarisch zu beleuchten (IV.), bevor der Beitrag mit einem kurzen Fazit endet (V.).

II. Was sind Investitionsschutzabkommen?

Investitionsschutzabkommen sind völkerrechtliche Abkommen zwischen Staaten, die dem Schutz und damit der Förderung ausländischer Investitionen dienen.¹ Sie enthalten die Zusicherung für Investoren des einen Vertragsstaates (sog. Herkunftsstaat), dass der andere Vertragsstaat (sog. Gaststaat) bestimmte Schutzstandards bezüglich der Investition in seinem Territorium einhalten wird.² Weltweit gibt es über 3.200 solcher Abkommen.³ Die Schweiz beispielsweise hat aktuell mehr als 140 dieser Abkommen abgeschlossen, sei es in Form von bilateralen Abkommen mit einem anderen Staat oder in Form von multilateralen Abkommen insbesondere als Mitglied der EFTA-Gruppe.⁴

Investitionsschutzabkommen bieten auf materieller und prozessualer Ebene mehrere wichtige Vorteile für ausländische Investoren. Materiell ermöglichen die Schutzversprechen des Gaststaates in einem Abkommen, dass Investoren einen direkten Anspruch gegen den Gaststaat haben, falls dieser die Schutzstandards aus dem Abkommen nicht einhält. Je nach nationaler Rechtslage des Gaststaates und inhaltlicher Ausgestaltung des Abkommens können die Abkommen auch materiell-rechtlich einen umfassenderen Schutz bieten, als es das nationale Recht des Gaststaates allein böte. Prozessual bieten Investitionsschutzabkommen den Investoren in der Regel die Möglichkeit, ihren Anspruch vor neutralen internationalen Schiedsgerichten einzuklagen, statt allein auf eine Durchsetzung vor den nationalen Gerichten des Gaststaates angewiesen zu sein (wobei Abkommen teilweise vorsehen, dass zunächst der Weg vor den nationalen Gerichten des Gaststaates zu beschreiten ist, bevor vor dem Schiedsgericht geklagt werden kann⁵). Auf die Besonderheiten und Vorteile von Verfahren vor internationalen Schiedsgerichten wird im Folgenden noch näher eingegangen.

Die Kombination aus direktem Anspruch und Geltendmachung vor einem Schiedsgericht ist für Investoren vorteilhaft, weil sie, anders als zu den Zeiten

¹ Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 28.

² Sabahi/Rubins/Wallace, 1; Douglas, 1.

³ Bungenberg et al., 1.

⁴ Die Zahl basiert auf dem UNCTAD International Investment Agreements Navigator, abrufbar unter <<https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements>>.

⁵ Siehe unten, IV.5.

der sogenannten „Gunboat Diplomacy“⁶ und teilweise noch zu Anfangszeiten der Einführung materieller Schutzstandards für ausländische Investoren, weder auf diplomatischen Schutz oder gerichtliche Vertretung durch ihren Heimatstaat angewiesen sind, noch (allein) die ansonsten zuständigen Gerichte des Gaststaates selbst anrufen müssen.⁷ Beides hätte offensichtliche Nachteile: Der Weg über den diplomatischen Schutz oder die Vertretung durch den Heimatstaat würde Rechtsstreitigkeiten politisieren, die nicht zwingend politisch sind, und gegebenenfalls von ungewissen Faktoren abhängig sein, die nichts mit dem eigentlichen Rechtsstreit zu tun haben, wie den generellen Beziehungen zwischen Heimat- und Gaststaat oder der Bereitschaft des Heimatstaates, umfänglich für den Investor einzutreten.⁸ Die eigene Klage des Investors vor staatlichen Gerichten des Gaststaates wiederum könnte in manchen Fällen erhebliche prozessuale Unsicherheiten mit sich bringen, etwa aufgrund von Bedenken hinsichtlich der Neutralität des angerufenen Spruchkörpers.⁹

Welchen konkreten Schutz ein Abkommen für Investoren bietet, hängt von dem jeweils anwendbaren Abkommen ab. Es gibt jedoch einige Standards, die typischerweise in Investitionsschutzabkommen enthalten sind. Die wohl am weitest verbreiteten Standards sind die Verpflichtung, den Investor gerecht und billig zu behandeln (Fair and Equitable Treatment („FET“)), und das Verbot, ihn unrechtmässig zu enteignen. Diese Standards sind auch in Bezug auf Kapitalmarktinvestitionen besonders relevant und werden daher unten ausführlicher besprochen.¹⁰ Weitere Schutzstandards, die regelmässig in Investitionsschutzabkommen zu finden sind, sind (i) die Inländergleichbehandlung, die es verbietet, ausländische Investoren in vergleichbaren Situationen schlechter zu behandeln als inländische Investoren, (ii) die Meistbegünstigung, wonach die Investoren des Vertragspartners genauso vorteilhaft zu behandeln sind wie die Investoren eines anderen Vertragspartners eines anderen Investitionsschutzabkommens, sollte das andere Abkommen vorteilhaftere Bedingungen aufweisen, und (iii) die Garantie umfassenden Schutzes und der Sicherheit, die die Verantwortlichkeit des Staates auf Handlungen ausweitet, für die er ansonsten nicht verantwortlich wäre, wie etwa den Schutz des Investors gegen Aufständische.¹¹

⁶ Gun boat diplomacy oder Kanonenbootpolitik bezeichnet die Durchsetzung aussenpolitischer Ziele mittels Einschüchterung durch auffällige Platzierung von Kanonenbooten etwa vor der Küste des einzuschüchternden Staates.

⁷ Siehe zu den Ursprüngen des modernen Investitionsschutzrechts Sabahi/Laird/Gismondi, 6 ff.

⁸ Vgl. Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 29 f.; Salacuse, 499 f.

⁹ Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 339 f.; Sabahi/Rubins/Wallace, 15 f.

¹⁰ Siehe unten, [IV.2.-3.](#)

¹¹ Siehe für einen Überblick über diese und weitere Schutzstandards etwa Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 86 ff.; Sabahi/Rubins/Wallace, 538 ff., 631 ff.

Die Verpflichtung des Staates, die investitionsschutzrechtlichen Schutzstandards einzuhalten, bedeutet indes nicht, dass dem Staat, bildlich gesprochen, die Hände gebunden sind. Zwar wird dem System des Investitionsschutzrechts von Kritikern teilweise vorgeworfen, zu einem sogenannten „regulatory chill“-Effekt beizutragen, also einer Zurückhaltung von Staaten den regulatorischen *status quo* zu ändern, um sich nicht gegenüber ausländischen Investoren haftbar zu machen.¹² Es ist jedoch grundsätzlich auch im Rahmen von Investitionsschutzabkommen anerkannt, dass der Staat im öffentlichen Interesse handeln und regulieren darf.¹³ Dies wird in modernen Investitionsschutzabkommen oft ausdrücklich festgehalten.¹⁴ Das grundsätzliche Recht eines Staates, auf seinem Staatsgebiet seine Angelegenheiten innerhalb der Grenzen des Völkerrechts im öffentlichen Interesse regulieren zu dürfen, folgt auch aus dem völkerrechtlichen Prinzip der staatlichen Souveränität.¹⁵ Wie weit diese staatlichen „police powers“, wie das Regulierungsrecht in Verbindung mit Enteignungen häufig genannt wird, im Einzelfall gehen und wie diese gegenüber den Rechten des Investors abzuwägen sind, ist oft umstritten, gerade auch im Bereich von Kapitalmarktinvestitionen.

Auch die prozessualen Vorgaben können je nach Abkommen unterschiedlich ausgestaltet sein. Die meisten Abkommen bieten den Investoren die bereits erwähnte Möglichkeit, ihre Ansprüche vor einem Schiedsgericht geltend zu

¹² Allgemein zum „regulatory chill“-Effekt Horn/Norbäck, 26 ff.

¹³ Baltag, 394 f.; Levashova, 24 ff. mit Beispielen u.a. aus Investitionsschutzabkommen und Schiedssprüchen.

¹⁴ Siehe z.B. Art. 8.9.1 und 2 des europäisch-kanadischen Wirtschafts- und Handelsabkommens: „1. For the purpose of this Chapter [Investment], the Parties reaffirm their right to regulate within their territories to achieve legitimate policy objectives, such as the protection of public health, safety, the environment or public morals, social or consumer protection or the promotion and protection of cultural diversity. 2. For greater certainty, the mere fact that a Party regulates, including through a modification to its laws, in a manner which negatively affects an investment or interferes with an investor’s expectations, including its expectations of profits, does not amount to a breach of an obligation under this Section.“ Das Abkommen wurde zwar bereits unterschrieben, ist aber noch im mitgliedstaatlichen Ratifizierungsprozess. Für eine Übersicht über den Prozess siehe <<https://www.consilium.europa.eu/en/documents-publications/treaties-agreements/agreement/?id=2016017>>. Die EU wendet Teile des Abkommens vorübergehend an, nicht jedoch die genannten Artikel des Abkommens, siehe Mitteilung über die vorläufige Anwendung des umfassenden Wirtschafts- und Handelsabkommens (CETA) zwischen Kanada einerseits und der Europäischen Union und ihren Mitgliedsstaaten andererseits, abrufbar unter <[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:22017X0916\(02\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:22017X0916(02))>.

¹⁵ Levashova, 25; *Saluka Investments B.V. v. The Czech Republic*, Partial Award vom 17. März 2006, Rz. 255: „It is now established in international law that States are not liable to pay compensation to a foreign investor when, in the normal exercise of their regulatory powers, they adopt in a non-discriminatory manner *bona fide* regulations that are aimed at the general welfare.“

machen. Dies geschieht entweder dadurch, dass das Investitionsschutzabkommen die Grundzüge eines solchen Schiedsverfahrens selbst regelt oder, was häufig vorkommt, indem auf anerkannte Schiedsregeln etwa von Schiedsinstitutionen verwiesen wird. Teilweise bieten die Abkommen den Investoren auch eine Wahlmöglichkeit. So heisst es etwa in Artikel 11 Abs. 2 des Freihandelsabkommens zwischen der Volksrepublik China und der Schweiz:

„If these consultations¹⁶ do not result in a solution within six months from the date of the written request for consultations, the investor may submit the dispute either to the courts or the administrative tribunals of the Contracting Party in whose territory the investment has been made or to international arbitration. In the latter event the investor has the choice between either of the following:

(a) the International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID) provided for by the Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of other States, opened for signature at Washington, on March 18, 1965; or

(b) an ad hoc-arbitral tribunal which, unless otherwise agreed upon by the parties to the dispute, shall be established under the arbitration rules of the United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL).“

Eine wichtige Schiedsinstitution der Investitionsschiedsgerichtsbarkeit ist das Internationale Zentrum zur Beilegung von Investitionsstreitigkeiten (International Centre for Settlement of Investment Disputes („**ICSID**“)), welches der Weltbankgruppe angehört. ICSID wurde im Rahmen der „Konvention über die Beilegung von Investitionsstreitigkeiten zwischen Staaten und Staatsbürgern anderer Länder“ („**ICSID-Konvention**“ oder „Washington-Konvention“) begründet. Die Konvention trat am 14. Oktober 1966 in Kraft und hat aktuell 158 Vertragsstaaten.

