



Article scientifique

Article

2010

Published version

Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

Paulianische Anfechtung von Zahlungen im Rahmen eines Total Return Swap : Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 5A_420/2008 vom 28. Mai 2009

Zellweger-Gutknecht, Corinne

How to cite

ZELLWEGGER-GUTKNECHT, Corinne. Paulianische Anfechtung von Zahlungen im Rahmen eines Total Return Swap : Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 5A_420/2008 vom 28. Mai 2009. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2010, vol. 82, n° 3, p. 267–275.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:37972>

Paulianische Anfechtung von Zahlungen im Rahmen eines Total Return Swap

Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 5A_420/2008 vom 28. Mai 2009

Mit Bemerkungen von Dr. iur. Corinne Zellweger-Gutknecht

Inhaltsübersicht

I. Sachverhalt

II. Erwägungen

1. Handelsgericht und Parteien (E. 3)

2. Bundesgericht

- 2.1 Absichtsanfechtung: Gläubigerschädigung und Ausnahmen (E. 2)
- 2.2 Swap-Vereinbarungen im Allgemeinen, TRS im Speziellen (E. 4)
- 2.3 Auslegung des vorliegenden Vertrags (E. 5)
- 2.4 Untersuchung von Collaterals und deren Anfechtbarkeit (E. 6)

III. Bemerkungen

1. Gesamtrendite-Swap

- 1.1 Realien
- 1.2 Ökonomische Zielsetzungen
 - 1.2.1 Risikoauslagerung
 - 1.2.2 Synthetisierung Eigentum
 - 1.2.3 Liquiditätsbeschaffung
- 1.3 Zwischenergebnis

2. Absichtsanfechtung

- 2.1 Gläubigerschädigung
 - 2.1.1 Leistungsgleichwertigkeit
 - 2.1.2 Kausalzusammenhang
- 2.2 Weitere Voraussetzungen, insbesondere Erkennbarkeit

3. Fazit

I. Sachverhalt

Im Dezember 2000 tätigten die SAirGroup und die heutige Citigroup Global Markets Ltd. («CGM») eine als Gesamtrendite-Swap (*total return swap*, TRS) ausgestaltete Transaktion.¹ Dazu verkaufte die spätere Nachlassschuldnerin der CGM 250 000 ihrer eigenen Aktien zum damaligen Marktwert von CHF 275 pro Aktie (Ausgangspreis, *initial price*). Über den endgültigen Kaufpreis (Schlusspreis, *final price*) sollte erst ein Jahr nach Vertragsunterzeichnung aufgrund des dannzumaligen Aktienkurses abgerechnet werden. Anlässlich dieser Abrechnung hätte die SAirGroup den allenfalls aufgelaufenen Wertverlust bzw. CGM einen entsprechenden Mehrwert zwischen Ausgangs- und Schlusspreis ausgleichen müssen (*cash settlement*).

Zudem verpflichtete sich die SAirGroup zu Zinszahlungen zu einem LIBOR-Satz plus Spread,² wäh-

rend CGM die aus den Aktien bezogenen Dividenden überweisen sollte.

Weiter sah der Vertrag eine Rückkaufsoption (*optional stock settlement*) zugunsten der SAirGroup am Ende der Laufzeit vor und räumte ein Kündigungsrecht ein – CGM unter bestimmten Voraussetzungen, der SAirGroup jederzeit. Gestützt darauf sprach die SAirGroup im März 2001 eine Teilkündigung aus, kaufte von CGM 50 000 Aktien zu je CHF 185 zurück und realisierte so angesichts des Ausgangspreises von CHF 275 einen Gewinn (und CGM einen entsprechenden Verlust) von CHF 90 pro Aktie bzw. von insgesamt CHF 4,5 Mio.

Ferner wurden zwischenzeitliche Ausgleichs- bzw. Kompensationszahlungen (*collaterals*) ausgelöst, wenn der Kurs der Aktien einen bestimmten Schwellenwert unter- oder überschritt: Fiel er unter 50% des Ausgangspreises, hatte die SAirGroup zugunsten von CGM Kompensationen in der Höhe der aufgelaufenen Wertminderung zu leisten, stieg er hingegen wieder auf mehr als 60% des Ausgangspreises, wurde eine entsprechende Gegenkompensation durch CGM an die SAirGroup fällig. Bis zur Bewilligung der provisorischen Nachlassstundung am 5. Oktober 2001³ erbrachte die SAirGroup *collaterals* von rund CHF 58,2 Mio., während CGM nach Kurserholungen rund CHF 12,2 Mio. bezahlte.⁴

Für die Differenz zwischen den *collaterals* der Parteien erhob die SAirGroup in Nachlassliquidation am 21. November 2005 gestützt auf Art. 288 SchKG eine Anfechtungsklage mit dem Begehren, CGM sei zur Bezahlung von CHF 46 Mio. nebst Zins zu 5% seit 20. Juni 2005 zu verpflichten. Das Handelsgericht des Kantons Zürich wies die Klage am 15. Mai 2008 ab. Gegen dieses Urteil führte die SAirGroup in Nachlassliquidation (Beschwerdeführerin) Beschwerde in Zivilsachen vor Bundesgericht.

¹ Vgl. auch *Vogt/Käser*, Paulianische Anfechtung der Rückzahlung eines Kredits und von Zahlungen im Rahmen einer share swap transaction, GesKR 2009, 583–590.

² Vgl. dazu bei und in Fn. 6.

³ Am 4. Dezember 2001 wurde die Nachlassstundung in eine definitive umgewandelt. Im Rahmen eines am 22. Mai 2003 genehmigten Nachlassvertrages mit Vermögensabtretung hat die SAirGroup ihr Vermögen an die Gläubiger abgetreten.

⁴ Zahlungen (jeweils in Mio. CHF) der SAirGroup: 28,25 (11. April), 4,15 (20. April), 2,7 (13. Juni), 2,9 (18. Juni), 2,6 (26. Juni), 3,0 (21. August), 3,7 (3. September), 2,9 (7. September), 2,6 (17. September), 2,7 (19. September) und 2,7 (25. September 2001) und der CGM: 3,8 (4. Mai) und 8,4 (29. Juli 2001).

