

# Unternehmensanleihen als notenbankfähige Sicherheiten

## Gleichzeitig eine Auseinandersetzung mit dem neuen Anleihekaufprogramm der EZB

Oliver Völkel

Die EZB hat im Juni 2016 den Beschluss gefasst, Anleihen von Unternehmen am Primär- und am Sekundärmarkt aufzukaufen. Neben diesem Beschluss hat die EZB mittlerweile technische Richtlinien sowie ein Q&A für das *corporate sector purchase programme* (CSPP) veröffentlicht. Ein wesentlicher Eckpunkt des CSPP ist die Beschränkung auf den Erwerb notenbankfähiger Sicherheiten. Ob eine Unternehmensanleihe als notenbankfähige Sicherheit gilt, richtet sich dabei nach der Leitlinie EZB/2014/60. Die EZB stellt jedoch noch weitere Anforderungen auf. Dieser Beitrag gibt einen Überblick über die allgemeinen Anforderungen an notenbankfähige Sicherheiten und geht konkret auf die ergänzenden Anforderungen der EZB beim Ankauf von Unternehmensanleihen ein.

Stichwörter: Anleihe, Anleihekaufprogramm, Bond, Corporate Bond, EZB, Kaufprogramm, Notenbankfähig, Rating, Unternehmensanleihe.

JEL-Classification: E 31, E 52.

In June of 2016, the ECB has decided to commence the purchase of corporate bonds in the primary and secondary market. The ECB has published technical guidelines and a designated Q&A for the corporate sector purchase program (CSPP). One of the CSPP's cornerstones is the restriction on the purchase of eligible assets in the sense of guideline ECB/2014/60. The main criteria for corporate bonds to be considered eligible assets are set out in this guideline. The ECB has issued, however, further requirements for assets to be purchased under the CSPP. This article provides an overview on the requirements for eligible assets and focuses on the ECB's additional requirements for corporate bonds.

### 1. Ankaufprogramme der EZB

#### 1.1. Programme 2014 und 2015

Unter der Bezeichnung „Asset Purchase Programme“ (APP) hat die EZB seit Oktober 2014 mehrere Programme zum Ankauf von Vermögenswerten am Kapitalmarkt beschlossen. Den Auftakt bildete das Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen im Oktober 2014,<sup>1)</sup> gefolgt vom Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities im November desselben Jahres.<sup>2)</sup> 2015 folgte das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten.<sup>3)</sup>

Durch den gezielten Ankauf von Bankwertpapieren durch die EZB sollen die Märkte mit frischer Liquidität versorgt und die Zinsen für die Kreditvergabe gesenkt werden. Billigere Kredite sollen die Investitionstätigkeit der Unternehmen anregen und dadurch zum Wachstum der Wirtschaft beitragen. Auf diese Weise soll die Gefahr einer Deflation gebannt und die Inflation wieder auf das gesteckte Ziel von knapp unter 2% angehoben werden.

#### 1.2. Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors

Allerdings dürfte allerdings die Kreditvergabe an investitionsfreudige Unternehmen für den Geschmack der EZB zu schwerfällig erfolgt sein. Denn im März 2016 gab die EZB ihren Plan bekannt, im Rahmen eines neuen Ankaufprogramms auch Unternehmensanleihen am Kapitalmarkt erwerben zu wollen. Anfang Juni 2016 hat die EZB nun einen entsprechenden Beschluss gefasst<sup>4)</sup> und Details zum *corporate sector purchase programme* (CSPP) in zwei technischen Richtlinien,<sup>5)</sup> sowie einem Q&A<sup>6)</sup> veröffentlicht.