Investitionsschiedsverfahren unterscheiden sich von staatlichen Gerichtsverfahren in einigen wichtigen Punkten. Nicht jedes Schiedsverfahren ist gleich ausgestaltet, doch weisen die meisten Investitionsschiedsverfahren bestimmte Gemeinsamkeiten auf:

So besteht ein Investitionsschiedsgericht aus zumeist drei Schiedsrichtern, wobei zwei der Schiedsrichter üblicherweise von den Parteien ernannt werden. Als Schiedsrichter können daher auch solche Personen ausgewählt werden, die auf dem einschlägigen Fachgebiet – etwa dem Kapitalmarktrecht – über eine besondere Expertise verfügen.

¹⁶ Absatz 1 sieht vor, dass zur Konfliktlösung zunächst Konsultationen zwischen den Parteien stattfinden.

Schiedsverfahren unterliegen meist bestimmten Vertraulichkeitsvorgaben. Während bei staatlichen Gerichtsverfahren beispielsweise die mündliche Verhandlung grundsätzlich öffentlich zugänglich ist und das Urteil (in anonymisierter Form) veröffentlicht wird, solange keine zwingenden Gründe dagegensprechen, ist dies bei Schiedsverfahren nur bedingt der Fall.¹⁷ Es ist allerdings in diesem Zusammenhang zwischen den hier relevanten Investitionsschiedsverfahren und den sog. Handelsschiedsverfahren zu unterscheiden.¹⁸ Während Handelsschiedsverfahren grundsätzlich vertraulich sind, ist bei Investitionsschiedsverfahren die Vertraulichkeit oft erheblich eingeschränkt.¹⁹ Dies liegt auch daran, dass an letzteren immer Staaten als beklagte Parteien beteiligt sind und grundsätzlich ein grösseres öffentliches Interesse bestehen kann, über das Verfahren informiert zu werden.²⁰ Zwar ist auch bei Investitionsschiedsverfahren die mündliche Verhandlung in vielen Fällen nicht öffentlich,²¹ aber oft werden die Grunddaten (wie etwa Namen der Parteien, der Schiedsrichter und der anderweitig Beteiligten), wichtige Verfahrensschritte, wichtige Entscheidungen des Schiedsgerichts sowie das Endurteil selbst (oftmals frei zugänglich) veröffentlicht.²²

Charakteristisch für ein Schiedsverfahren ist auch, dass die Schiedsrichter wie staatliche Richter bei Gericht final über einen Rechtsstreit entscheiden. Schiedssprüche und Urteile unterscheiden sich dabei insbesondere in zwei-

¹⁷ Kritiker beanstanden im Zusammenhang mit Investitionsschiedsverfahren oft, dass Verhandlungen „hinter verschlossenen Türen“ stattfinden, siehe z.B. Pinzler/Uchatius/Kohleberg. Dabei wird allerdings oft übersehen, dass die bei Handelsschiedsverfahren übliche Vertraulichkeit bei Investitionsschiedsverfahren, wie sogleich dargestellt, mittlerweile nur noch beschränkt Anwendung findet. Für eine umfassendere Auseinandersetzung mit den Hauptkritikpunkten am System des Investitionsschutzrechts siehe Alvarez et al., 1 f. Es gibt einige Initiativen, die sich dieser Kritik widmen und Reformen anstreben, wie etwa die Kommission der Vereinten Nationen für internationales Handelsrecht (UNCITRAL), dessen „Working Group III“ sich seit 2017 mit verschiedenen Reformbestrebungen beschäftigt. Siehe <https://uncitral.un.org/en/working_groups/3/investor-state>.

¹⁸ Handelsschiedsverfahren sind solche, die etwa die zivilrechtliche Auseinandersetzung zwischen zwei Unternehmen betreffen. Für einen Überblick zur Vertraulichkeit in Handelsschiedsverfahren, siehe Born, *International Commercial Arbitration*, Kapitel 20.

¹⁹ Born, *International Arbitration*, 239.

²⁰ Die Abgrenzung ist allerdings nicht immer trennscharf: so können auch bei Handelsschiedsverfahren Staaten beteiligt und öffentliche Interessen relevant sein. Siehe Born, *International Commercial Arbitration*, Kapitel 20.11.B.

²¹ Ein Blick auf den YouTube-Kanal des ICSID zeigt jedoch, dass mittlerweile auch einige Verhandlungen (in der Regel mit zeitlichem Verzug) ins Internet übertragen und auch permanent dort gespeichert werden.

²² Abrufbar sind diese etwa auf den Datenbanken des ICSID selbst (<<https://icsid.world-bank.org/cases/case-database>>), von JusMundi (<<https://jusmundi.com/en>>) oder von italaw (<<https://italaw.com/>>). Für einen Überblick über die Entwicklung hin zu einer grösseren Transparenz bei Investitionsschiedsverfahren siehe Menaker/Hellbeck, 183.

erlei Hinsicht: Anders als in staatlichen Verfahren, gibt es grundsätzlich keine Berufungsinstanz für Schiedsverfahren.²³ Schiedssprüche können nur sehr begrenzt angegriffen werden, etwa weil das Schiedsgericht gar nicht befugt war, über den Rechtsstreit zu entscheiden, oder eines der Mitglieder des Schiedsgerichts korrupt war.²⁴ Insbesondere gibt es im Allgemeinen keine inhaltliche Überprüfung des Schiedsspruchs. Ein weiterer wesentlicher Unterschied ist, dass Schiedssprüche einfacher international vollstreckt werden können als staatliche Urteile. So bestimmt etwa für Schiedsverfahren nach der ICSID-Konvention Artikel 54 Abs. 1 S. 1, dass jeder Vertragsstaat „jeden im Rahmen dieses Übereinkommens erlassenen Schiedsspruch als bindend an[erkennt] und [...] für die Vollstreckung der darin auferlegten finanziellen Verpflichtungen in seinem Hoheitsgebiet [sorgt], als handle es sich um ein rechtskräftiges Urteil eines seiner innerstaatlichen Gerichte.“²⁵ Ähnlich verhält es sich mit Schiedssprüchen, die nicht der ICSID-Konvention unterfallen, da diese in der Regel dem Übereinkommen über die Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Schiedssprüche vom 10. Juni 1958 („**New-York-Konvention**“) unterfallen, das aktuell 172 Vertragsstaaten hat.²⁶ Nach Artikel III der New-York-Konvention erkennt „[j]eder Vertragsstaat [...] Schiedssprüche als wirksam an und lässt sie nach den Verfahrensvorschriften des Hoheitsgebietes, in dem der Schiedsspruch geltend gemacht wird, zur Vollstreckung zu, sofern die in den folgenden Artikeln festgelegten Voraussetzungen gegeben sind.“²⁷ Die erwähnten Gründe, eine Vollstreckung abzulehnen, finden sich in Artikel V der New-York-Konvention und sind vergleichbar mit den Aufhebungsgründen gemäss der ICSID-Konvention (wenn auch etwas weitläufiger).²⁸

²³ Allgemein zu Berufungsinstanzen in Investitionsschutzverfahren Jaime, 137 ff.

²⁴ Siehe z.B. Artikel 52 der ICSID-Konvention, der abschliessend auflistet, dass ein Schiedsspruch nur aufgehoben werden kann, wenn das Schiedsgericht nicht ordnungsgemäss gebildet wurde, das Schiedsgericht offensichtlich seine Befugnisse überschritten hat, ein Mitglied des Schiedsgerichts bestochen wurde, eine schwerwiegende Abweichung von einer grundlegenden Verfahrensvorschrift vorliegt oder der Schiedsspruch nicht begründet wurde.

²⁵ Übersetzung aus dem Bundesgesetzblatt, Jg 1969, Teil II, 388; in der englischsprachigen offiziellen Sprachfassung heisst es gleichermaßen: „Each Contracting State shall recognize an award rendered pursuant to this Convention as binding and enforce the pecuniary obligations imposed by that award within its territories as if it were a final judgment of a court in that State.“

²⁶ <<https://www.newyorkconvention.org/contracting-states/contracting-states>>.

²⁷ Inoffizielle Übersetzung, die auf der Website der New York Convention bereitgestellt wird, <https://www.newyorkconvention.org/media/uploads/pdf/2/7/27_german-translation-of-the-new-york-convention.pdf>.