II. Erwägungen

1. Handelsgericht und Parteien (E. 3)

Die *Beschwerdeführerin* wertet den Gesamtrendite-Swap als fixes Darlehen und die Ausgleichszahlungen als (gläubigerschädigende) nachträglich bestellte Sicherheiten oder teilweise Darlehensrückzahlungen. Dem widerspricht die *Beschwerdegegnerin* CGM, weil die einzelnen periodisch auszutauschenden Leistungen gleichwertige Subsynallagmata gebildet und ihr zudem einen Verlust von mehreren Millionen beschert hätten und überdies das Nachlassvermögen ohne die Transaktion gar noch kleiner ausgefallen wäre. Das *Handelsgericht* verneint die Gläubigerschädigung ebenfalls: Das vorliegende Kreditderivat habe es der *Beschwerdeführerin* ermöglicht, durch Verkauf eigener Aktien gebundene Mittel in ungebundene Liquidität umzuwandeln, ohne auf den aus den Aktien erzielbaren Nutzen verzichten zu müssen. Die *collaterals* seien vorgezogene Ausgleichszahlungen im Rahmen der aufgeschobenen Abrechnung und eine gleichwertige Gegenleistung für das Aufrechterhalten der zur Verfügung gestellten Liquidität gewesen. Abgesehen davon hätte CGM eine allfällige Schädigungsabsicht nicht erkennen können.

2. Bundesgericht

Das Bundesgericht diskutiert zunächst Ratio, Voraussetzungen und Ausnahmen der Absichtsanfechtung, insbesondere mit Blick auf die erforderliche Gläubigerschädigung (E. 2). Es erläutert sodann das Phänomen der Swap-Vereinbarungen im Allgemeinen und des Gesamtrendite-Swaps im Speziellen (E. 4), legt das vorliegende Vertragswerk aus (E. 5) und untersucht schliesslich die Ausgleichszahlungen und deren Anfechtbarkeit (E. 6).

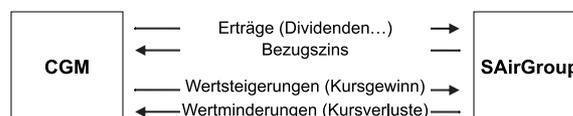
2.1 Absichtsanfechtung: Gläubigerschädigung und Ausnahmen (E. 2)

Umstritten ist vorliegend primär das Tatbestandsmerkmal der *Gläubigerschädigung*. Dieses ist erfüllt, wenn die Exekutionsrechte von Gläubigern und damit deren Befriedigung oder ihre Stellung in einem Zwangsvollstreckungsverfahren beeinträchtigt werden. *Ausnahmen* ergeben sich, wenn der Deckungsgrad unverändert bleibt, weil die angefochtene Rechtshandlung im *Austausch gleichwer-*

tiger Aktiva besteht, mithin der Schuldner für seine Leistung im Konkurs verwertbares Vermögen wie Ware oder Geld erhält. Im Sinne einer *Gegenausnahme* mangelt es hingegen an der Gleichwertigkeit der Gegenleistung, die eine Schädigung der Gläubiger von vornherein ausschliessen würde, wenn der Schuldner – anstelle der von ihm veräusserten Vermögensstücke – bloss eine Forderung erwirbt oder eine Schuld tilgt oder sicherstellt. Ausgeschlossen ist die Gläubigerschädigung endlich, wenn der *Kausalzusammenhang* fehlt, die Gläubiger also auch bei richtigem Verhalten des Schuldners zum gleichen Verlust gekommen wären

2.2 Swap-Vereinbarungen im Allgemeinen, TRS im Speziellen (E. 4)

Mit einem *Swap* vereinbaren die Parteien den Austausch von Zahlungsströmen (Summe aller Zahlungen, *cash flow*) während einer bestimmten Laufzeit.⁵ Eine ihrer Erscheinungsformen ist der vorliegend eingesetzte *Gesamtrendite-Swap*, bei welchem



eine Partei als Swap-Anbieterin (hier CGM) die Wertsteigerungen (hier Kursgewinne) und Erträge (hier insb. Dividenden) eines Referenzaktivums (hier Aktien der SAirGroup) periodisch der andern Partei als Swap-Abnehmerin (hier SAirGroup) zukommen lässt. Im Gegenzug erhält sie von dieser Ausgleichszahlungen für allfällige Wertminderungen (hier Kursverluste) sowie einen Bezugszins (üblicherweise mit variablem Satz wie *in casu* eines LIBOR inklusive Spread, also eines Zu- oder Abschlags, der hauptsächlich von der Bonität des Referenzaktivums sowie der Kreditwürdigkeit beider Kontrahenten

⁵ E. 4 m.H. auf *Loretan*, Der Swapvertrag, Zürich 1996, 14. f. und die Übersicht über einzelne Erscheinungsformen bei *Häusler*, Die vertraglichen Grundlagen im Bereich des Handels mit derivativen Finanzinstrumenten, Basel 1996, 99 und *Zobl/Werlen*, 1992 ISDA-Master Agreement unter besonderer Berücksichtigung der Swapgeschäfte, Zürich 1995, 30 ff.; *Weber*, Swap-Geschäfte, in: Forstmoser/Tercier/Zäch (Hrsg.), Innominatverträge, Zürich 1988, 303 ff.; *Ammann*, Erscheinungsformen und Rechtsnatur der Swap- und swapähnlichen Geschäfte auf dem Kapitalmarkt, Zürich 1990, 18 ff.

abhängt)⁶. Der Swap-Anbieter trägt folglich normalerweise weder das Kreditrisiko noch das Marktpreisrisiko des Referenzaktivums.

2.3 Auslegung des vorliegenden Vertrags (E. 5)

Auf den genannten Grundsätzen beruht auch die vorliegende Transaktion: *Wesensmerkmal* ist – neben der Übereignung der Aktien und der Zahlung des Ausgangspreises – der Austausch verschiedener Zahlungsströme nach festen, vorab vereinbarten Kriterien und Ereignissen während und am Ende der Vertragsdauer, beinhaltend Zinsen plus Spread gegen Dividenden sowie kursabhängige Ausgleichszahlungen.