Beim Ankauf der Anleihen handelt die EZB durch sechs nationale Zentral-



Foto: Nadine Studeny Photography

RA Dr. Oliver Völkel, LL.M.,  
Stadler Völkel Rechtsanwälte;  
e-mail: oliver.voelkel@svlaw.at

banken, die jeweils bestimmte Länder der Eurozone abdecken. Die Deutsche Bundesbank ist erwartungsgemäß für den Kauf deutscher Unternehmensanleihen zuständig; der Ankauf österreichischer Anleihen wird von der Bank of Finland durchgeführt.<sup>7)</sup> Anleihen sollen grundsätzlich am Primär- und am Sekundärmarkt erworben werden. Bis zu 70% einer einzelnen Emission können von der EZB angekauft werden. Das Volumen kann bis zu 80 Milliarden Euro monatlich betragen.<sup>8)</sup>

Aufgrund dieses Nachfrageschubs ist mit günstigeren Finanzierungskosten zu rechnen. Für Unternehmen kann es nun interessant sein, neue Anleihen zu begeben oder auch bestehende Anleihen zu refinanzieren. Sollen die Unternehmensanleihen für das Ankaufprogramm der EZB in Betracht kommen, gilt es allerdings bestimmte Anforderungen zu beachten.

1) Beschluss EZB/2014/40 vom 15.10.2014.  
2) Beschluss EZB/2014/45 vom 19.11.2014.  
3) Beschluss EZB/2015/10 vom 4.3.2015.  
4) Beschluss EZB/2016/16 vom 1.6.2016.  
5) EZB-Pressemitteilung vom 21.4.2016 (EZB-RL I); EZB-Pressemitteilung vom

2.6.2016 (EZB-RL II).  
6) CSPP Questions & Answers in der Fassung vom 2.6.2016 (CSPP Q&A).  
7) Q 10 CSPP Q&A.  
8) Q 23 CSPP Q&A.

## 2. Beschränkung auf den Kauf notenbankfähiger Sicherheiten

Ein wesentlicher Eckpunkt des CSPP ist die Beschränkung auf den Kauf notenbankfähiger Sicherheiten. Welche Unternehmensanleihen als notenbankfähige Sicherheit gelten, richtet sich dabei zunächst nach der einschlägigen Leitlinie EZB/2014/60 (EZB-LL).<sup>9)</sup> Die EZB belässt es jedoch nicht bei diesem Verweis sondern stellt in Beschluss EZB/2016/16 (EZB-B)<sup>10)</sup> weitere Anforderungen an Unternehmensanleihen auf.

Nachfolgend sollen die allgemeinen Anforderungen an notenbankfähige Sicherheiten nach der EZB-LL dargestellt sowie die ergänzenden Anforderungen nach dem EZB-B bei Unternehmensanleihen beleuchtet werden. Die Gliederung folgt dabei lose der oft in Anleihebedingungen zu findenden Reihung. Asset-Backed Securities werden aus der Darstellung ausgeklammert; für diese bestehen ergänzende Anforderungen.

### 2.1. Die Emittentin

#### 2.1.1. Allgemeine Anforderungen

Notenbankfähige Schuldtitel können nach der EZB-LL unter anderem von finanziellen oder nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begeben werden.<sup>11)</sup> Damit ist allerdings keine Einschränkung auf bestimmte Rechtsformen verbunden. Die EZB-LL verweist vielmehr auf die Definitionen in VO 549/2013/EU.<sup>12)</sup> Auch Papiere von „Genossenschaften und Personengesellschaften mit eigener Rechtspersönlichkeit“ sind erfasst.<sup>13)</sup> Damit kommen grundsätzlich auch Schuldtitel von Offenen Gesellschaften oder Kommanditgesellschaften nach österreichischem Recht als notenbankfähige Sicherheit in Betracht.

Es sind nur Schuldtitel einer Emittentin mit Sitz im EWR oder in einem anderen G-10-Land notenbankfähig (Vereinigte Staaten, Kanada, Japan und die Schweiz).<sup>14)</sup> Liegt kein Rating der Emission oder der Emittentin vor, muss der Emissionort in der Eurozone liegen.<sup>15)</sup>

#### 2.1.2. Ergänzende Anforderungen

Für das Ankaufprogramm der EZB kommen ausschließlich Schuldtitel von

Unternehmen mit satzungsmäßigem Sitz in einem Mitgliedstaat der Eurozone in Betracht.<sup>16)</sup> Auf den Sitz von übergeordneten Konzern-Gesellschaften soll es ausdrücklich nicht ankommen.<sup>17)</sup> Auch Anleihen von Unternehmen, deren Konzernleitung außerhalb der Eurozone liegt, kommen damit für den Erwerb durch die EZB in Betracht.