²⁸ Nach obiger inoffizieller Übersetzung lautet Artikel V der Konvention wie folgt: „(1) Die Anerkennung und Vollstreckung des Schiedsspruches darf auf Antrag der Partei, gegen die er geltend gemacht wird, nur versagt werden, wenn diese Partei der zuständigen Behörde des Landes, in dem die Anerkennung und Vollstreckung nachgesucht wird, den Beweis er-

Für Investitionen eines europäischen Investors im EU-Raum ist zu beachten, dass der EuGH in seinem *Achmea*-Urteil Schiedsklauseln in Investitionsschutzabkommen zwischen EU-Mitgliedsstaaten als EU-rechtswidrig angesehen hat, da solche Schiedsklauseln die Autonomie des EU-Rechts beeinträchtigen würden.²⁹ Auf diese Rechtsprechung und ihre Konsequenzen kann im Rahmen dieses Beitrages nicht weiter eingegangen werden.³⁰

Zusammenfassend sind Investitionsschutzabkommen für ausländische Staatsbürger und Unternehmen interessant, weil sie unter Umständen einen anderen und besseren Schutz bieten können als das nationale Recht und die staatliche Gerichtsbarkeit des Gaststaates.

bringt, a) dass die Parteien, die eine Vereinbarung im Sinne des Artikels II geschlossen haben, nach dem Recht, das für sie persönlich massgebend ist, in irgendeiner Hinsicht hierzu nicht fähig waren, oder dass die Vereinbarung nach dem Recht, dem die Parteien sie unterstellt haben, oder, falls die Parteien hierüber nichts bestimmt haben, nach dem Recht des Landes, in dem der Schiedsspruch ergangen ist, ungültig ist, oder b) dass die Partei, gegen die der Schiedsspruch geltend gemacht wird, von der Bestellung des Schiedsrichters oder von dem schiedsrichterlichen Verfahren nicht gehörig in Kenntnis gesetzt worden ist oder dass sie aus einem anderen Grund ihre Angriffs- oder Verteidigungsmittel nicht hat geltend machen können, oder c) dass der Schiedsspruch eine Streitigkeit betrifft, die in der Schiedsabrede nicht erwähnt ist oder nicht unter die Bestimmungen der Schiedsklausel fällt, oder dass er Entscheidungen enthält, welche die Grenzen der Schiedsabrede oder der Schiedsklausel überschreiten; kann jedoch der Teil des Schiedsspruches, der sich auf Streitpunkte bezieht, die dem schiedsrichterlichen Verfahren unterworfen waren, von dem Teil, der Streitpunkte betrifft, die ihm nicht unterworfen waren, getrennt werden, so kann der erstgenannte Teil des Schiedsspruches anerkannt und vollstreckt werden, oder d) dass die Bildung des Schiedsgerichtes oder das schiedsrichterliche Verfahren der Vereinbarung der Parteien oder mangels einer solchen Vereinbarung, dem Recht des Landes, in dem das schiedsrichterliche Verfahren stattfand, nicht entsprochen hat, oder e) dass der Schiedsspruch für die Parteien noch nicht verbindlich geworden ist oder dass er von einer zuständigen Behörde des Landes, in dem oder nach dessen Recht er ergangen ist, aufgehoben oder in seinen Wirkungen einstweilen gehemmt worden ist. (2) Die Anerkennung und Vollstreckung eines Schiedsspruches darf auch versagt werden, wenn die zuständige Behörde des Landes, in dem die Anerkennung und Vollstreckung nachgesucht wird, feststellt, a) dass der Gegenstand des Streites nach dem Recht dieses Landes nicht auf schiedsrichterlichem Wege geregelt werden kann, oder b) dass die Anerkennung oder Vollstreckung des Schiedsspruches der öffentlichen Ordnung dieses Landes widersprechen würde.“

²⁹ EuGH, Urteil vom 6. März 2018 in der Rechtssache C-284/16, ECLI:EU:C:2018:158 – *Achmea*; vereinfacht liegt dies für den EuGH daran, dass die einheitliche Anwendung und Auslegung des Unionsrechts durch Investitionsschiedsgerichte nicht gewährleistet werden könne, da sie anders als nationale Gerichte weder vorlageberechtigt noch vorlageverpflichtet seien. Da Schiedsprüche grundsätzlich auch nicht durch nationale Gerichte inhaltlich überprüft werden, könne auch über diesen Umweg nicht die einheitliche Anwendung und Auslegung des Unionsrechts sichergestellt werden.

³⁰ Siehe hierzu z.B. Stanič, 143 ff.; Carlevaris, 59 ff. Spezifisch zu den Auswirkungen der EuGH-Rechtsprechung auf Schiedsverfahren mit Sitz in der Schweiz siehe Gallego/Ray, 61 ff.; Voser/Nessi, 115 ff.

III. Kapitalmarktinvestitionen und staatliche Intervention

Auch Investitionen auf dem Kapitalmarkt kommen nicht selten aus dem Ausland. Gleichzeitig handelt es sich beim Kapitalmarkt um einen stark regulierten Bereich, bei dem staatliche Akteure, wie etwa Finanzaufsichten, eine wichtige und aktive Rolle spielen. Ein Beispiel aus der näheren Vergangenheit, in dem Kapitalmarktinvestitionen (auch) durch staatliches Handeln beeinträchtigt wurden, ist die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS in der Schweiz. Es stellt sich die Frage, inwieweit auch Kapitalmarktinvestoren sich auf den Schutz von Investitionsschutzabkommen berufen können und welche Gesichtspunkte des Investitionsschutzrechts speziell bei Kapitalmarktinvestoren relevant werden können. Dies soll am Beispiel Credit Suisse im Folgenden näher beleuchtet werden. In stark vereinfachter Form handelt es sich dabei um folgenden Sachverhalt:

Nach der Finanzkrise haben einige Banken, darunter auch die Credit Suisse, sogenannte Additional-Tier-1-Bonds („**AT1-Bonds**“), auch bekannt als Contingent Convertible Bonds/CoCos, herausgegeben. Diese sind eine Sonderform von Pflichtwandelanleihen. Pflichtwandelanleihen zeichnen sich dadurch aus, dass sich die Anleihen (Fremdkapital) am Ende der Laufzeit der Anleihe in Aktien des Emittenten (Eigenkapital) umwandeln.³¹ Das Besondere an AT1-Bonds ist wiederum, dass die Umwandlung oder – je nachdem wie das Instrument ausgestaltet ist – sogar eine (teilweise) Abschreibung bei Eintreten einer bestimmten Bedingung (einem sogenannten „Trigger“ oder „**Viability Event**“) erfolgt.³² Im Falle der von der Credit Suisse herausgegebenen AT1-Bonds setzte ein Viability Event – vereinfacht dargestellt – voraus, dass die Aufsichtsbehörde entweder feststellt, dass eine Abschreibung unerlässlich ist, um zu verhindern, dass die Credit Suisse zahlungsunfähig wird oder ihre Geschäftsfähigkeit einstellt, oder dass die Credit Suisse eine ausserordentliche Unterstützung durch den öffentlichen Sektor erhält.³³

³¹ Eschwey, 20.

³² Botschaft des Bundesrates vom 20. April 2011 zur Änderung des Bankengesetzes, BBl 2011, 4717, 4719, 4728 mit Fn. 4; Weitz, 1. Siehe auch Eschwey, 22, der dem Begriffsverständnis nicht folgt, aber auch anmerkt, dass selbst reine „Write-Off Bonds“ häufig als Contingent Convertible Bonds aufgefasst werden.

³³ Eidenmüller/Paz Valbuena; im Detail wird ein Viability Event in Klausel 7.a.iii der Geschäftsbedingungen wie folgt beschrieben: „As used in these conditions, a ‚Viability Event‘ means that either: (A) the Regulator has notified CSG [Credit Suisse Group] that it has determined that a write-down of the Notes, together with the conversion or write down/off of holders' claims in respect of any and all other Going Concern Capital Instruments, Tier 1 Instruments and Tier 2 Instruments that, pursuant to their terms or by operation of law, are capable of being converted into equity or written down/off at that time, is, because customary measures to improve CSG's capital adequacy are at the time inadequate or unfeasible

AT1-Bonds erlauben Banken, den im Zuge der Finanzkrise von 2008 erhöhten quantitativen und qualitativen Kapitalanforderungen an sie nachzukommen und gleichzeitig eine gewisse Flexibilität in ihrer Kapitalstruktur beizubehalten. Im Gegenzug zu dem bekannten erhöhten Risiko von AT1-Bonds für Anleger werden diese durch eine höhere Rendite kompensiert, um sie zu entsprechenden Investitionen zu motivieren.³⁴

Die konkreten Geschehnisse, die hier, wie erläutert, stark vereinfacht sind und allein als Beispiel dienen sollen, haben sich in einem relativ kurzen Zeitraum von etwa einem Monat abgespielt: Am 9. Februar 2023 gab die Credit Suisse ihren bisher grössten finanziellen Verlust in Höhe von 1,5 Milliarden USD bekannt.³⁵ Der Vorsitzende der Saudi National Bank, dem grössten Aktionär der Credit Suisse, antwortete am 15. März in einem Interview auf die Frage, ob die Saudi National Bank, falls erforderlich, für eine weitere Unterstützung der Credit Suisse über einen bestimmten Schwellenwert hinaus bereit wäre, mit „absolutely not“.³⁶ Infolge kam es zu einem Kurssturz bei der Credit Suisse. Noch am selben Tag gaben die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht („FINMA“) und die Schweizer Nationalbank eine Pressemitteilung heraus, in der sie bestätigten, dass die Credit Suisse die Kapital- und Liquiditätsvoraussetzungen, denen systemrelevante Banken unterliegen, erfülle und dass notfalls die Nationalbank die Credit Suisse mit Liquidität unterstützen würde.³⁷ Am 16. März kam es zu einer entsprechenden Unterstützung durch die Nationalbank in Höhe von 54 Milliarden USD.³⁸ Am 19. März wurde dann die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS bekanntgegeben. Teil des Übernahmepaketes waren u.a. eine Verlustübernahmegarantie der Schweiz an die UBS im Umfang von 9 Milliarden Franken, eine staatliche Garantie zur Absicherung von Liquiditätshilfedarlehen an die Credit Suisse im Umfang von 100 Milliarden Fran-

ble, an essential requirement to prevent CSG from becoming insolvent, bankrupt or unable to pay a material part of its debts as they fall due, or from ceasing to carry on its business; or (B) customary measures to improve CSG's capital adequacy being at the time inadequate or unfeasible, CSG has received an irrevocable commitment of extraordinary support from the Public Sector (beyond customary transactions and arrangements in the ordinary course) that has, or imminently will have, the effect of improving CSG's capital adequacy and without which, in the determination of the Regulator, CSG would have become insolvent, bankrupt, unable to pay a material part of its debts as they fall due or unable to carry on its business.“ (zitiert nach Stewart et al., 295).

³⁴ Gohling, 46.

³⁵ Stewart et al., 294.

³⁶ Interview mit Bloomberg, ab Minute 2:13, abrufbar unter <<https://www.bloomberg.com/news/videos/2023-03-15/saudi-national-bank-chairman-on-fed-svb-credit-suisse-video>>.

³⁷ Medienmitteilung der FINMA vom 15. März 2023, abrufbar unter <<https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230315-mm-statement/>>.