Laut der Analyse des Bundesgerichts enthält dieser synallagmatische *Innominatvertrag* Merkmale verschiedener gesetzlich geregelter Vertragstypen. Zunächst weist er Eigenheiten eines *Kaufvertrages* auf: die Aktienveräusserung gegen einen bestimmbareren Preis (Art. 184 Abs. 3 OR). Hinzu treten aber wesensfremde Elemente wie die Gewährung von Liquidität im Austausch gegen Vermögenswerte und damit verbundene Zahlungsströme während einer vereinbarten festen Laufzeit. So zahlte CGM als Swap-Anbieterin der SAirGroup die Erträge aus dem Referenzaktivum (*in casu* Dividenden der SAirGroup-Aktien), während ihr die SAirGroup als Swap-Abnehmerin einen Bezugszins⁷ leistete. Einen weiteren Zahlungsstrom bildeten die Kompensationszahlungen: Stieg der Kurs des Referenzaktivums, hatte CGM der SAirGroup diesen Mehrwert ebenfalls zu vergüten, während umgekehrt bei einem Kursverlust die SAirGroup einen dieser Wertminderung entsprechenden Betrag an CGM zu zahlen hatte – in Form von *collaterals* während und in Form einer Schlusszahlung am Ende der Laufzeit. Nur gerade den zeitlichen Aspekt teilt diese gemäss Bundesgericht vollkommen zweiseitige Transaktion mit dem (in Bezug auf Amortisations- und Rückzahlungen)⁸ nicht-synallagmatischen

Darlehen. Denn anders als beim Darlehen ist hier die hingegebene Geldsumme weder fix noch zur Rückzahlung bestimmt. Ausserdem begründet das Darlehen ein unabhängiges Forderungsrecht auf Amortisation, während Swap-Geschäfte gegenseitig zu erfüllende Leistungen vorsehen. Endlich besteht eine deutliche Nähe zur *Sicherungsübereignung*. Dort wird der Sicherungsgegenstand aber vom Erwerber lediglich treuhänderisch gehalten und muss nach der Tilgung des Kredites zurückübereignet werden.⁹

2.4 Untersuchung von *Collaterals* und deren Anfechtbarkeit (E. 6)

Nach dem Gesagten kommt das Bundesgericht zum Schluss, dass die *collaterals* keine Darlehens(teil-)rückzahlungen darstellten. Ebenso wenig seien sie als nachträglich errichtete Sicherheiten zu qualifizieren, da nicht die Sicherheit, sondern die erhaltene Liquidität umfangmässig dem gesunkenen Gegenwert der Aktien angepasst werde. Stattdessen seien die *collaterals* vorgezogene periodische Anpassungen an den für die späteren Abrechnungen massgeblichen Schlusspreis am Ende der Laufzeit. Zudem hätten sie «innerhalb des Gesamtsystems der gegenseitigen Ausgleichsströme [...] die Gegenleistung für die weitere Zurverfügungstellung von Liquidität» gebildet. Schliesslich wäre CGM bei Ausbleiben der *collaterals* zur sofortigen Vertragsbeendigung berechtigt gewesen und die SAirGroup hätte sich am Markt anderweitig mit Liquidität eindecken müssen. Folglich würde sich die Vermögenslage der SAirGroup bei einer Verweigerung von *collaterals* nicht anders präsentiert haben als mit deren vertragsgemässen Zahlung. Entsprechend verneint das Bundesgericht eine Gläubigerschädigung und damit die Anfechtbarkeit der Ausgleichszahlungen.

⁶ E. 4 m.H. auf Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom April 2004, Nr. 4, 30; *Boemle/Gsell*, Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002, 1030; *Emch/Renz/Arpagaus*, Das schweizerische Bankgeschäft, 6. Aufl., Zürich 2004, N 2080.

⁷ Vgl. dazu bei und in Fn 6.

⁸ Im Urteil 5A_758/2008 (24. Februar 2010) E. 5 (als BGE vorgesehen) teilt das Bundesgericht erstmals die Auffassung der Lehre, wonach zwischen Zinszahlung und Aufrechterhaltung der Wertüberlassung ein echtes Synallagma vorliegt. *Obiter* fügt es an, dass der Zins den Aus-

gleich dafür bilde, dass der Darlehensgeber infolge der Wertübertragung während der Darlehenszeit nicht selbst über das Geld verfügen und damit anderweitig Gewinn erwirtschaften könne.

⁹ Die Rückübertragung wurde hier lediglich optional vorgesehen.

III. Bemerkungen

Soweit ersichtlich waren bislang sämtliche vor das Bundesgericht gezogenen Anfechtungsklagen zugunsten des Nachlasses der SAirGroup erfolgreich.¹⁰ Nun jedoch, da die vorliegende Pauliana gegen Rechtshandlungen im Rahmen eines Kreditderivates gescheitert ist, drängt sich die Frage auf, ob diese moderne Form der Kapitalbeschaffung, welche CGM der SAirGroup mit dem Gesamtrendite-Swap geboten hat – und besonders die gestützt darauf getätigten Transaktionen – eine Gläubigerschädigung tatsächlich ausschliessen.

Eine Untersuchung scheint schon darum notwendig, weil das Bundesgericht über weite Strecken mit Meinungen aus der (teils über 20 Jahre alten) Literatur argumentiert, die sich an den genannten Stellen mit Zins- und Währungs-Swaps befassen, nicht aber mit der bis vor einem Dezennium noch kaum geläufigen Figur des Gesamtrendite-Swaps, wie sie auch *in casu* verwendet wurde.

1. Gesamtrendite-Swap

1.1 Realien

Der Gesamtrendite-Swap (*total return swap*, TRS)¹¹ ist ein Finanzkontrakt, mit dessen Hilfe eine Partei, der Swap-Anbieter (*swap seller*; hier CGM)¹², im Austausch gegen einen Bezugszins die Gesamtheit aller mit einem Basiswert bzw. Referenzaktivum (*underlying*; *reference asset*) verbundenen wirtschaftlichen Ergebnisse auf eine andere Partei, den Swap-Abnehmer (*swap buyer*, hier SAirGroup) überträgt.¹³ Daher hatte CGM neben den Kapitaler-

trägen auch die Kapitalwertsteigerungen bzw. die SAirGroup als Gegenpartei Kapitalwertverluste auf dem Referenzaktivum auszugleichen. Anders als bei Zins- und Währungs-Swaps fällt folglich der markt-wertbezogene Zahlungsstrom je nach Kursverlauf *positiv oder negativ* aus, fliesst also periodisch *nicht wechselweise, sondern jeweils nur in eine Richtung*.