Um eine Abgrenzung zu den drei weiteren Ankaufprogrammen zu bilden, darf die Emittentin kein Kreditinstitut und keine Wertpapierfirma im Sinn der MiFID II sein und kein solches Institut als Mutterunternehmen haben.<sup>18)</sup> Es schadet jedoch nicht, wenn zum Konzern auch ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma gehört, solange es kein Mutterunternehmen der emittierenden Konzerngesellschaft ist.<sup>19)</sup>

Weiters darf die Emittentin kein beaufsichtigtes Unternehmen im Sinn der SSM-RahmenVO sein und nicht Mitglied einer beaufsichtigten Gruppe.<sup>20)</sup> Auch darf die Emittentin kein Mutterunternehmen haben, das der Bankenaufsicht außerhalb der Eurozone unterliegt.<sup>21)</sup>

Für den Begriff des Mutterunternehmens ist die Definition der CRR maßgeblich.<sup>22)</sup> Damit werden nicht nur gesellschaftsrechtliche Beteiligungen erfasst, sondern alle Unternehmen, die tatsächlich einen beherrschenden Einfluss auf ein anderes Unternehmen ausüben.<sup>23)</sup>

Auch hinsichtlich bereits bestehender Finanzmarktverbindlichkeiten legt der EZB-B Anforderungen fest. Die Emittentin darf bislang keine *Asset-Backed Securities*, *Multi-cédulas* oder strukturierte gedeckte Schuldverschreibungen begeben haben.<sup>24)</sup>

Letztlich darf es sich bei der Emittentin nicht um eine Zweckgesellschaft zur Ausgliederung von Vermögenswerten nach dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus handeln (Art 26 VO 806/2014/EU) und sie darf kein nationaler Vermögensverwaltungs- und Veräußerungsfonds sein.<sup>25)</sup>

#### 2.1.3 Einschränkung bei öffentlichen Unternehmen

Während der Anleihekauf von Unternehmen in privater Hand sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt erfolgen kann, kommt ein Ankauf bei öffentlichen

Unternehmen nur am Sekundärmarkt in Betracht.<sup>26)</sup> Als „öffentlich“ gilt ein Unternehmen, wenn der Staat oder andere Gebietskörperschaften aufgrund von Eigentumsrechten, finanziellen Beteiligungen oder Bestimmungen, die die Tätigkeit der Unternehmen regeln, unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluss ausüben können. Beherrschender Einfluss liegt jedenfalls bei einer Mehrheit des gezeichneten Kapitals vor, oder auch bei einer Mehrheit an Stimmrechten oder Beststellungsrechten von mehr als der Hälfte der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans.<sup>27)</sup>

### 2.2. Emissionsvolumen, Laufzeit

Die EZB-LL enthält keine Bestimmungen zum Emissionsvolumen oder zur Laufzeit notenbankfähiger Sicherheiten. Auch kurzfristige Commercial Paper oder sehr langfristige Schuldtitel können damit notenbankfähig sein.

Auch die EZB hält für das Ankaufprogramm nochmals ausdrücklich fest, dass kein Mindestemissionsvolumen vorgeschrieben wird.<sup>28)</sup> Damit soll sichergestellt werden, dass auch Schuldtitel kleinerer Unternehmen angekauft werden. Es werden jedoch ergänzende Vorgaben zur Laufzeit gemacht. Nur solche Anleihen kommen für das Ankaufprogramm infrage, deren (Rest-)Laufzeit beim Ankauf zumindest sechs Monate und weniger als 31 Jahre beträgt (max 30 Jahre und 364 Tage).<sup>29)</sup>

### 2.3. Währung, Ausgabepreis

Um notenbankfähig zu sein, müssen Schuldtitel nach der EZB-LL auf Euro lauten oder bei Altmissionen auf die ehemalige Landeswährung. Neuemissionen sind nur mehr in Euro zulässig. Für das Anleihekaufprogramm kommen nur auf Euro lautende Schuldverschreibungen infrage.<sup>30)</sup>

Zum Ausgabepreis legt die EZB-LL keine Anforderungen fest. Er könnte daher auch unter oder über dem Nominale liegen. Eine gewisse Einschränkung ergibt sich allerdings aus den Regeln über die Verzinsung, wonach eine rechnerische Negativverzinsung unzulässig ist (siehe dazu weiter unten). Im Rahmen des Ankaufprogramms ist eine negative Rendite zulässig, solange die Rendite bis zur Fälligkeit über dem geltenden EZB-

9) Leitlinie (EU) 2015/510 (EZB/2014/60; EZB-LL).