³⁸ Stewart et al., 294.

ken und die vollständige Abschreibung der AT1-Bonds in Höhe von 16 Milliarden Franken, die diese Anleihen wertlos machte.³⁹ Zu dieser Abschreibung wurde die Credit Suisse von der FINMA angewiesen,⁴⁰ die wiederum hierzu durch eine Notverordnung des Bundesrates vom 19. März ermächtigt wurde.⁴¹ Eine Entschädigung gab es für die Inhaber der AT1-Bonds nicht. Die Credit Suisse Aktionäre erhielten UBS-Aktien im Wert von 3,25 Milliarden US-Dollar.⁴²

Einige AT1-Bondholder haben aufgrund der Abschreibung Klage vor Schweizer Gerichten erhoben.⁴³ Darüber hinaus sind nach Pressemitteilungen wohl auch von ausländischen Investoren Schiedsklagen gegen die Schweiz auf Grundlage von Investitionsschutzabkommen in Vorbereitung.⁴⁴ Im Folgenden sollen einige der interessanten und oft auch komplexen Fragen aufgegriffen werden, die sich hinsichtlich solcher potentiellen Verfahren – und allgemein bezüglich des investitionsrechtlichen Schutzes von Kapitalmarktinvestitionen – stellen könnten. Mit diesem Beitrag wird hingegen keine auch nur grobe Einschätzung oder Bewertung gegeben, ob AT1-Bond-Anlegern Ansprüche gegen die Schweiz zustehen könnten.

³⁹ Medienmitteilung der FINMA vom 19. März 2023, abrufbar unter <<https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230319-mm-cs-ubs/>>; Pressemitteilung des Schweizer Bundesrates vom 19. März 2023, abrufbar unter <<https://www.admin.ch/gov/en/start/documentation/media-releases.msg-id-93793.html>>.

⁴⁰ Medienmitteilung der FINMA vom 23. März 2023 über die Grundlagen für Abschreibung von AT1-Kapitalinstrumenten, abrufbar unter <<https://www.finma.ch/news/2023/03/20230323-mm-at1-kapitalinstrumente/>>.

⁴¹ Siehe Art. 5a der Verordnung vom 16. März 2023 über zusätzliche Liquiditätshilfe-Darlehen und die Gewährung von Ausfallgarantien des Bundes für Liquiditätshilfe-Darlehen der Schweizerischen Nationalbank an systemrelevante Banken („Im Zeitpunkt der Kreditbewilligung nach Artikel 5 kann die FINMA gegenüber der Darlehensnehmerin und der Finanzgruppe anordnen, zusätzliches Kernkapital abzuschreiben.“), abrufbar unter <<https://www.fedlex.admin.ch/filestore/fedlex.data.admin.ch/eli/cc/2023/135/20230319/de/pdf-a/fedlex-data-admin-ch-eli-cc-2023-135-20230319-de-pdf-a-1.pdf>>.

⁴² Eidenmüller/Paz Valbuena.

⁴³ Lindemann/Serex.

⁴⁴ Siehe z.B. GAR, Clyde&Co Prepares Treaty Claims Over Credit Swiss, 26. März 2024, abrufbar unter <<https://globalarbitrationreview.com/article/clyde-co-prepares-treaty-claims-over-credit-suisse>>.

IV. Ausgewählte Fragestellungen bezüglich des investitionsrechtlichen Schutzes von Kapitalmarktinvestitionen

I. Definition von Investor und Investition

Auf die Schutzstandards eines Investitionsschutzabkommens können sich nur Investoren aus dem Heimatstaat berufen, die eine Investition im Gaststaat getätigt haben. Wer Investor und was eine Investition sind, wird in der Regel in dem anwendbaren Investitionsschutzabkommen definiert.

Ein Investor kann üblicherweise jede natürliche oder juristische Person aus dem Heimatstaat sein. Für natürliche Personen bestimmt sich die Herkunft in der Regel nach der Staatsbürgerschaft,⁴⁵ während für juristische Personen oftmals – sei es allein oder in Kombination – entscheidend ist, ob sie ihren Hauptsitz im Heimatstaat haben, nach dem Recht des Heimatstaates gegründet wurden und/oder welche Staatsangehörigkeit diejenigen Personen haben, die die juristische Person kontrollieren.⁴⁶ Gerade bei juristischen Personen können die Anforderungen zwischen den Investitionsschutzabkommen durchaus unterschiedlich sein und auch auf weitere Kriterien wie eine tatsächliche Geschäftstätigkeit im Heimatstaat abstellen.⁴⁷ Schwierigkeiten bei der Bestimmung der Herkunft können zum Beispiel bei einer Mehrstaatigkeit von Investoren auftreten, etwa wenn ein Investor als natürliche Person Staatsangehöriger des Heimatstaates und des Gaststaates ist, oder wenn nur eine „shell company“ im Heimatstaat ihren Sitz hat.

Auch die Definition der Investition wird in vielen Abkommen eher weit gehalten und kann auch Kapitalmarktinvestitionen umfassen. Oft wird „every kind of asset“⁴⁸ aufgeführt. Grundsätzlich setzt eine Investition den Beitrag von Vermögenswerten materieller oder immaterieller Art zur wirtschaftlichen Entwicklung des Gaststaates, die Dauerhaftigkeit dieses Beitrages und ein da-

⁴⁵ Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 60 ff; McLachlan/Shore/Weiniger, 157.

⁴⁶ Perkams, 638 f.; McLachlan/Shore/Weiniger, 157.

⁴⁷ Siehe z.B. Art. 1(2) Schweiz-China Investitionsschutzabkommen: „The term ‚investor‘ refers with regard to either Contracting Party to: (a) Natural persons who, according to the law of that Contracting Party, are considered to be its nationals; (b) Legal entities, including companies, corporations, business associations and other organisations, which are constituted or otherwise duly organised under the law of that Contracting Party and have their seat, together with real economic activities, in the territory of the same Contracting Party; (c) Legal entities established under the law of a third State but effectively controlled by natural persons as defined in (a) above or by legal entities as defined in (b) above.“

⁴⁸ Siehe z.B. Art. 1(1) Schweiz-China Investitionsschutzabkommen; Art. 1(1) Schweiz-Turkmenistan Investitionsschutzabkommen.

mit verbundenes Risiko voraus.⁴⁹ Teilweise werden Bonds ausdrücklich als Beispiele für Investitionen aufgelistet.⁵⁰

2. FET-Standard

Bei dem FET-Standard handelt es sich wohl um den am häufigsten geltend gemachten investitionsrechtlichen Schutzstandard.⁵¹ Dies liegt nicht zuletzt auch daran, dass die gängigen Formulierungen in Investitionsschutzabkommen begrifflich sehr weit gefasst sind.⁵² „Fair and Equitable Treatment“ erfordert üblicherweise Konsistenz, Transparenz, Fairness und Verhältnismässigkeit des staatlichen Handelns. Untersagt sind somit willkürliches und diskriminierendes Handeln.⁵³ Durch das Erfordernis des konsistenten und transparenten Handelns werden insbesondere auch die berechtigten Erwartungen des Investors geschützt.⁵⁴ Dies gibt dem Standard auch den Namen „Vertrauensstandard“.

⁴⁹ Vgl. McLachlan/Shore/Weiniger, 261 f.; vgl. auch Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 91 ff.

⁵⁰ Siehe z.B. Art. 37(X)(b) EFTA-Singapur Freihandelsabkommen.

⁵¹ Salacuse, 290; Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 186.

⁵² Sabahi/Rubins/Wallace, 642. Siehe z.B. Art. 4 Abs. 1 Schweiz-China Investitionsschutzabkommen: „Investments and returns of investors of each Contracting Party shall at all times be accorded fair and equitable treatment and shall enjoy full protection and security in the territory of the other Contracting Party. Neither Contracting Party shall in any way impair by unreasonable or discriminatory measures the management, maintenance, use, enjoyment, extension or disposal of such investments.“

⁵³ Sabahi/Rubins/Wallace, 643 ff. Siehe auch Jacob/Schill, 719 ff., die sieben nicht-abschliessende Merkmale auflisten, um den Standard in der Praxis handhabbarer zu machen: (i) der Grundsatz der Rechtmässigkeit, (ii) ein ordnungsgemässes Verwaltungsverfahren, (iii) der Vertrauensschutz, (iv) das Erfordernis der Stabilität, der Vorhersehbarkeit und der Kohärenz des Rechtsrahmens, (v) die Nichtdiskriminierung, (vi) die Transparenz sowie (vii) die Grundsätze der Angemessenheit und der Verhältnismässigkeit.

⁵⁴ Einer der ersten Schiedssprüche, die auf die berechtigten Interessen abgestellt haben, erging in einem Verfahren zwischen Tecmed und Mexiko. Das Schiedsgericht hielt fest: „The Arbitral Tribunal considers that this provision of the Agreement, in light of the good faith principle established by international law, requires the Contracting Parties to provide to international investments treatment that does not affect the basic expectations that were taken into account by the foreign investor to make the investment. The foreign investor expects the host State to act in a consistent manner, free from ambiguity and totally transparently in its relations with the foreign investor, so that it may know beforehand any and all rules and regulations that will govern its investments, as well as the goals of the relevant policies and administrative practices or directives, to be able to plan its investment and comply with such regulations. Any and all State actions conforming to such criteria should relate not only to the guidelines, directives or requirements issued, or the resolutions approved thereunder, but also to the goals underlying such regulations. The foreign investor also expects the host State to act consistently, i.e. without arbitrarily revoking any preexisting decisions or permits issued by the State that were relied upon by the investor to assume its commitments as well as to plan and launch its commercial and business activities.“ (ICSID-Schiedsgericht, *Técnicas Medioambientales Tecmed, S.A. v. The United Mexican Sta-*

Gleich mehrere Aspekte in Verbindung mit Kapitalmarktinvestitionen, vor allem bei Instrumenten mit erhöhtem Verlustrisiko, können hier Fragen aufwerfen. Insbesondere die Beurteilung, ob eine berechnete Erwartung des Investors vorlag, kann dabei relevant werden.