Als Referenzaktivum fungiert ein Finanzierungs-verhältnis – in aller Regel in Form von Effekten:¹⁴ Da für die Ausgleichsleistungen infolge von Wertschwankungen des Referenzaktivums fortlaufend Marktpreise festgestellt werden müssen, kommen vor allem börsennotierte Vermögenswerte (bzw. entsprechende Baskets oder Indizes) oder hochliquide,¹⁵ am Sekundärmarkt gehandelte Kredite infrage.¹⁶ Das Geschäft wird regelmässig auf der Grundlage eines von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) entwickelten standardisierten Vertragsformulars, dem sog. ISDA Master Agreement, abgeschlossen.¹⁷ TRS haben normalerweise eine Laufzeit

Choudhry (Fn. 12), 57 f.; *Richa*, Pensions de titres (repos) et autres cessions temporaires, Genf 2008, 56; *Choudhry*, The Repo Handbook, Oxford 2002, 145 und 452.

¹⁴ Die Spanne reicht von simplen Obligationen bis zu inflationsindexierten Titeln (*inflation linked bonds*) oder Katastrophenanleihen (*cat bonds*). Besteht der Basiswert bzw. das Referenzaktivum aus einem Beteiligungspapier, einem entsprechenden Basket oder Index, handelt es sich um einen *equity swap*, eine TRS-Unterform. Vgl. *Hull* (Fn. 13), 223 und 940; *Rayroux*, Securities Lending, in: Thévenoz/Bovet (Hrsg.), Journée 2002 de droit bancaire et financier, Bern 2003, 91 f.

¹⁵ Für illiquide Aktiva werden alternative Preisfindungsmechanismen, wie etwa eine Händlerbefragung, vereinbart: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April, Frankfurt am Main 2004, 30. Dieser sog. *dealer poll* erfolgt in der Regel telefonisch bei mehreren (drei bis fünf) Banken. Vgl. *Kern*, Kreditderivate – Chancen auf dem Markt für Bonitätsrisiken, Wiesbaden 2003, 8.

¹⁶ *Dülfer*, Marktstruktur, Handelsplätze und Marktteilnehmer, in: Burghof et al. (Hrsg.), Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, 2. Aufl., Stuttgart 2005, 113–133, 118; *Spieler*, Kreditderivate – Eine Einführung, in: Eller et al. (Hrsg.), Handbuch strukturierte Kapitalmarktprodukte – Konstruktion, Pricing und Risikomanagement, Stuttgart 1999, 213.

¹⁷ Dazu im Einzelnen *Hutter/Kaulamo/Plepelits*, Die Verwendung von Total Return Equity Swaps bei feindlichen Übernahmen – Eine Analyse nach deutschem und US-amerikanischem Wertpapier- und Übernahmerecht, in: Hutter et al. (Hrsg.), Gedächtnisschrift für Michael Gruson, Berlin 2009, 213–246, 216 Fn. 13.

¹⁰ BGE 134 III 273; 134 III 452; Urteil 5A_116/2009 (28. September 2009) und Urteil 5A_386/2008 (6. April 2009).

¹¹ Gelegentlich finden sich auch die Bezeichnungen *total rate of return swap* (TROR) oder *exchange of return swap*. Vgl. *Spillenkothen*, Supervisory guidance for credit derivatives, in: Board of Governors of the Federal Reserve System (Hrsg.), Supervision and Regulation Letters SR 96–17, 12 August 1996, Appendix; *Winter*, Derivate Finanzinstrumente der dritten Generation, in: Rudolph (Hrsg.), Derivative Finanzinstrumente, Stuttgart 1995, 211–237, 234 f.

¹² *Fabozzi/Davis/Choudhry*, Introduction to structured finance, Hoboken 2006, 58; zu den weiteren Bezeichnungen vgl. den nachfolgenden Text und Abb. 2.

¹³ *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 7. Aufl., München/Boston/etc. 2009, 655 f.; *Fabozzi/Davis/*

von einem bis fünf Jahren, werden aber bei Eintritt eines Kreditereignisses sofort fällig.¹⁸

1.2 Ökonomische Zielsetzungen

1.2.1 Risikoauslagerung

Durch einen Gesamtrendite-Swap können verschiedene ökonomische Interessen bedient werden: So kann der Inhaber des Basiswertes dessen *Risiken* (und Chancen) während einer bestimmten Laufzeit *externalisieren*. Er erwirbt mithin – wie es CGM hier tat – als Swap-Anbieter eine entsprechende Absicherung und wird daher auch als Sicherungsnehmer bzw. Risikoverkäufer (*protection buyer bzw. risk seller*) und sein Kontrahent als Sicherungsgeber bzw. Risikokäufer (*protection seller bzw. risk buyer*) bezeichnet. Da die überwältigten Risiken wie gesehen einem Finanzierungsverhältnis entstammen, handelt es sich beim TRS im Prinzip um ein Kreditderivat (zur vorliegenden Ausnahme vgl. III. 1.3). Besteht das Referenzaktivum wie hier aus einer Aktie, kann der Risikoverkäufer während der Laufzeit des Swaps mit einer fixen Zinszahlung rechnen, während die bei Abschluss des Geschäfts noch nicht absehbaren Marktpreis- und Kreditrisiken (Kursverluste, Dividenden, Default) grundsätzlich dem Risikokäufer zufallen.

Ausserdem kann die Risikoauslagerung vorgenommen werden, selbst wenn im Rahmen des Basiswertes allfällige Abtretungsverbote bestehen und ohne dass der Basiswertschuldner davon überhaupt Kenntnis erlangt, was etwa aus geschäftspolitischer Sicht erwünscht sein kann.

1.2.2 Synthetisierung Eigentum

Weiter ermöglichen es Gesamtrendite-Swaps, die *wirtschaftlichen Konsequenzen des Eigentums* an einem Basiswert auf synthetischem Weg *nachzuvollziehen*, wenn jemand ein bestimmtes Aktivum aus steuerlichen, rechtlichen, regulatorischen oder bilanziellen Gründen nicht im Bestand halten darf oder will.¹⁹ Hier liegt das Hauptaugenmerk folglich nicht auf der Risiko-, sondern auf der Ertragssituation, weshalb CGM als Swap-Anbieter mit Blick auf die Zahlungsströme auch als Gesamtrenditezahler (*total*

return payer) und die SAirGroup als Swap-Abnehmerin auch als Gesamtrenditeempfänger (*total return receiver*) bezeichnet werden könnten.²⁰ Freilich wird im Folgenden davon abgesehen, weil die Parteien vorliegend einen anderen ökonomischen Zweck verfolgten.