10) Beschluss (EU) 2016/948 (EZB/2016/16; EZB-B).

11) Art 69 Abs 1 EZB-LL.

12) Art 2 Z 69 EZB-LL.

13) Vgl. Punkte 2.45 und 2.55 VO 549/2013/EU.

14) Art 70 EZB-LL.

15) Art 66 Abs 2 EZB-LL.

16) Art 2 Z 1 lit a) EZB-B.

17) Q 21 CSPP Q&A.

18) Art 2 Z 1 lit b), c) und f) EZB-B.

19) Q 21 CSPP Q&A.

20) Art 2 Z 1 lit e) EZB-B.

21) Art 2 Z 1 lit d) EZB-B.

22) Art 2 Z 1 lit c) EZB-B.

23) Art 4 Abs 15 CRR.

24) Art 2 Z 1 lit g) bis i) EZB-B.

25) Art 2 Z 1 lit j) und k) EZB-B.

26) Art 1 S 2 EZB-B.

27) Art 8 VO 3603/93/EG.

28) Q 14 CSPP Q&A.

29) Art 2 Z 2 EZB-B.

30) Art 2 Z 4 EZB-B.

Einlagesatz zum Zeitpunkt des Kaufs liegt,<sup>31)</sup> derzeit sind dies -0,4%.

**2.4. Status, Form, Verbriefung, Hinterlegung**

Die Schuldtitel dürfen nach der EZB-LL keinen nachrangigen Status aufweisen, um notenbankfähig zu sein.<sup>32)</sup> Die EZB stellt für ihr Ankaufprogramm keine zusätzlichen Anforderungen auf.

Die Regelungen der EZB-LL zu Form, Verbriefung und Hinterlegung von internationalen Schuldverschreibungen<sup>33)</sup> sind mit einigen Übergangsregeln ausgestaltet:

**2.5. Börsezulassung**

Um notenbankfähig zu sein, müssen die Schuldtitel nach der EZB-LL an einem geregelten Markt im Sinn der MiFID II oder an einem zugelassenen nicht geregelten Markt notieren. In Österreich ist der Dritte Markt der Wiener Börse ein solcher zugelassener nicht geregelter Markt. Die EZB stellt für ihr Ankaufprogramm keine ergänzenden Anforderungen auf.

**2.6. Übertragbarkeit**

Um notenbankfähig zu sein, müssen die Schuldtitel stückelos (buchmäßig) übertragbar sein.<sup>34)</sup> Ob Beschränkungen der Übertragbarkeit zulässig sind, lässt sich daraus nicht unmittelbar ableiten. Nach der EZB-LL kann die Bestellung notenbankfähiger Sicherheiten entweder durch Eigentumsübertragung oder Bestellung eines Pfandrechts erfolgen.<sup>35)</sup> Darin könnte die grundsätzliche Zulässigkeit gewisser Übertragungsbeschränkung erblickt werden, solange weiterhin zumindest die Möglichkeit der Verpfändung besteht. Im Zusammenhang mit Kreditforderungen hält die EZB-LL jedoch ausdrücklich fest, dass diese vollständig übertragbar sein müssen und keine Beschränkungen hinsichtlich der Nutzung der Kreditforderung als Sicherheit enthalten dürfen.<sup>36)</sup> Wegen der grundsätzlich gleichen Interessenlage wird dies wohl genauso für Unternehmensanleihen zu gelten haben. Beschränkungen der Übertragbarkeit sind damit unzulässig.