Nimmt man etwa die Credit-Suisse-Ereignisse als Beispiel, wird diskutiert, ob die gemeinsame Pressemitteilung der Nationalbank und der FINMA, dass die Nationalbank im Zweifelsfall Liquidität zur Verfügung stellen wird, eine etwaige berechnete Erwartung bestätigt haben könnte, dass es nicht zu einer Übernahme und/oder einer kompletten Abschreibung der AT1-Bonds kommen würde.⁵⁵ Auch wird aufgeworfen, ob es eine berechnete Erwartung der Investoren gab, dass ihre Bonds nur dann in Eigenkapital umgewandelt oder abgeschrieben werden, wenn ein Viability Event vorliegt. Ob ein solches Viability Event vorlag, wird wiederum auch unterschiedlich bewertet.⁵⁶ Des Weiteren könnte unter Umständen zu beachten sein, dass es sich bei AT1-Bonds generell um Instrumente mit erhöhtem Verlustrisiko gehandelt hat, bei denen (in bestimmten Situationen) eine Abschreibung grundsätzlich möglich ist.

In diesem Zusammenhang wird auch diskutiert, ob es eine Rolle spielt, dass die Aktionäre der Credit Suisse im Zuge der Übernahme entschädigt wurden, während dies für die Anleger der AT1-Bonds nicht der Fall war, obwohl üblicherweise die Gläubigerhierarchie vorsieht, dass Anleger vor Aktionären befriedigt werden.⁵⁷ Dies ergibt sich etwa aus Art. 19 S. 1 der Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung der Banken und Wertpapierhäuser, der besagt, dass Kapitalbestandteile Verluste nach folgenden Grundsätzen tragen: „Hartes Kernkapital trägt Verluste vor dem zusätzlichen Kernkapital. Zusätzliches Kernkapital trägt Verluste vor dem Ergänzungskapital.“

Im Rahmen der legitimen Erwartungen des Investors kann auch berücksichtigt werden, inwiefern er erwarten konnte, dass der Staat nicht oder nicht wie er-

tes, ICSID Case No. ARB (AF)/00/2, Final Award vom 29. Mai 2003, Rz. 154); siehe allgemein Sabahi/Rubins/Wallace, 643 ff.

⁵⁵ Stewart et al., 297.

⁵⁶ Wohl dafür Eidenmüller/Paz Valbuena; zweifelnd Lindemann/Serex. Die FINMA selbst führt in ihrer Information über die Grundlagen für Abschreibung von AT1-Kapitalinstrumenten vom 23. März 2023 u.a. aus, dass „[d]ie von der Credit Suisse ausgegebenen AT1-Instrumente [...] vertraglich vor[sehen], dass sie im Falle eines Trigger-Ereignisses (Viability Event), insbesondere bei der Gewährung ausserordentlicher staatlicher Unterstützung, vollständig abgeschrieben werden. Da die Credit Suisse am 19. März 2023 ausserordentliche Liquiditätshilfe-Darlehen, die mit einer Ausfallgarantie des Bundes gesichert sind, gewährt bekam, waren diese vertraglichen Bedingungen für die von der Bank ausgegebenen AT1-Instrumente erfüllt.“ Abrufbar unter <<https://www.finma.ch/de/news/2023/03/20230323-mm-at1-kapitalinstrumente/>>.

⁵⁷ Stewart et al., 297.

folgt von seinem – eingangs angesprochenen – Regulierungsrecht Gebrauch machen wird.⁵⁸ Denn trotz der Garantie des Schutzes unter dem FET-Standard verliert der Staat dieses Recht als Souverän nicht.⁵⁹ Allerdings ist dieses Recht nicht absolut.⁶⁰ So muss der Staat gewisse Voraussetzungen bei der Ausübung seiner regulatorischen Rechte beachten, wie z.B. die Legitimität des verfolgten Zieles oder die Angemessenheit, Verhältnismässigkeit und Transparenz seines Handelns.⁶¹ Als legitimes Ziel wird z.B. diskutiert, die Credit Suisse vor der Insolvenz schützen zu wollen, welche unter Umständen schwerwiegende Folgen für den Finanzmarkt und daher das Gemeinwohl hätte haben können. Gerade bei Kapitalmarktinvestitionen wird nicht selten von staatlicher Seite das Argument vorgebracht, dass sich ohne staatliche Massnahme erhebliche negative Auswirkungen auf die Wirtschaft ergeben hätten, so beispielsweise im Verfahren von zahlreichen Anleihehabern gegen Zypern im Zusammenhang mit Massnahmen während der zyprischen Finanzkrise.⁶² Zu beachten ist dann jeweils auch, inwiefern die Massnahme verhältnismässig war, insbesondere ob

⁵⁸ Levashova, 246 ff., 113 ff.

⁵⁹ ICSID-Schiedsgericht, *Addiko Bank AG v. Montenegro*, ICSID Case No. ARB/17/35, Award vom 24. November 2021, Rz. 559 („A State’s right to regulate/legislate is an important aspect of its sovereignty and the inclusion of the FET standard in a treaty does not eliminate this right.”); ICSID-Schiedsgericht, *Philip Morris Brand Sàrl (Switzerland), Philip Morris Products S.A. (Switzerland) and Abal Hermanos S.A. (Uruguay) v. Oriental Republic of Uruguay*, ICSID Case No. ARB/10/7, Award vom 8. Juli 2016, Rz. 422 („It is common ground in the decisions of more recent investment tribunals that the requirements of legitimate expectations and legal stability as manifestations of the FET standard do not affect the State’s rights to exercise its sovereign authority to legislate and to adapt its legal system to changing circumstances.“).

⁶⁰ PCA-Schiedsgericht, *WCV Capital Ventures Cyprus Limited and Channel Crossings Limited v. The Czech Republic*, PCA Case No. 2016-12, Final Award vom 26. Juli 2023, Rz. 263 („That said, the State’s sovereign right to issue laws and regulations can also be misused. International law cannot – and does not – grant a blanket exemption to all laws and regulations enacted by a State. Bona fide, non-discriminatory laws and regulations of general application, promulgated for a public purpose and in the furtherance of the general welfare, do not give rise to responsibility, even if the investment of a protected investor is affected. However, under other circumstances, legislative measures that result in dispossession or impairment of a protected investor, may constitute compensable breaches of investor protection standards.“).

⁶¹ Levashova, 251 ff.

⁶² Pressemitteilung der Beklagten in *Theodoros Adamakopoulos and others v. Republic of Cyprus*, ICSID Case No. ARB/15/49, 23. Mai 2024 („the Tribunal concluded that the measures of March 2013 were a legitimate exercise of the regulatory power of the State acting in the public interest. It confirmed the position of the Republic in the proceedings, including the explanations given by the Attorney-General of the Republic [...] that if the resolution measures were not adopted, there would have been a disorderly collapse of the banks and of the economy as a whole.“), abrufbar unter <<https://www.italaw.com/sites/default/files/case-documents/italaw181423.pdf>>.

es nicht mildere Mittel gab, das Ziel der Massnahme zu erreichen.⁶³ Diese Beurteilungen sind in hohem Masse abhängig vom konkreten Sachverhalt des jeweiligen Falles.

3. Schutz vor unrechtmässiger Enteignung

Wie der Name des Schutzstandards schon impliziert, ist eine Enteignung nicht per se verboten, sondern nur, wenn sie unrechtmässig erfolgt.⁶⁴ Um rechtmässig zu sein, muss die Enteignung in der Regel im öffentlichen Interesse erfolgen, nicht-diskriminierenden oder willkürlichen Charakter haben, ein ordnungsgemässes Verfahren durchlaufen haben und dem Enteigneten muss eine sofortige, adäquate und effektive Entschädigung gezahlt werden.⁶⁵

Dabei kann eine Enteignung sowohl direkt als auch indirekt erfolgen. Eine direkte Enteignung ist üblicherweise leicht identifizierbar, denn dem Eigentümer wird dabei durch staatlichen Hoheitsakt das Eigentum formal entzogen. Eine manchmal schwieriger einzuordnende indirekte Enteignung liegt dagegen vor, wenn dem Eigentümer die Eigentümerposition mit anderen Mitteln als durch staatlichen Enteignungsakt entzogen wird, sodass dieser zwar noch formal Eigentümer bleibt, aber die Investition in keiner sinnvollen Weise mehr nutzen kann.⁶⁶

Bei einer kompletten Abschreibung von Bonds durch staatliches Handeln könnte je nach Sachverhalt über eine indirekte Enteignung nachgedacht werden, da das Eigentum, die Bonds, durch Abschreibung nun wertlos ist. Liegt eine indirekte Enteignung vor, ist umstritten, ob diese bereits deswegen unrechtmässig sein kann, weil den Anlegern keine Entschädigung gezahlt wurde,⁶⁷ oder das Fehlen

⁶³ Vergleichbare Erwägungen scheinen auch im Verfahren *Theodoros Adamakopoulos and others v. Republic of Cyprus* relevant gewesen zu sein, siehe Pressemitteilung der Beklagten vom 23. Mai 2024 („The Tribunal further confirmed that the decision to invoke the resolution measures was a decision reached in light of an appreciation that there were no other options available and upheld the responsible action taken by the officials of the Central Bank of Cyprus in preparing for all contingencies, as well as that the Central Bank had satisfied itself that the shareholders, bondholders and depositors would not have been better off if the banks had been allowed to collapse and gone into liquidation.“), abrufbar unter <<https://www.italaw.com/sites/default/files/case-documents/italaw181423.pdf>>.

⁶⁴ Kriebaum, 962.

⁶⁵ Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 182 f.; Kriebaum, 1017.

⁶⁶ Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 153.

⁶⁷ Siehe z.B. ICSID-Schiedsgericht, *Nachingwea U.K. Limited, Ntaka Nickel Holdings Limited and Nachingwea Nickel Limited v. United Republic of Tanzania*, ICSID Case No. ARB/20/38, Award vom 14. Juli 2023, Rz. 252; PCA-Schiedsgericht, *Bank Melli Iran and Bank Saderat Iran v. Bahrain*, PCA Case No. 2017-25, Award vom 9. November 2021, Rz. 696 f.; ICSID-Schiedsgericht, *Magyar Farming Company Ltd, Kintyre Kft and Inicia Zrt v. Hungary*, ICSID Case No. ARB/17/27, Award vom 13. November 2019, Rz. 368.

einer Entschädigungszahlung allein noch nicht ausreicht, um eine Enteignung als (endgültig) unrechtmässig anzusehen.⁶⁸

Auch bei enteignenden Massnahmen ist des Weiteren relevant, ob das staatliche Handeln, ähnlich wie bei den Regulierungsrechten im Rahmen des FET-Standards, von den oben bereits beschriebenen „police powers“ des Staates gedeckt war. Es wäre also zu prüfen, ob der Staat sein Ermessen pflichtgemäss im öffentlichen Interesse ausgeübt hat. Hierzu gehören, wie bereits beschrieben, auch die nicht-diskriminierende Auswahl der Massnahme sowie deren Verhältnismässigkeit.

