

Kündbaren Anleihen droht in Österreich das Aus

Konsumentenschützer betreiben ein Verfahren, das Anleiheemittenten das Recht auf vorzeitige Kündigung nehmen soll. Stimmt der OGH hier zu, würden „Callable Bonds“ vom österreichischen Markt verschwinden.

Tibor Fabian*

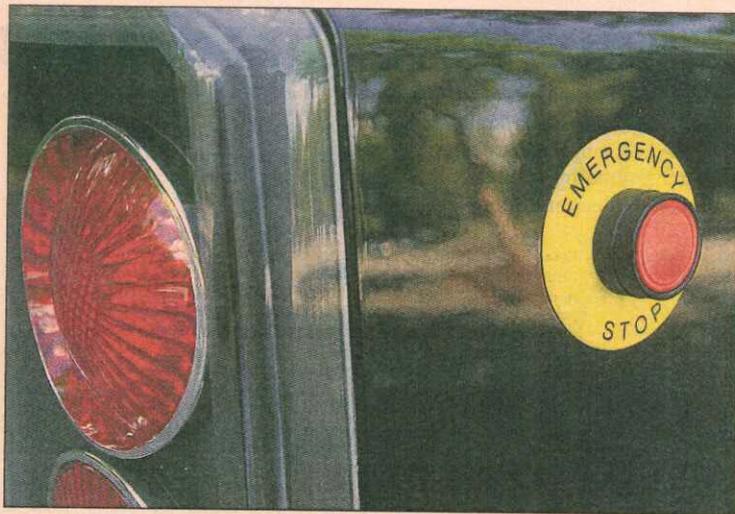
Der Verein für Konsumenteninformation (VKI) ist schon öfter erfolgreich gegen Klauseln vorgegangen, die von Banken im Massengeschäft verwendet wurden – etwa Zinsänderungsklauseln, die Konsumenten benachteiligten, oder unausgewogene Bestimmungen in allgemeinen Geschäftsbedingungen.

Nun hat der VKI auch Anleiheklauseln aufs Korn genommen. So gibt es mittlerweile ein über zwei Instanzen geführtes Verfahren, in dem zuletzt das Oberlandesgericht Wien unter anderem die Kündigungsbestimmungen und die kollektive Bindung von Gläubigerversammlungen als gesetzwidrig eingestuft hat (5R 63/08h). Eine Entscheidung des Obersten Gerichts-

hofes steht zwar noch aus, es ist aber zu erwarten, dass sie bestätigend ausfallen wird.

Angegriffen wurde die Bestimmung, wonach nur dem Emittenten das Recht auf eine vorzeitige Kündigung der Anleihe zusteht. Also darf z. B. bei einer siebenjährigen Anleihe der Anleiheschuldner schon nach drei oder fünf Jahren die Anleihe vorzeitig tilgen. Die Konsumentenschützer und Gerichte sahen dies als unfair an, dieses Kündigungsrecht müsse auch dem Investor zustehen.

Dabei wird aber der wirtschaftliche Hintergrund außer Acht gelassen. Formal mögen nur dem Emittenten zustehende Kündigungsrechte wie eine einseitige Bevorzugung erscheinen, die im Widerspruch zum Konsumentenschutz steht. Wirtschaftlich wird aber die Kündigungsmöglichkeit beim Pricing der Anleihe berücksichtigt, sodass sie sich auch in ihrer Konditionierung niederschlägt (sogenannte „Callable Bonds“). Das vorzeitige Kündigungsrecht ist nicht kostenlos. Es stellt vielmehr eine Option dar, für die der Emittent bezahlen muss. Ein Blick in jedes Standardwerk über Finanzinstrumente hätte gezeigt, dass es anerkannte Methoden gibt, diese „eingebauten Optionen“ zu bewerten.



Bei manchen Anleihen können die Emittenten den Stopp-Knopf drücken und vorzeitig tilgen. Die Investoren haben dieses Recht zum Ärger der Konsumentenschützer nicht. Foto: AP

Ein Verbot solcher „Callable Bonds“ würde eine ganze Kategorie von Anleihen unmöglich machen, die wirtschaftlich durchaus sinnvoll sind. Solche Anleihen sind international üblich, nur der österreichische Markt wäre von solchen Produkten abgeschnitten, obwohl sie keine „giftigen Papiere“ sind. Außerdem kann die Kündigungsklausel auch einseitig zugunsten des Investors ausgestaltet sein.

Auch Fonds fallen aus

Nicht einmal Fonds könnten vermutlich „Callable Bonds“ angeboten werden, obwohl Fondsmanager auch schon kompliziertere Produkte gekauft haben, und eine Beschränkung des Verkaufs an Nichtkonsumenten wird insbesondere im Sekundärmarkt nicht möglich

sein. Da Anleihen in ihren Bedingungen nicht zwischen Unternehmern und Konsumenten als Investoren unterscheiden können, wäre ein komplettes Aus die Folge.

Auch Unternehmen, die „Corporate Bonds“ emittieren, wären betroffen. Diese Finanzierungsform ist in der Vergangenheit als Alternative zum traditionellen Bankkredit sehr propagiert worden.

Weitergedacht wären dann auch gewisse Doppelwährungsanleihen oder andere Produkte mit eingebauten Optionen unzulässig, bei denen dem Emittenten – ausdrücklich oder implizit – einseitige Wahlrechte zustehen.

Der VKI und die Gerichte haben sich auch an der – international üblichen – abschließenden Regelung der Kündigungsbestimmungen ge-

stoßen, wonach das außerordentliche Kündigungsrecht des Investors auf gewisse Fälle beschränkt und an gewisse Gläubigermehrheiten gebunden ist („Collective Action Clauses“). Laut OLG Wien muss ein Dauerschuldverhältnis wie eine Anleihe immer aus wichtigen Gründen gekündigt werden können – für den VKI wäre das etwa die Bonitätsverschlechterung. Ginge dies durch, so würde der Hauptcharakter der Anleihe, dass nämlich die Investoren auf die Laufzeit der Anleihe das Bonitätsrisiko des Emittenten nehmen, ad absurdum geführt.

Im Schuldverschreibungsrecht muss der Rechtsgrundsatz der Kündigung aus wichtigem Grund eingeschränkt werden, um dem Schuldner die nötige Rechtssicherheit und finanzielle Planungssicherheit zu geben. Daher sah der – inzwischen überholte – bundesdeutsche Referentenentwurf zur Neuregelung des Schuldverschreibungsrechtes auch vor, dass die Anleihebedingungen das Kündigungsrecht der Gläubiger abschließend regeln können. Unser Kuratorengesetz von 1874 stand Pate für das deutsche Schuldverschreibungsrecht von 1899, und Österreich täte auch gut daran, nach mehr als 130 Jahren das Anleihenrecht behutsam zu modernisieren. Bindende Gläubigerbeschlüsse sind nach derzeitigem österreichischem Recht kaum möglich, würden aber gerade in Krisenzeiten sinnvolle Änderungen der Anleihebestimmungen ermöglichen.

*Dr. Tibor Fabian ist Partner bei Binder Grösswang Rechtsanwälte. fabian@bindergrösswang.at