**2.7. Verzinsung**

Bei der Art der Verzinsung besteht nach der EZB-LL nur ein geringer Gestaltungsspielraum. Zulässig sind fix verzinsten Schuldtitel, Nullkupon-Schuldtitel und variabel verzinsten Papiere.<sup>37)</sup> Die Möglichkeit einer Kombination der

Tabelle 1: Matrix von Form, Verbriefung, Hinterlegung notenbankfähiger Sicherheiten\*)

Verbriefung	Lautend auf	NGN/CGN	WV ist IZ?	Notenbankfähig?
Sammelurkunde	Inhaber	NGN	Ja	Ja
			Nein	Nein
Sammelurkunde	Inhaber	CGN	N/A	Nein <sup>X1</sup>
Sammelurkunde	Name	CGN	N/A	Nein <sup>X2</sup>
Sammelurkunde	Name	NSS*	Ja	Ja
			Nein	Nein
Einzelurkunde	Inhaber	N/A	N/A	Nein <sup>X2</sup>

Legende: NGN = New Global Note; CGN = Classical Global Note; NSS = New Safekeeping Structure; WV = Verwahrer; IZ = Internationaler Zentralverwahrer.

X1: Bis zum 31.12.2006 emittierte Papiere und später unter gleicher ISIN erfolgte Aufstockungen bleiben notenbankfähig.

X2: Bis zum 30.9.2010 erfolgte Emissionen bleiben notenbankfähig.

\*) Anhang XI EZB-LL.

Verzinsungsformen (etwa fix zu variable Verzinsung) wird in der EZB-LL nicht ausdrücklich angesprochen. Eine Kombination sollte die Notenbankfähigkeit nicht beeinträchtigen, solange die weiteren Vorgaben der EZB-LL beachtet werden.

Als quasi vor die Klammer gezogene Einschränkung darf die Verzinsung weder zu einem negativen Zinssatz noch zu einem negativen Cashflow führen.<sup>38)</sup> Sowohl das rechnerische Absinken des Zinssatzes unter null ist somit unzulässig wie auch das potentielle Entstehen einer „umgekehrten“ Zahlungspflicht auf andere Weise.

Bei einer variablen Verzinsung bestehen nach der EZB-Leitlinie starke Einschränkungen. Nur die Formel  $Z = RL \pm X \geq 0$  ist zur Zinsberechnung zulässig.<sup>39)</sup>

So ist zunächst nur der Bezug auf einen bestimmten Referenzzinssatz *R* gestattet. Zulässige Referenzzinssätze sind Euro-Geldmarktsätze (EURIBOR, LIBOR, etc), Constant-Maturity-Swap-sätze (CMS, EIISDA, EUSA, etc), Renditen von Staatsanleihen im Euroraum mit einer Laufzeit von höchstens einem Jahr und ein Inflationsindex im Euroraum.<sup>40)</sup> Der Bezug auf ein Underlying wie beispielsweise Kurse von anderen Wertpapieren (auch jene des emittierenden Unternehmens selbst) oder Währungen scheidet damit für notenbankfähige Wertpapiere aus.

Zulässig sind weiters der Einsatz eines Hebelfaktors *L* und ein fixer Zinsaufschlag *X*. Der Hebelfaktor darf nicht unter null sinken (keine Negativverzinsung)

und muss bei einem an den Inflationsindex gekoppelten Referenzzinssatz stets eins betragen. Mit anderen Worten ist in diesem Fall kein Hebelfaktor gestattet. Eine Zinsunter- und -obergrenze ist ebenfalls zulässig.

Sämtliche Formelbestandteile müssen bereits bei der Emission vordefiniert sein oder sich im Laufe der Zeit nur im Einklang mit einem bei Emission vordefinierten Verlauf ändern können.<sup>41)</sup> Die Bedingungen der Schuldtitel dürfen weiters der Emittenten keine Wahlmöglichkeit zwischen verschiedenen Verzinsungsformen einräumen.<sup>42)</sup>

Aus der Definition der EZB-Leitlinie von „variabler Verzinsung“ und „mehrstufig verzinstes Papier“ ergeben sich weitere Einschränkungen. So darf der Zeitraum bis zur nächsten Zinsanpassung im Fall einer variablen Verzinsung nicht länger als ein Jahr betragen.<sup>43)</sup> Im Fall einer mehrstufigen Verzinsung ist die Marge nach einem festgelegten Zeitplan zu festgelegten Terminen (in der Regel der Kündigungstermin oder der Tag der Zinszahlung) öfters als einmal während der Laufzeit zu erhöhen.<sup>44)</sup>