4. Rechtsfolge: Entschädigung oder Schadensersatz

Hinsichtlich der Schadensberechnung ist im Investitionsschutzrecht, insbesondere in Bezug auf die konkreten Berechnungsmethoden, einiges umstritten. Es haben sich jedoch generelle Grundlinien herauskristallisiert, die auch in einem Fall mit Bezug zu Kapitalmarktinvestitionen Anwendung finden können. Es muss zunächst unterschieden werden, ob es – im Falle einer (berechtigten)⁶⁹ Enteignung – einer angemessenen Entschädigung bedarf oder – in allen anderen Fällen – der Staat dem Anleger den Ersatz des vollen Schadens schuldet.

Sollte eine Entschädigung im Rahmen einer Enteignung geschuldet werden, ist in vielen Investitionsschutzabkommen bereits festgelegt, wonach sich diese richtet.⁷⁰ Sie folgt konzeptionell oftmals der sogenannten „Hull formula“, nach der die Entschädigung unverzüglich, angemessen und wirksam sein muss.⁷¹ Abkommen führen dann oftmals weiter aus, dass eine „angemessene“ Entschädigung dem Verkehrswert (fair market value) der enteigneten Investition kurz vor der enteignenden Massnahme oder deren publik werden entspricht.⁷²

⁶⁸ Siehe z.B. ICSID-Schiedsgericht, *Tidewater Investment SRL and Tidewater Caribe, C.A. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/10/5, Award vom 13. März 2015, Rz. 140 f.; ICSID-Schiedsgericht, *Mobil Cerro Negro Holding, Ltd., Mobil Cerro Negro, Ltd., Mobil Corporation and others v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/07/27, Award vom 9. Oktober 2014, Rz. 301.

⁶⁹ Zur Debatte, ob das Fehlen einer Entschädigung die Investition bereits unrechtmässig werden lässt, siehe oben, [IV.3](#).

⁷⁰ Marboe, Compensation, 683 f.; Marboe, Valuation, 1065.

⁷¹ Marboe, Valuation, 1065. Die „Hull formula“ entspringt der diplomatischen Note des US-Aussenministers Cordell Hull an den Botschafter Mexikos von 1938, abrufbar unter <https://history.state.gov/historicaldocuments/frus1938v05/d662>.

⁷² Marboe, Compensation, 683 f. Siehe z.B. Schweiz-China Investitionsschutzabkommen, Art. 6 Abs. 1: „Neither of the Contracting Parties shall take, either directly or indirectly, measures of expropriation, nationalization or any other measures having the same nature or the same effect against investments of investors of the other Contracting Party, unless the measures are taken in the public interest, on a non-discriminatory basis and provided that provisions be

Dieser Zeitpunkt ist nicht immer einfach zu bestimmen, kann aber hohe Relevanz für eine etwaige Entschädigungshöhe haben: Gerade bei Kapitalmarktinvestitionen kann der Wert innerhalb eines kurzen Zeitraums stark fluktuieren.⁷³

Sollte Schadensersatz geschuldet sein, orientieren sich Investitionsschiedsgerichte in der Regel an dem Grundsatz der „full reparation“, der vom Ständigen Internationalen Gerichtshof, dem Vorgänger des Internationalen Gerichtshofs, im Chorzów-Factory-Fall aufgestellt wurde.⁷⁴ Hiernach muss der geschädigte Investor so gestellt werden, wie er stünde, wenn es das schädigende Ereignis nicht gegeben hätte.⁷⁵ Schwierigkeiten können sich insbesondere bei der Bestimmung des hypothetischen Wertes ergeben, den die Investition ohne schädigendes Ereignis hätte. Dabei ist nicht nur auf der theoretischen Seite umstritten, welche Berechnungsmethode angewendet werden muss, sondern ganz praktisch ist die Ermittlung eines hypothetischen Wertes der Investition regelmässig Schwerpunkt investitionsrechtlicher Streitigkeiten, die es bis zur Phase der Schadensbestimmung schaffen. Gerade im Hinblick auf Kapitalmarktinvestitionen kann diese Ermittlung schwierig sein. In Bezug auf die Credit-Suisse-Übernahme wird beispielsweise diskutiert, ob es ohne Übernahme (und Abschreibung in diesem Zusammenhang) nicht (auch)⁷⁶ zu einem Viability Event gekommen wäre, bei dem die Anleihen auch ohne staatliche Involvierung abzuschreiben gewesen wären, oder einem Wertverlust aufgrund einer Zahlungsunfähigkeit der Credit Suisse.⁷⁷

5. Prozessuale Geltendmachung

Bei allen Investitionsschutzverfahren ist zu beachten, wie das Ersuchen von Rechtsschutz im einschlägigen Abkommen konkret ausgestaltet ist. Bedarf es beispielsweise vor Einreichung einer Klage der aussergerichtlichen Verhand-

made for compensation. Such compensation shall amount to the market value of the investment expropriated immediately before the expropriatory action was taken or became public knowledge, whichever is earlier. The amount of compensation shall include interest at a normal commercial rate from the date of dispossession until the date of payment, shall be settled in a freely convertible currency, be paid without delay and be freely transferable. The investor affected shall have a right, under the law of the Contracting Party making the expropriation, to prompt review, by a judicial or other independent authority of that Contracting Party, of his case and of the valuation of his investment in accordance with the principles set out in this paragraph“.

⁷³ Siehe für eine Übersicht hinsichtlich Credit Suisse Stewart et al., 294 f.

⁷⁴ Marboe, Compensation, 681; Marboe, Valuation, 1068.

⁷⁵ Marboe, Compensation, 681; Marboe, Valuation, 1065.

⁷⁶ Ob bereits im Zeitpunkt der Übernahme ein solches vorlag, ist umstritten, siehe oben, [IV.2](#).

⁷⁷ Vgl. auch Stewart et al., 299 f.

lung mit dem Staat? Müssen zunächst die nationalen Instanzen (zumindest für einen gewissen Zeitraum) durchlaufen werden?⁷⁸ Oder ist es gar umgekehrt und beinhaltet das Investitionsschutzabkommen eine sogenannte „fork in the road“-Klausel, nach der sich der Investor final entscheiden muss, ob er staatlichen Rechtsschutz im Gaststaat in Anspruch nehmen oder ein Schiedsverfahren einleiten möchte?⁷⁹

Bei der Geltendmachung von Ansprüchen im Kapitalmarkt ergeben sich oft zusätzliche Fragen. So betreffen staatliche Massnahmen, die Kapitalmarktinvestitionen beeinträchtigen, nicht selten eine Vielzahl von Investoren. Dabei kann es sich auch um eine Vielzahl von kleineren Einzelanlegern handeln, für die ein Verfahren unter Umständen eine finanzielle Herausforderung bzw. ein finanzielles Risiko darstellen kann.⁸⁰ Es stellt sich daher speziell bei Schiedsverfahren im Kapitalmarktbereich die Frage, ob sich Kapitalmarktanleger zusammenschliessen und ihre Ansprüche als Sammelklage geltend machen können.

Sammelklagen sind mittlerweile grundsätzlich auch vor Investitionsschiedsgerichten möglich.⁸¹ Es müssen jedoch gewisse Voraussetzungen vorliegen, da-

⁷⁸ Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 379 ff., mit Verweis auf das Abkommen zwischen Argentinien und Deutschland in Art. 10 Abs. 2 i.V.m. Art. 10 Abs. 3 lit. a. Art. 10 Abs. 2 lautet: „(2) Kann eine Meinungsverschiedenheit im Sinne von Absatz 1 nicht innerhalb einer Frist von sechs Monaten ab dem Zeitpunkt ihrer Geltendmachung durch eine der beiden Streitparteien beigelegt werden, so ist sie auf Verlangen einer der beiden Streitparteien den zuständigen Gerichten der Vertragspartei, in deren Hoheitsgebiet die Investition getätigt wurde, zu unterbreiten.“ Art. 10 Abs. 3 lit. a lautet: „(3) Unter jeder der nachstehend genannten Voraussetzungen kann die Meinungsverschiedenheit einem internationalen Schiedsgericht unterbreitet werden: a) auf Verlangen einer Streitpartei, wenn binnen 18 Monaten seit Einleitung des gerichtlichen Verfahrens gemäss Absatz 2 eine Sachentscheidung des angerufenen Gerichts nicht vorliegt oder wenn eine derartige Entscheidung vorliegt, die Meinungsverschiedenheit zwischen den Streitparteien aber fortbesteht.“

⁷⁹ Dolzer/Kriebaum/Schreuer, 384 f. mit Verweis auf das Abkommen zwischen Argentinien und Frankreich in Art. 8 Abs. 2. Art. 8 Abs. 2 lautet: „Si le différend n'a pu être réglé dans un délai de six mois à partir du moment où il a été soulevé par l'une ou l'autre des Parties concernées, il e[st] soumis, à la demande de l'investisseur: – soit aux juridictions nationales de la Partie contractante impliquée dans le différend; – soit à l'arbitra[g]e international, dans les conditions décrites au paragraphe 3 ci-dessous. Une fois qu'un investisseur a soumis le différend soit aux juridictions de la Partie contractante concernée, soit à l'arbitrage international, le choix de l'une ou de l'autre de ces procédures reste définitif.“

⁸⁰ So hat der Kläger (unabhängig davon, ob er seine vollen Kosten erstattet bekommt) in der Regel bei Initiierung eines Verfahrens zunächst einen Vorschuss für die Verwaltungsgebühren der administrierenden Schiedsinstitution und das Honorar der Schiedsrichter zu zahlen.