In jüngster Vergangenheit kamen Gesamtrendite-Swaps beispielsweise bei feindlichen Übernahmen zum Einsatz, die – weil grundsätzlich in Geld zu erfüllen (*cash-settled total return equity swaps*) – allenfalls nicht meldepflichtig sind und folglich ein «Anschleichen» an die Zielgesellschaft begünstigen.²¹

Insbesondere aber kann ein *Gesamtrenditeempfänger* mittels eines TRS den wirtschaftlichen Ertrag aus einem Referenzaktivum mit einem geringeren Kapitaleinsatz erzielen (nämlich allein mit der Zahlung eines Bezugszinses), als dies im Falle des direkten Erwerbs des Aktivums möglich wäre.

Der *Gesamtrenditezahler* seinerseits strebt die Generierung eines kontinuierlichen (und – wie er hofft – günstigeren) Zinseinkommens an. Um sich gegen seine Ausgleichsverpflichtung für allfällige Wertsteigerungen²² des Referenzaktivums abzusichern, tätigt er in der Regel entsprechende Deckungskäufe.

²⁰ Vgl. etwa *Hutter/Kaulamo/Plepelits* (Fn. 17), 217 (in der Grafik wurden allerdings die ebenfalls angeführten Bezeichnungen des Sicherungsgebers und -nehmers verwechselt).

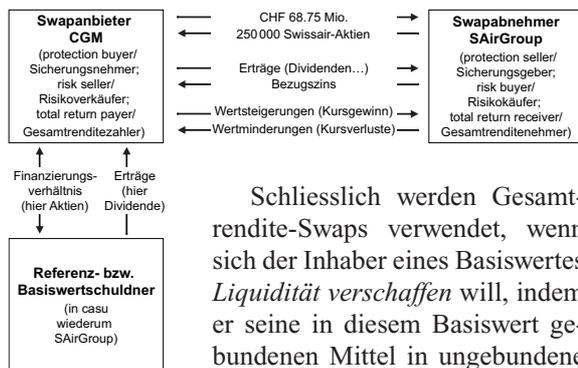
²¹ Dazu schliesst eine potenzielle Übernahmegesellschaft als *total return receiver* bzw. *protection seller* mit mehreren Banken TRS über Beteiligungspapiere einer Zielgesellschaft. Die Banken erwerben zur Absicherung entsprechende Titel, wobei die einzelnen TRS so angelegt sind, dass die meldepflichtigen Schwellenwerte nicht überschritten werden. Am Laufzeitende veräussern die Banken die Titel – aufgrund der vorbestehenden Geschäftsbeziehung zur Übernahmegesellschaft vorzugsweise an diese. Zu den Details *Hutter/Kaulamo/Plepelits* (Fn. 17), 215 ff.

²² Die Transaktion birgt für Swap-Anbieter wie hier CGM (Gesamtrenditezahler/Sicherungsnehmer) zudem das Risiko, nicht von Kurssteigerungen profitieren zu können, da diese gegenüber der Gegenpartei (hier SAirGroup) ebenfalls auszugleichen sind. Daher sollten Swap-Anbieter das Referenzaktivum stets im Bestand halten, ansonsten das Verlustrisiko unbegrenzt würde und das Geschäft spekulativen Charakter erhielte.

¹⁸ *Horat*, Kreditderivate – Variantenreiche Finanzinstrumente mit Potenzial für die Praxis, ST 2003, 969–976, 972.

¹⁹ Detailliert dazu *Hutter/Kaulamo/Plepelits* (Fn. 17), 215 ff.

1.2.3 Liquiditätsbeschaffung



Schliesslich werden Gesamtrendite-Swaps verwendet, wenn sich der Inhaber eines Basiswertes *Liquidität verschaffen* will, indem er seine in diesem Basiswert gebundenen Mittel in ungebundene umwandelt (wie dies bei der SAir-

Group der Fall war). Dabei stehen zwei Wege offen:

In einer ersten Variante²³ ist die Kapitalbeschaffung nur eine vorübergehende. Dazu verkauft eine Partei ein Referenzaktivum an die andere Partei und erhält dafür einen Preis. Daran gekoppelt wird zwischen den Parteien ein Gesamtrendite-Swap mit den vorne beschriebenen Mechanismen vereinbart. Am Ende der Transaktion werden die Titel zum dann aktuellen Kurs *zurückgekauft*. Das wirtschaftliche Ergebnis ist dem eines Repo-Geschäftes (*repurchase agreement*) ähnlich,²⁴ werden doch die Titel zeitweilig auf eine andere Partei übertragen, während Risiko und Ertrag der Titel dem Veräusserer verbleiben, der zugleich Liquidität auf Zeit erhält.²⁵

In der zweiten und *in casu* eingesetzten Variante kommt es am Ende nicht zwingend zu einem Rückkauf (der SAirGroup wurde ein entsprechendes Verkaufsrecht lediglich optional eingeräumt), der Liquiditätszuwachs dauert also fort.

In beiden Fällen, in denen ein Gesamtrendite-Swap zu Liquiditätsbeschaffungszwecken eingesetzt wird, geht also dem für alle TRS charakteristischen Austausch von Zahlungsströmen *eine Eigentumsübertragung an den Basiswerten voraus*, während dieser Vorgang bei Synthetisierungszwecken lediglich optional und bei einer Risikoumwälzung natur-

gemäss ausgeschlossen ist. Im Gegenzug fliesst – da über den Kaufpreis erst am Laufzeitende abgerechnet wird – zunächst eine bloss *Akontozahlung*; mithin eine vorläufige Zahlung zur Begleichung einer in ihrer Höhe noch ungewissen Schuld. (So zahlte CGM der SAirGroup vorerst CHF 68,75 Mio.). Sie unterliegt der Abrechnungspflicht, weshalb eine allfällige Differenz nachzuzahlen beziehungsweise zurückzuerstatten ist.²⁶ Die entsprechende Kompensation wird am Laufzeitende oder (wie *in casu*) bereits früher fällig, wenn etwa bestimmte Schwellenwerte unterschritten werden.