**2.8. Rückzahlung**

Um als notenbankfähig zu gelten, müssen die Schuldtitel nach der EZB-LL entweder auf einen festen Rückzahlungsbetrag lauten oder auf einen variablen Betrag, der jedoch nur an einen Inflationsindex im Euroraum geknüpft sein darf.<sup>45)</sup> Eine sonstige komplexe Gestaltung ist unzulässig. Weiters muss die Rückzahlung unbedingt erfolgen, darf also nicht

31) Art 2 Z 5 EZB-B.

32) Art 64 EZB-LL.

33) Art 66 Abs 3 EZB-LL.

34) Art 67 Abs 1 EZB-LL.

35) Art 58 Abs 3 EZB-LL.

36) Art 104 Abs 1 EZB-LL.

37) Art 63 Abs 1 lit a) u. b) EZB-LL.

38) Art 63 Abs 1 lit a), lit b), Abs 2 EZB-LL.

39) Art 63 Abs 1 lit b) EZB-LL.

40) Art 63 Abs 1 lit b) sub i) EZB-LL.

41) Art 63 Abs 1 lit b) sub ii) EZB-LL.

42) Art 63 Abs 5 EZB-LL.

43) Art 12 Z 39 EZB-LL.

44) Art 12 Z 65 EZB-LL.

45) Art 62 Abs 1 lit a) u. b) EZB-LL.

Tabelle 2: Tabellarische Übersicht

	Notenbankfähig (EZB-LL)	Geeignet für Ankaufprogramm
Emittentin	Nur Art 69 Abs 1 EZB-LL	Kein KI; keine WP-Firma; keine solchen übergeordneten U.
Beaufsichtigung	Keine Regelung	Keine Beaufsichtigung erlaubt
Andere Produkte	Keine Regelung	Keine ABS, MC oder strukturiert gedeckte Papiere emittiert
Öffentlich/Privat	Keine Regelung	Öffentliche U: Nur Ankauf am Sekundärmarkt
Sitz	G-10 Land	Eurozone
Volumen	Keine Regelung	Keine Regelung
Laufzeit	Keine Regelung	Min 6 Mo, max 30 Jahre
Währung	Euro (bei Altmission auch frühere Währung)	Euro
Ausgabepreis	Grenzen durch Negativzinsverbot; Negativrendite zulässig	Grenzen durch Negativzinsverbot; Negativrendite zulässig
Form	Inhaberpapiere	Inhaberpapiere
Status	Nicht nachrangig (vgl Tabelle 1)	Nicht nachrangig (vgl Tabelle 1)
Verbriefung	Sammelurkunde (vgl Tabelle 1)	Sammelurkunde (vgl Tabelle 1)
Verwahrung	Vgl Tabelle 1	Vgl Tabelle 1, bei Neuemission in erster Linie OeKB.
Börsezulassung	Geregelter Markt, Dritter Markt der Wr. Börse	Geregelter Markt, Dritter Markt der Wr. Börse
Übertragbarkeit	Stückelos (buchmäßig) Keine Beschränkungen zulässig	Stückelos (buchmäßig) Keine Beschränkungen zulässig
Verzinsung	Fix, variabel, Nullkupon; enge Grenzen; keine Wahlrechte für Emittentin	Fix, variabel, Nullkupon; enge Grenzen; keine Wahlrechte für Emittentin
Rückzahlung	Unbedingt; keine Options- oder ähnliche Rechte	Unbedingt; keine Options- oder ähnliche Rechte
Rating	Zumindest BBB+	Zumindest BBB+

an Rückzahlungsbedingungen geknüpft sein.<sup>46)</sup>

Die Schuldtitel dürfen darüber hinaus keine Optionsscheine oder ähnliche Rechte enthalten,<sup>47)</sup> die dem Zeichner anstelle der Rückzahlung etwa ein Recht auf Bezug von Aktien der Emittentin einräumen. Der Grund dafür wird erst bei einem Blick auf die bereits diskutierte Formen der Sicherheitenbestellung ersichtlich. Neben der Eigentumsübertragung ist auch die Verpfändung zulässig.<sup>48)</sup> Im Fall einer Verpfändung könnte der Sicherheitengeber als Eigentümer weiterhin das Optionsrecht ausüben und die Sicherheit damit beeinträchtigen.