⁸¹ In der in dieser Hinsicht richtungweisenden Entscheidung eines ICSID-Schiedsgerichts in *Abaclat and others v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/5 ging es auch um Anleihen. Das Verfahren wurde von Zehntausenden von italienischen Inhabern argentinischer

mit Klagen derart zusammengefasst werden können. Auch wenn keine Einstimmigkeit besteht, was diese Voraussetzungen genau sind, wird u.a. festgehalten, dass Homogenität zwischen den Ansprüchen bestehen muss.⁸² Analysiert werden dabei auch die Identität des Abkommens, dessen Verletzung geltend gemacht wird, die Identität der staatlichen Handlung sowie die Identität des beklagten Staates.⁸³ Während die letzten beiden Punkte bei Kapitalmarktinvestitionen weniger häufig auseinanderfallen sollten, können Investoren überall auf der Welt verstreut sein und entsprechend unterschiedlichen Abkommen unterliegen. Neben einer Sammelklage wird teilweise auch die Möglichkeit diskutiert, den Anspruch an einen Dritten, der vielleicht mehrere Ansprüche sammelt, abzutreten.⁸⁴

V. Ergebnis

Investitionsschutzabkommen können einen wertvollen und effektiven Schutz für Kapitalmarktinvestoren bieten. Der Kapitalmarkt stellt kein andersartiges Investitionsfeld dar, auf das die Schutzvorschriften der Abkommen oder die Grundsätze von Investitionsschutzverfahren keine Anwendung finden. Im Gegenteil, es gibt zahlreiche Beispielfälle, in denen sich Investitionsschiedsge-

Staatsanleihen angestrebt. Siehe auch *Theodoros Adamakopoulos and others v. Republic of Cyprus*, ICSID Case No. ARB/15/49, Decision on Jurisdiction and Admissibility vom 7. Februar 2020. In diesem Verfahren machten 956 Bondholders Ansprüche gegen Zypern geltend.

⁸² *Abaclat and others v. Argentine Republic*, Decision on Jurisdiction and Admissibility vom 4. August 2011, Rz. 540-544. Siehe aber auch *Theodoros Adamakopoulos and others v. Republic of Cyprus*, ICSID Case No. ARB/15/49, Decision on Jurisdiction and Admissibility vom 7. Februar 2020, Rz. 217 f. („The Tribunal has some reservations about the articulation of the test in terms of homogeneity. As the dissenting arbitrator in *Abaclat* pointed out: ‚homogeneity is in the eyes of the beholder. One can always reach a sufficient level of homogeneity, i.e. common denominators, by climbing up the ladder of abstraction and/or by weeding out all the specificities of the claims that appear inconvenient‘. While the factors identified in *Abaclat* and *Ambiente* may be useful to consider in deciding whether a mass claim constitutes a dispute, they are not decisive.“). Stattdessen stellte das Schiedsgericht auf die Identität der Ansprüche ab („As the Tribunal has pointed out, what is critical in this case is that the claims are identical or essentially the same.“).

⁸³ *Abaclat and others v. Argentine Republic*, Decision on Jurisdiction and Admissibility vom 4. August 2011, Rz. 540-544.

⁸⁴ So hielt das Schiedsgericht in *Daimler v. Argentina* etwa fest: „most jurisdictions allow for legal claims to be either sold along with or reserved separately from the underlying assets from which they are derived“ und „no rule of general or customary international law [...] would prohibit a similar result from obtaining for ICSID claims“ (ICSID-Schiedsgericht, *Daimler Financial Services AG v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/05/1, Award vom 22. August 2012, Rz. 144). Siehe zu ausgewählten Fragestellungen in diesem Zusammenhang Groh, 24 ff.

richte bereits mit Kapitalmarktinvestitionen oder Bankenrettungen auseinandergesetzt haben.⁸⁵ Wenn Kapitalmarktinvestitionen einen Auslandsbezug aufweisen, was in einer global vernetzten Weltwirtschaft keine Seltenheit ist, ist bei Beeinträchtigung der Investitionen unter Beteiligung eines staatlichen Akteurs daher je nach Sachverhalt neben dem Rechtsweg vor staatlichen Gerichten immer auch an das internationale Investitionsschutzrecht zu denken als weiteres Instrumentarium zur Geltendmachung von Investorenrechten.

Literaturverzeichnis

- Alvarez Gloria Maria et al., A Response to the Criticism against ISDS by EFILA, *Journal of International Arbitration* 2016, Vol. 33 Nr. 1, 1 ff.
- Baltag Crina, Investment Arbitration and Police Powers: Emerging Issues, *European Investment Law and Arbitration Review* 2020, Vol. 5 Nr. 1, 392 ff.
- Born Gary B., *International Commercial Arbitration*, 3. A., Alphen aan den Rijn 2021 (Abschnitte in genutzter Online-Version teilweise aktueller).
- Born Gary B., *International Arbitration: Law and Practice*, 3. A., Alphen aan den Rijn 2021.
- Bungenberg Marc et al., General Introduction to International Investment Law, in: Bungenberg Marc et al. (Hrsg.), *International Investment Law*, Baden-Baden/München/Oxford 2015, 1 ff.
- Carlevaris Andrea, Chapter 5: The CJEU's Case Law on Intra-EU Investment Arbitration and the Importance of the Place of Arbitration, in: Calissendorff Axel/ Schöldström Patrik (Hrsg.), *Stockholm Arbitration Yearbook Series*, Vol. 4, Alphen aan den Rijn 2022, 59 ff.
- Dolzer Rudolf/Kriebaum Ursula/Schreuer Christoph, *Principles of International Investment Law*, 3. A., Oxford 2022.
- Douglas Zachary, *The International Law of Investment Claims*, Cambridge 2009.
- Eidenmüller Horst/Paz Valbuena Javier, Bailout Blues: The Write-Down of the AT1 Bonds in the Credit Suisse Bailout, University of Oxford, Faculty of Law Blogs vom 24. April 2023, <<https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/04/bailout-blues-write-down-at1-bonds-credit-suisse-bailout>>.
- Eschwey Claudius, *Contingent Convertible Bonds (CoCos): Bedingte Pflichtwandelanleihen in Deutschland und der Schweiz*, Köln 2018.
- Gallego Jaime/Ray Alec, The Swiss Supreme Court provides its views on Achmea and Komstroy, in: Lozano David Arias/Capiel Luis (Hrsg.), *Iurgium* 2024, Nr. 50, 61 ff.
- Gohling Stefan, *CoCo-Bonds: Praxis und Dogmatik bedingter Pflichtwandelanleihe*, Berlin 2019.

⁸⁵ Siehe z.B. *Abaclat and others v. Argentina*, ICSID Case No. ARB/07/5; *Bank Melli Iran and Bank Saderat Iran v. Bahrain*, PCA Case No. 2017-25; *Ambiente Ufficio S.p.A. and others (formerly Giordano Alpi and others) v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/08/9; *Giovanni Alemanni and others v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/8; *Marfin Investment Group Holdings and others v Republic of Cyprus*, ICSID Case No. ARB/13/27.

- Groh Nelson, The Assignment of Investment Treaty Claims: Mapping the Principles, *Journal of International Dispute Settlement* 2019, Vol. 10 Nr. 1, 24 ff.
- Horn Henrik/Norbäck Pehr-Johan, Economic Aspects of International Investment Agreements, *The American Review of International Arbitration* 2019, Vol. 30 Nr. 1, 11 ff.
- Jacob Marc/Schill Stephan W., Fair and Equitable Treatment: Content, Practice, Method, in: Bungenberg Marc et al. (Hrsg.), *International Investment Law*, Baden-Baden/München/Oxford 2015, 1 ff.
- Jaime Margie-Lys, Reshaping Investor-State Dispute Settlement Through an Appellate Review Mechanism, in: Anderson Alan M./Beaumont Ben (Hrsg.), *The Investor-State Dispute Settlement System: Reform, Replace or Status Quo?*, Alphen aan den Rijn 2020, 137 ff.
- Kriebaum Ursula, Expropriation, in: Bungenberg Marc et al. (Hrsg.), *International Investment Law*, Baden-Baden/München/Oxford 2015, 959 ff.
- Levashova Yulia, The Right of States to Regulate in International Investment Law: the Search for Balance between Public Interest and Fair and Equitable Treatment, Alphen aan den Rijn 2019.
- Lindemann Alexander/Serex Lionel Patrick, Wie verklagt man die Credit Suisse? – Die Abschreibung der AT1-Anleihen, 28. Juli 2023, <<https://lindemannlaw.ch/de/insights/wie-verklagt-man-die-credit-suisse-die-abschreibung-der-at1-anleihen/>>.
- Marboe Irmgard, Valuation in Cases of Expropriation, in: Bungenberg Marc et al. (Hrsg.), *International Investment Law*, Baden-Baden/München/Oxford 2015, 1057 ff. (zit. Marboe, Valuation).
- Marboe Irmgard, 25. Compensation and Damages in Investment Treaty Arbitration, in: Yannaca-Small Katia (Hrsg.), *Arbitration Under International Investment Agreements: A Guide to the Key Issues*, 2. A., Oxford 2018, 679 ff. (zit. Marboe, Compensation).
- Menaker Andrea/Hellbeck Eckhard R., 9. Piercing the Veil of Confidentiality: The Recent Trend towards Greater Public Participation and Transparency in Investment Treaty Arbitration, in: Yannaca-Small Katia (Hrsg.), *Arbitration Under International Investment Agreements: A Guide to the Key Issues*, 2. A., Oxford 2018, 183 ff.
- McLachlan Campbell/Shore Laurence/Weiniger Matthew, *International Investment Arbitration: Substantive Principles*, 2. A., Oxford 2017, 157 ff.
- Perkams Markus, Protection for Legal Persons, in: Bungenberg Marc et al. (Hrsg.), *International Investment Law*, Baden-Baden/München/Oxford 2015, 638 ff.
- Pinzler Petra/Uchatius Wolfgang/Kohleberg Kersting, Im Namen des Geldes, *DIE ZEIT* Nr. 10/2014 vom 27. Februar 2014, <<https://www.zeit.de/2014/10/investitionsschutz-schiedsgericht-icsid-schattenjustiz/komplettansicht>>.
- Sabahi Borzu/Laird Ian A./Gismondi Giovanna E., *International Investment Law and Arbitration: History, Modern Practice, and Future Prospects*, Brill Research Perspectives in International Investment Law and Arbitration, Februar 2018, 1 ff.
- Sabahi Borzu/Rubins Noah/Wallace Don Jr., *Investor-State Arbitration*, 2. A., Oxford 2019.
- Salacuse Jeswald W., *The Law of International Investment Treaties*, 3. A., Oxford 2021.