1.3 Zwischenergebnis

Im vorliegenden Fall ist die wirtschaftliche Motivation der SAirGroup zum Abschluss eines TRS augenscheinlich: Eine *Risikoumschichtung* wäre gänzlich undenkbar gewesen, weil das Referenzaktivum aus eigenen Aktien bestand: Die SAirGroup hätte durch den Swap die mit dem vorgängigen Aktienverkauf verbundene Risikoverlagerung sogleich wieder zunichte gemacht. Und für CGM wäre es geradezu paradox gewesen, wenn sie als Inhaberin der SAirGroup-Aktien die mit dem Basiswert verbundenen Risiken just der SAirGroup hätte übertragen wollen. (Es trifft daher für Sonderkonstellationen wie diese, in denen der Swap-Abnehmer zugleich Schuldner des Basiswertes ist, auch nicht zu, dass der Swap-Abnehmer bzw. *total return buyer* neben dem Marktrisiko auch das Kreditrisiko des Referenzaktivums übernimmt, wie das Bundesgericht festhielt.²⁷ Vielmehr verbleiben das Kreditrisiko und insbesondere das Risiko eines insolvenzbedingten Ausfalls des Schuldners als Teilaspekt dem Swap-Anbieter bzw. *in casu* CGM. Trotz seiner Ausgestaltung als TRS bildete der vorliegende Swap damit *kein Kreditderivat*). Schliesslich ist nicht ersichtlich, weshalb die SAirGroup ihre Eigentumsposition hätte *synthetisieren* wollen. Im Lichte der vorstehenden Ausführungen ergibt sich, dass der Gesamtrendite-Swap der SAirGroup *in casu* einzig und allein der *Finanzierung* gedient hat.

Auch das Bundesgericht geht offenbar primär von einem Finanzierungsgeschäft aus, hält jedoch fest, der vorliegende Gesamtrendite-Swap sei ein Innominatkontrakt, der Merkmale mehrerer positiver

²³ Choudhry (Fn. 13), 146, und Csoport, Repurchase Agreements – eine Analyse des Repo-Geschäfts unter besonderer Berücksichtigung der Einsatzbereiche und Risiken, Bern 2001, 17 f. betrachten diese Konstellation offenbar als Grundvariante aller Gesamtrendite-Swaps. A.M. Richa (Fn. 13), 56.

²⁴ Hull (Fn. 13), 656; Richa (Fn. 13), 56.

²⁵ Choudhry (Fn. 13), 152 ff. Giovanoli, Rechtsprobleme von Repurchase Agreements (Repos), Zürich 2003, 117; Einzelheiten bei Csoport (Fn. 23), 16 ff.

²⁶ BGE 134 III 591 (E. 5.2.5).

²⁷ So E. 4.

Vertragstypen aufweise, ohne dass er selbst mit einem Darlehen und die *collaterals* mit Darlehens(teil)rückzahlungen gleichzusetzen wären. Freilich ist eine solche prokrustische Qualifikation gar nicht nötig, ist doch die Absichtspauliana in Art. 288 SchKG derart offen formuliert, dass *jede* Rechtshandlung, die kausal eine Gläubigerschädigung nach sich zieht, (bei gegebenen übrigen Voraussetzungen) angefochten werden kann.

Im Folgenden soll gezeigt werden, dass die Gläubiger der SAirGroup entgegen der höchstrichterlichen Annahme tatsächlich geschädigt wurden. Zu diesem Zweck seien die massgeblichen Voraussetzungen der Absichtsanfechtung vorab kurz rekapituliert.

2. Absichtsanfechtung

Die paulianische Anfechtung gestützt auf Art. 288 SchKG erfasst alle Rechtshandlungen, welche die Schuldnerin innerhalb der Verdachtsfrist von fünf Jahren vor der Pfändung, der Konkurseröffnung oder der Bewilligung einer Nachlassstundung (Art. 331 Abs. 1 SchKG)²⁸ in der der anderen Partei erkennbaren Absicht vorgenommen hat, ihre Gläubiger zu benachteiligen oder einzelne Gläubiger zum Nachteil anderer zu begünstigen. Ziel ist die Wiederherstellung des Zustandes, in welchem sich das zur Befriedigung der übrigen Gläubiger dienende Vermögen des Schuldners im Zeitpunkt der Konkurseröffnung ohne das angefochtene Geschäft befunden hätte.²⁹

2.1 Gläubigerschädigung

Anders als in Art. 287 SchKG wird das Tatbestandselement der Gläubigerschädigung nicht auf ausgewählte Rechtsgeschäfte wie etwa die Bestellung von Sicherheiten beschränkt. Folglich ist für die Absichtsanfechtung nicht die zivilrechtliche Qualifikation der schädigenden Rechtshandlung entscheidend, sondern vielmehr – und allein – deren ökonomischer

Effekt. Massgebend ist eine rein wirtschaftliche Betrachtungsweise: Werden dem schuldnerischen Vermögen (und somit der Zwangsvollstreckung) innerhalb der Verdachtsfrist Werte entzogen, ohne dass sämtliche Gläubiger ihrem Anteil entsprechend davon profitieren, muss die Schädigung (wenigstens einzelner Gläubiger) bejaht werden.

2.1.1 Leistungsgleichwertigkeit

Insbesondere ist von einer Gläubigerschädigung auszugehen, wenn die angefochtene Rechtshandlung nicht im Austausch gleichwertiger Leistungen besteht, namentlich weil der Schuldner im Gegenzug zu den von ihm veräusserten oder verpfändeten Vermögenswerten weder Geld noch Ware erhält. Es mangelt also an der erforderlichen Gleichwertigkeit, wenn der Schuldner eine blosser Forderung erwirbt oder Geld oder andere Vermögenswerte hingibt, bloss um eine *vorbestehende* Schuld zu tilgen oder sicherzustellen.³⁰ (Entgegen den Andeutungen des Bundesgerichts³¹ liegt dabei auch kein «Grenzfall» vor, wenn sich ein Schuldner bereits bei der Kreditaufnahme zur nachträglichen Bestellung einer Sicherheit verpflichtet. Das vorgängige Versprechen bewirkt nämlich keine Gleichwertigkeit der Leistungen im insolvenzrechtlichen Sinne. Es reduziert vielmehr lediglich das Mass der Aufmerksamkeit, welches ein Gläubiger bei Annahme der schuldnerischen Leistung im Hinblick auf eine allfällige Schädigungsabsicht an den Tag legen muss, mindert also die *Erkennbarkeit*.³²).

Zwar erwarb die SAirGroup im Zuge der Transaktion für die von ihr veräusserten Titel zunächst Geld und damit eine auch aus insolvenzrechtlicher Sicht gleichwertige Gegenleistung. Aufgrund der vorne erwähnten Pflicht, über Akontozahlungen abzurechnen, führt indessen in Konstellationen wie der vorliegenden jeder Wertverlust des Referenzaktivums dazu, dass eine Rückerstattung fällig wird – sei es am (regulären oder vorzeitigen) Laufzeitende oder allenfalls bereits früher in Form von *collaterals*, wenn bestimmte Schwellenwerte unterschritten werden.