**2.9. Rating**

Um notesbankfähig zu sein, müssen die Schuldtitel nach der EZB-LL ein Emissionsrating mindestens eines zugelassenen Ratinginstituts in Form eines öffentlichen Ratings aufweisen.<sup>49)</sup> Das Rating muss mindestens der Bonitätsstufe 3 entsprechen. Zugelassene Ratinginstitute sind derzeit Dominion Bond Ratings Services (DBRS), FitchRatings, Moody's und Standard & Poor's.<sup>50)</sup> Der Bonitätsstufe 3 entsprechen derzeit die Ratings BBBH bis BBBL (DBRS), BBB+ bis BBB (FitchRatings und Stan-

dard & Poor's) sowie Baa1 bis Baa3 (Moody's).<sup>51)</sup>

**3. Schädliche Klauseln in Anleihebedingungen?**

Die EZB-LL gibt recht klare Vorgaben, wie eine Unternehmensanleihe ausgestaltet ist, um notesbankfähig zu sein. Zu manchen in Anleihebedingungen durchaus gängigen Klauseln finden sich jedoch keine klaren Aussagen. Solche Klauseln müssen im Einzelfall darauf überprüft werden, ob sie die Notenbankfähigkeit allenfalls beeinträchtigen. Die jeweils anzustellenden Überlegungen sollen anhand von drei Beispielen demonstriert werden.

**3.1. Negativverpflichtungen der Emittentin**

Oft ist in Anleihebedingungen die Pflicht der Emittentin zu finden, für andere Kapitalmarktverbindlichkeiten keine bzw. nur dann Sicherheiten zu bestellen, wenn gleichzeitig dieselben Sicherheiten für die vorherige Emission bestellt werden. Solche und ähnliche Verpflichtungen berühren keine der oben dargestellten Anforderungen und sollten daher jedenfalls zulässig sein.

**3.2. Recht auf vorzeitige Rückzahlung**

Eine vorzeitige Rückzahlung oder ein Kündigungsrecht ist sowohl für die Emittentin als auch für die Anleihegläubiger denkbar. Emittentenseitig findet es sich häufig als Kündigungsrecht aus steuerlichen oder regulatorischen Gründen. Anlegerseitig wird es häufig für den Fall eingeräumt, dass die Emittentin ihren Verpflichtungen nicht nachkommt. Auch willkürliche Kündigungsrechte sind vorstellbar, etwa um eine günstige Refinanzierung zu ermöglichen.

Nach der EZB-LL sind von einer Entscheidung der Emittentin abhängige Änderungen der festgelegten Kuponstruktur nicht zulässig.<sup>52)</sup> Außerdem darf die Rückzahlung nicht an Bedingungen geknüpft sein.<sup>53)</sup> Es könnte überlegt werden, ob die Kündigung zum Eintritt einer Bedingung führt oder ob durch die Verkürzung der Laufzeit eine Änderung der Kuponstruktur eintritt. Diese Anforderungen wird man aber im breiteren Kontext des Werterhalts der Schuldtitel sehen müssen. Zumindest Kündigungsrechte aus klar vordefinierten Gründen wie etwa im Fall einer Kündigung aus steuerlichen oder regulatorischen Gründen sollten somit zulässig sein.

46) Ebd.

47) Art 62 Abs 3 EZB-LL.

48) Art 58 Abs 3 lit a) u. b) EZB-LL.

49) Art 82 Abs 1 lit a) EZB-LL.

50) EZB, <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html> (11.07.2016).

51) Vgl. auch §§ 2 bis 5 CRR-MappingV

(BGBl II Nr 382/2013).

52) Art 63 Abs 5 EZB-LL.

53) Art 62 Abs 1 lit a) und b) EZB-LL.