- Stanič Ana, Chapter 9: Enforcement of Awards and Other Implications of the Achmea, in: Stanič Ana/Baltag Crina (Hrsg.), *The Future of Investment Treaty Arbitration in the EU: Intra-EU BITs, the Energy Charter Treaty, and the Multilateral Investment Court*, Alphen aan den Rijn 2020, 143 ff.
- Stewart Justina et al., *Credit Suisse, AT1 bonds and taking the BIT between the teeth*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, May 2023, 293 ff.
- Voser Nathalie/Nessi Sebastiano, Chapter 8: The Consequences of Achmea on Arbitrations Seated in Switzerland, in: Stanič Ana/Baltag Crina (Hrsg.), *The Future of Investment Treaty Arbitration in the EU: Intra-EU BITs, the Energy Charter Treaty, and the Multilateral Investment Court*, Alphen aan den Rijn 2020, 115 ff.
- Weitz Sebastian Georg, *Analyse von Contingent Convertible Bonds*, Tübingen 2020.

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 229 **Managerhaftung bei Unternehmenskrisen und -zusammenbrüchen**
11. Zürcher Tagung zur Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht –
Tagungsband 2022
PETER R. ISLER, ROLF SETHE (Hrsg.), mit Beiträgen von Daniel Dedeyan, Patrick
Dummermuth, Peter R. Isler, Karl Schädler, Rolf Sethe, Thomas Trölitzsch, Karl
Wüthrich, 2023 – CHF 44.90.
- Band 230 **Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert**
25. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2022
HANS-JAKOB DIEM, MATTHIAS WOLF (Hrsg.), mit Beiträgen von Sara Banelli,
Alexander Cochart, Hans-Jakob Diem, Dieter Dubs, Dieter Gericke, Michael
Maag, Alex Nikitine, Mariella Orelli, Fabienne Perlini-Frehner, Katalin Siklosi,
Philippe A. Weber, Valentin Wiesner, 2023 – CHF 44.90.
- Band 231 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Umsetzung
Istanbul-Konvention**
Tagungsband 2022
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von
Reinhard Brunner, Regina Carstensen, Nicole Fernandez, Rahel Ott, Gérald
Pfeifer, Joder Regli, Claudia Wiederkehr, 2023 – CHF 60.00.
- Band 232 **Finanzmarkt und Strafrecht**
14. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband
2023
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von
Friedrich Frank, Sabine Gless, Daniel Holenstein, Doris Hutzler, Marc
Jean-Richard-dit-Bressel, Nora Markwalder, Wolfgang Wohlers, David
Zollinger, 2024 – CHF 60.00.
- Band 233 **TranSa(n)ktionen, Regulierung, Krypto- & Klepto: Neue und alte
Phänomene auf dem Kapitalmarkt**
Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XVIII – Tagungsband 2022
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Petra Ginter,
Jonas Hertner, Benjamin Leisinger, Rebecca Paumgartner-Schori, Matthias
Portmann, Cédric Remund, Lukas Roesler, Michael Schneitter, Philip Spoerlé,
Annette Weber, 2024 – CHF 60.00.
- Band 234 **Familienstiftungen – neue Perspektiven**
Tagungsband 2024
THOMAS SPRECHER, LUKAS VON ORELLI (Hrsg.), mit Beiträgen von Lukas Brugger,
Lukas Eichenberger, Urs Fasel, Michael Fischer, Harold Grüninger, Dominique
Jakob, Daniel Leu, Stefan Oesterhelt, Andrea Opel, Thomas Sprecher, Lukas von
Orelli, 2024 – CHF 60.00.

- Band 235 **M&A unter geänderten Vorzeichen**
26. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2023
HANS-JAKOB DIEM, MATTHIAS WOLF (Hrsg.), mit Beiträgen von Anja Affolter Marino, Morgan Boeffard, Hans-Jakob Diem, Dieter Dubs, Romain Fakhoury, Frank Gerhard, Alex Nikitine, Fabienne Perlini-Frehner, Marco Sidler, Philippe Weber, Manuel Werder, 2024 – CHF 60.00.
- Band 236 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Reflexion zum Stand der Entwicklungen beim Bedrohungsmanagement**
Tagungsband 2023
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von May Beyli, Massimo Bonato, Reinhard Brunner, Michael Bühl, Elmar Habermeyer, Alexandra Ott Müller, Philippe Vogt, Sven Zimmerlin, 2024 – CHF 60.00.
- Band 237 **When the rubber hits the road – Umsetzung der VAG/AVO Revision**
Tagungsband 2024
HANSJÜRIG APPENZELLER, MONICA MÄCHLER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Claudia Biedermann, Chiara Di Pietro, Julia Ender Amacker, Helmut Heiss, Vanessa Isler, Alexander Lacher, Monica Mächler, Birgit Rutishauser Hernandez Ortega, Rupert Schaefer, Helmut Studer, Lutz Wilhelmy, 2024 – CHF 60.00.
- Band 238 **EU Enlargement and European Integration: Challenges and Perspectives**
14th Network Europe Conference – Stockholm, 25–26 September 2023
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER, FATLUM ADEMI (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Antonina Bakardjieva Engelbrekt, Melita Carević, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Waltraud Hakenberg, Garine Hovsepian, Andreas Kellerhals, Lee McGowan, Henri Vogt, Ralph Weber, 2024 – CHF 60.00.
- Band 239 **Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten**
9. Tagung zu Private Equity – Tagungsband 2024
DIETER GERICKE (Hrsg.), mit Beiträgen von Jonas Bühlmann, Tino Gaberthüel, Dieter Gericke, Till Haechler, Petra Hanselmann, Reto Heuberger, Michel Jaccard, Yannic Schönenberger, Marc Walter, Caspar Wehrle, 2024 – CHF 60.00.
- Band 240 **Sexuelle Belästigung im öffentlichen und virtuellen Raum – Fokus der Kriminalprävention**
14. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2024
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, ROLF NÄGELI, AURELIA GURT (Hrsg.), mit Beiträgen von Naomi Chinasa Bögli, Aurelia Gurt, Pia Kuchenmüller, Dayana Mordasini, Rebecca Sigg, Claudia Stam, Aner Voloder, 2024 – CHF 60.00.
- Band 241 **Parteienkrieg und Verzögerungsbomben im Wirtschaftsstrafprozess**
15. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2024
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Simone Brunner, Claire A. Daams, Friedrich Frank, Daniel Holenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Konrad Jeker, Tanja Knodel, Gregor Münch, Cédric Remund, David Zollinger, 2024 – CHF 60.00.

Weitere Publikationen und Monografien

75 Jahre GATT

RICHARD SENTI, 2023 – CHF 19.90.

Subventionen in der Schweiz

Implikationen einer Übernahme des EU-Beihilferechts in ausgewählten Sektoren

ANDREAS KELLERHALS, DIRK TRÜTEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi

André S. Berne, Janine Dumont, Dirk Trüten, Wesselina Uebe, 2023 – CHF 79.90/99.90.

Central Bank Digital Currencies (CBDCs)

Proceedings of a Colloquium

CHRISTOS V. GORTSOS, ROLF SETHE (Eds.), mit Beiträgen von Christian Hofmann, Thomas Moser,

Dirk Niepelt, Rolf H. Weber, Chiara Zilioli, 2023 – CHF 39.90/59.90.

Vom Vierwaldstättersee an den Lac Léman

Ausgewählte Schriften aus den Jahren 2014 – 2023

THOMAS GÄCHTER (Hrsg.), Autor: Ulrich Meyer, 2023 – CHF 49.90/69.90.

Der EuGH und die Schweiz

MATTHIAS OESCH, 2023 – CHF 49.90/69.90.

Continuing Legal Education

Ambition and Reality

ANDREAS KELLERHALS, MICHAEL MAYER, JANICK ELSENER (Eds.), mit Beiträgen von James Bellerjeau,

Thomas Gächter, Stephan Göcken, Melissa Hardee, Dirk Hartung, Andreas Kellerhals, Hadrien

Mangeat, Bruno Mascello, Richard Norman, Jed S. Rakoff, Flavio Romerio, Lukas Wyss, 2023 –

CHF 39.90/59.90.

Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU

Überblick und Kommentar 2023/24

ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Hansjürg

Appenzeller, Tobias Baumgartner, David Bruch, Alexander Brunner, Janick Elsener, Jana Fischer,

Thomas Geiser, Ulrike I. Heinrich, Vanessa Isler, Brigitta Kratz, David Mamane, Jochen

Meyer-Burow, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Stefan Sulzer, Dirk Trüten, Wesselina Uebe,

Andreas R. Ziegler, 2024 – CHF 49.90.

The Eurosystem's Monetary Policy at 25 (1999-2023)

Legal Aspects of the Single Monetary Policy in the Euro Area – From the

Establishment of the Eurosystem to the Current Inflation Crisis

CHRISTOS V. GORTSOS, 2024 – CHF 49.90/69.90.

Kartellverfahren als Strafverfahren

Zur institutionellen Ausgestaltung des Verfahrens über Direktsanktionen vor den

Schweizer Wettbewerbsbehörden im Lichte der Bundesverfassung und der

Europäischen Menschenrechtskonvention

MARC THOMMEN, ANDRÉS PAYER, 2024 – CHF 39.90/59.90.

Tierversuche in der Forschung: Herausforderungen und Chancen

Die Güterabwägung und das „unerlässliche Mass“ – Aus rechtlicher, biomedizinischer,

regulatorischer und klinischer Sicht – Tagungsband 2024

SCHWEIZERISCHES 3R-KOMPETENZZENTRUM (3RCC) (Hrsg.), mit Beiträgen von Christian Baumann,

Eva Rached, Martin E. Schwab, Goran Seferovic, Janos Vörös, 2024 – CHF 39.90/49.90.

Der vorliegende Tagungsband der nunmehr 19. Tagung „Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen“ handelt – ausgehend von der Welt der Akronyme und Abkürzungen – ein breit gefächertes Spektrum von Themen ab, deren Gemeinsamkeit in der hohen Aktualität für praktizierende Juristen und in der rasant fortschreitenden Rechts- und Praxisentwicklung liegt. Der Schwerpunkt der Beiträge liegt insbesondere auf Themen wie den ESG-Faktoren für kotierte Gesellschaften, der neuen kollektiven Anlageform des L-QIF, Präventionsmassnahmen gegen Insider-Trading, High Yield Bonds sowie der Streitbeilegung von grenzüberschreitenden Kapitalmarktinvestitionen.

Mit Beiträgen von:

Rainer Adlhart

Andrea Andelic

Caroline Clemetson

Fabienne Crisovan

Sarah Ganz

Deirdre Ní Annracháin

Silke Weller