²⁸ Die Anfechtungsfrist beträgt sodann zwei Jahre seit Zustellung des Pfändungsverlustscheins, der Konkurseröffnung oder der rechtskräftigen Bestätigung des Nachlassvertrages. Im Detail dazu BGE 134 III 273 E. 4.6.3 und *Zellweger-Gutknecht*, Finanzmarktprivatrecht 2007/08 – Leitentscheide und weitere Urteile des Bundesgerichts, recht 2009, 54–78.

²⁹ Vgl. zum Thema eingehend *Vogt*, Krisenmanagement unter dem Damoklesschwert der paulianischen Anfechtung, GesKR 2009, 163–190.

³⁰ E. 2 m.H. auf BGE 99 III 27 E. 4 und 5; 101 III 92 E. 4a; 130 III 235 E. 2.1.2 und 134 III 452 E. 3.1. Zur zeitlichen Abfolge von Leistung und Gegenleistung vgl. auch *Vogt* (Fn. 29), 175 f. und *Vogt/Käser* (Fn. 1), 588 m.H. auf BGE 135 III 276 E. 6.3.1 f.

³¹ E. 2 i.f. m.H. auf BGE 101 III 92 E. 4a.

³² Vgl. BGE 99 III 89 E. 4b.bb, auf den sich auch der vorgenannte BGE 101 III 92 E. 4a bezieht.

Begleitet die Swap-Abnehmerin (hier die SAir-Group) die entsprechende Schuld, erhält sie im Gegenzug keine *neuen* Vermögenswerte. Sie gibt mithin Geld zum blossen Zweck der Tilgung einer Forderung hin.

Hinzu kommt, dass bei einem TRS die einzelnen Kompensationszahlungen – anders als bei den Zahlungsströmen im Rahmen von Währungs- und Zinsswaps – nie wechselseitig fliessen, sondern nur entweder zur einen oder zur anderen Partei. *Collaterals* werden nicht entrichtet, damit ein *counter-collateral* fliesst – was auch widersinnig wäre, da die Voraussetzungen von Kompensation und Gegenkompensation sich gerade ausschliessen. Von einem «Subsynallagma», wie es das Bundesgericht unter Hinweis auf *Zobl/Werlen* annimmt,³³ kann daher hinsichtlich der *collaterals*³⁴ keine Rede sein.

Auch das weitere Argument, die *collaterals* seien «die Gegenleistung für die *weitere* Zurverfügungstellung von Liquidität»³⁵ gewesen, trifft so nicht zu. Es blendet aus, dass CGM die Finanzierung in Wahrheit nur dank der – *längst erhaltenen* – Aktien aufrecht erhielt. Die wahre Gegenleistung für das fortgesetzte Belassen der akonto bezahlten Valuta bei der SAir-Group waren mit anderen Worten stets und einzig die Referenzaktiva bzw. deren Bilanzwert. Dies zeigt sich deutlich schon daran, dass die besagte Liquidität gerade dann weiter zurückgeführt werden musste, sobald und soweit der Kurs dieser Aktien erneut sank.

Andernfalls hätten es Kreditgeber in der Hand, ihre Finanzierung vertraglich einer Teilamortisationsregelung zu unterwerfen und die Kreditfortsetzung von der Rückführung der einzelnen Raten abhängig zu machen. Zu Recht hat aber etwa im Falle der Pauliana gegen die ZKB³⁶ niemand behauptet, die Teilrückzahlungen der SAirGroup von CHF 30 Mio. (Valuta 22.8.01), 30 Mio. (Valuta 6.9.01) und 20 Mio. (Valuta 27.9.01) seien *conditio sine qua non* und damit adäquate Gegenleistung für die Fortsetzung des Restkredites gewesen.

2.1.2 Kausalzusammenhang

Schliesslich steht noch zur Debatte, ob es an einem *Kausalzusammenhang* zwischen der angefochtenen Rechtshandlung und der eingetretenen Gläubigerschädigung fehlt. Dies wäre der Fall, wenn die anderen Gläubiger auch bei richtigem Verhalten des Schuldners zum gleichen Verlust gekommen wären.

Das Bundesgericht hält dazu fest, dass sich die Vermögenslage der SAirGroup bei einer Verweigerung von *collaterals* nicht anders präsentiert hätte, da eine vorzeitige Vertragsauflösung die Folge gewesen wäre, die eine sofortige Abrechnung auf der Basis des aktuellen Aktienwertes nach sich gezogen hätte und dass die SAirGroup sich am Markt anderweitig hätte refinanzieren müssen.³⁷ Das mag zwar stimmen, ändert aber nichts an der Tatsache, dass CGM dadurch wenigstens nicht als *einzelne* Gläubigerin *bevorzugt* befriedigt worden wäre. Vielmehr hätte sie die ausstehende – und aufgrund des Aktienkurszerfalles nun ungedeckte – Kompensationszahlung wie sämtliche übrigen Kurrentgläubiger einfordern müssen.

Angesichts der wenig später eingetretenen Insolvenz bleibt dabei im Mindesten fraglich, ob CGM eine entsprechende «Schlusszahlung» in der Höhe der offenen *collaterals* vorher überhaupt noch hätte annehmen dürfen, oder ob nicht eine Schädigungsabsicht der SAirGroup und eine entsprechende Erkennbarkeit seitens von CGM hätten bejaht werden müssen.

Jedenfalls räumt selbst das Bundesgericht in einem als Leitentscheid vorgesehenen Urteil (und im Widerspruch zu seiner hier vertretenen Position) ein, dass die Rückzahlung eines Darlehens, welches wegen ausgebliebener Gegenleistung gekündigt wurde, gestützt auf Art. 285 ff. SchKG angefochten werden könnte: «Insofern lässt sich ... nicht sagen, die Situation im Rückforderungsfall unterscheide sich nicht von der Aufrechterhaltung der Kreditierung ...».³⁸

2.2 Weitere Voraussetzungen, insbesondere Erkennbarkeit

Das Handelsgericht hat die *Erkennbarkeit* der Schädigungsabsicht – die je für jede Kompensationszahlung einzeln zu beurteilen wäre – im Sinne einer Alternativbegründung zwar verneint. Das Bundes-

³³ E. 6 m.H. auf *Zobl/Werlen* (Fn. 5), 46 f., die an besagter Stelle allerdings nur Währungs- und Zinsswaps behandeln.