### 3.3. Schuldnerersetzung

Gelegentlich findet sich in den Bedingungen von Unternehmensanleihen das Recht der Emittentin, ihre Verpflichtungen auf andere (in der Regel Konzern-) Gesellschaften zu überbinden. Solche Klauseln könnten problematisch sein, wenn die Nachfolgeschuldnerin nicht klar definiert ist und damit die Anforderungen an notenbankfähige Sicherheiten umgangen werden könnten (etwa hinsichtlich Sitz der Emittentin oder Bonität). Eine Klausel, die diese Punkte berücksichtigt, sollte die Notenbankfähigkeit der Schuldtitel jedoch ebenfalls nicht beeinträchtigen.

### 4. Würdigung

Das neue Anleihekaufprogramm der EZB wird wegen des synthetischen Nachfrageschubs nach notenbankfähigen Unternehmensanleihen zu einer Senkung der Refinanzierungskosten für Emittenten solcher Wertpapiere führen. Für Unternehmen stellt dies nun die Chance auf eine günstige Neu- oder Refinanzierung dar.

Ob und wie sich das Ankaufprogramm auf Emittenten nicht notenbankfähiger Wertpapiere auswirkt (insbesondere Emittenten ohne Rating) bleibt abzuwarten. Es ist jedenfalls nicht auszuschließen, dass die Nachfrage von Investoren auch in diesem Segment zunehmen und damit zu sinkenden Finanzierungskosten am Anleihemarkt für solche Unternehmen führen wird.

Dabei ist nach der Meinung des Autors insbesondere der Einfluss des Ankaufprogramms auf die Risikoabschläge für Unternehmen geringerer Bonität kritisch. Investoren, die gewisse Mindestrenditen erzielen müssen, werden möglicherweise in die Lage versetzt, Risiko zu einem zu geringen Preis eingehen zu müssen. Es bleibt abzuwarten, ob das Anleihekaufprogramm damit die Lösung der aktuellen Krise ist oder doch eher der Keim für die nächste.

### Literaturverzeichnis

Beschluss (EU) 2016/948 der Europäischen Zentralbank vom 1.6.2016 zur

Umsetzung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (EZB/2016/16)

Leitlinie (EU) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19.12.2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60)

CSPP Questions & Answers in der Fassung vom 2.6.2016, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/cspp-qa.en.html> (11.7.2016)

EZB-Pressemeldung über die Richtlinien für den Anleihekauf vom 21.4.2016, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421_1.en.html) (11.7.2016)

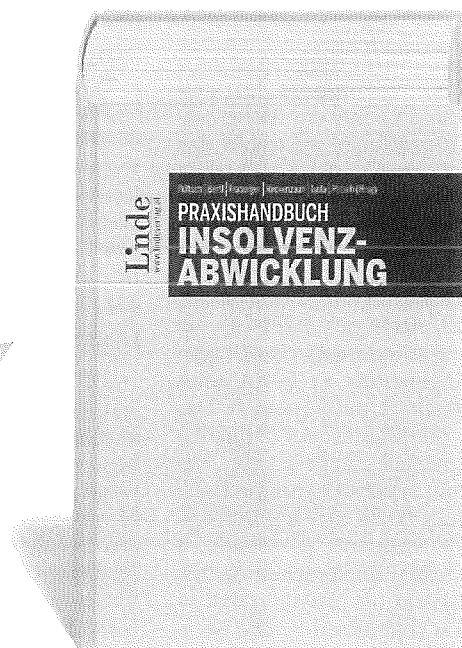
EZB-Pressemeldung über die weiteren Richtlinien für den Anleihekauf vom 2.6.2016, [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160602\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160602_1.en.html) (11.7.2016)

## Die Abwicklung von Insolvenzverfahren in der Praxis

### Praxishandbuch Insolvenzabwicklung

Poitsch/Berti/Fraberger/  
Reckenzaun/Isola/Petsch (Hrsg.)  
2016, 1.000 Seiten, geb.  
ISBN 978-3-7073-1467-0  
EUR 168,-

Auf Basis des  
IRÄG 2010



Preisänderungen und Irrtum vorbehalten. Preise Bücher inkl. 10 % MwSt.

[www.lindeverlag.at](http://www.lindeverlag.at)

Linde