³⁴ Wohlgedenkt ist hier nur von den *collaterals* die Rede, nicht aber von Bezugszins und Basiswerterträgen.

³⁵ E. 6 (Hervorhebung hinzugefügt).

³⁶ BGE 134 III 452.

³⁷ E. 6.

³⁸ Zit. Urteil 5A_758/2008 (24. Februar 2010) E. 7 (vgl. auch vorne Fn. 8).

gericht hat sich dazu indessen nicht äussern müssen, da es bereits von einer mangelnden Gläubigerschädigung ausging. Bemerkenswert erscheint aber doch, dass das Bundesgericht in anderen Fällen festgehalten hat, dass «die SAirGroup in erkennbarer Weise jedenfalls mit Beginn des Jahres 2001 in wirtschaftlichen Schwierigkeiten steckte» bzw. dass «[s]pätstens ab Beginn des Jahres 2001 [...] die finanziellen Schwierigkeiten der Beschwerdeführerin nach aussen hin erkennbar, und spätestens ab April [...] selbst für das breite Publikum ersichtlich»³⁹ waren. Wie gesehen setzten die Kompensationszahlungen am 11. April 2001 ein und überdies erst, nachdem die SAirGroup teilweise von ihrer Rückkaufsoption Gebrauch gemacht hatte. Da ein Rückkauf für die SAirGroup nur Sinn machte, wenn sie mit einem längerfristig sinkenden Kurs rechnete, hätte dieser Vorgang die Aufmerksamkeit von CGM bezüglich einer allfälligen Schädigungsabsicht jedenfalls noch zusätzlich erhöhen müssen.

Aufgrund der vorliegenden Argumentationslage hat sich das Bundesgericht auch zur Frage der *Schädigungsabsicht* der SAirGroup nicht geäussert. Es ist aber anzunehmen, dass – gerade angesichts der ausgeübten Rückkaufsoption – jedenfalls ab eingetretener Überschuldung⁴⁰ die Absicht hätte gegeben sein können, genügt es doch, wenn ein Schuldner die Schädigung von Gläubigern als natürliche Folge seiner Handlung in Kauf genommen hat.⁴¹

Ausserdem flossen die Zahlungen innerhalb der fünfjährigen *Verdachtsperiode* vor der Bewilligung der Nachlassstundung vom 5. Oktober 2001. Schliesslich wurde der Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung am 26. Juni 2003 rechtskräftig.⁴² Nach den in BGE 134 III 273 E. 4.6.3 aufgestellten Grundsätzen wäre damit die *Anfechtungsfrist* zwei Jahre später abgelaufen und das Klagerecht verwirkt gewesen.⁴³ Der Sachverhalt erwähnt zwar nur die Klageerhebung vom 21. November 2005 vor dem Handelsgericht. Allerdings ist schon aus der Tatsache, dass die SAirGroup in Nachlassliquidation Zins seit dem 20. Juni 2005 gefordert hat, zu schliessen, dass die

ersten massgeblichen Prozesshandlungen bereits in diesem Zeitpunkt und damit rechtzeitig vorgenommen wurden.⁴⁴ Damit wären jedenfalls die zeitlichen Voraussetzungen gegeben gewesen.

3. Fazit

Zusammenfassend ergibt sich, dass das Bundesgericht bei der vorliegenden Anfechtungsklage gegen Kompensationszahlungen (*collaterals*) im Rahmen eines Gesamtrendite-Swaps zu wenig Rücksicht auf die Sonderkonstellation genommen hat, welche dieser Finanzkontrakt im Vergleich zu den gängigen Währungs- und Zins-Swaps aufweist. Insbesondere fällt der basiswertabhängige Zahlungsstrom (die *collaterals*) je nach Kursverlauf positiv oder negativ aus, fliesst also nicht wechselweise, sondern periodisch stets nur in je eine Richtung. Die Kompensationszahlungen werden dabei zur Tilgung einer Schuld geleistet, ohne dass ihnen eine aus insolvenzrechtlicher Sicht gleichwertige Gegenleistung gegenüberstünde. Der Einwand eines Gläubigers, er hätte seine eigene (Vor-)Leistung ohne die angefochtene Gegenleistung gar nicht erbracht, ist jedenfalls für sich allein noch kein Beleg für die Gleichwertigkeit.

Erweisen sich aber die *collaterals* als blosser Zahlungen zur Tilgung einer fälligen Schuld, die einzelne Gläubiger zum Schaden der übrigen bevorzugen können, sind sie richtigerweise der Absichtsanfechtung zu unterstellen. Ihre zivilrechtliche Qualifikation spielt dabei keine Rolle, ist doch Art. 288 SchKG derart offen formuliert, dass allein der ökonomische Effekt entscheidend ist. Folglich wäre (bei gegebener Schädigungsabsicht und Erkennbarkeit) eine Subsumtion der einzelnen Ausgleichszahlungen eines Gesamtrendite-Swap unter diese Norm nicht nur möglich, sondern unbedingt geboten gewesen. Damit würden solche Geschäfte wohl gemerkt nicht etwa verunmöglicht, sondern im Sinne gleicher Wettbewerbsbedingungen (*dealing at arm's length*) lediglich in dieselben Schranken verwiesen wie andere Finanzierungsgeschäfte auch.

³⁹ BGE 134 III 273 E. 8.1 und 7.1.

⁴⁰ *Ernst*, Die Zahlung fälliger Schuld als Fall der paulianischen Anfechtung in Geschichte und Gegenwart, SJZ 2010 (erscheint demnächst), passim.

⁴¹ Vgl. etwa Urteil 5A_386/2008 vom 6. April 2009 E. 2.

⁴² Vgl. BGE 134 III 452 Sachverhalt Bst. C.

⁴³ E. 4.6.3; vgl. auch vorne Fn. 28.

⁴⁴ Vgl. ZH ZPO § 93 i.V.m. 103 f. und etwa Urteil 5A_320/2007 vom 4. Februar 2008 Sachverhalt Bst. B: Dort leitete die SAirGroup in Nachlassliquidation am 20. Juni 2005 beim Friedensrichteramt und am 21. November 2005 beim Handelsgericht Zürich Klage ein.

