

Wandelschuldverschreibungen und Treuhänderhypothek

Stefan Perner / Christian Rabl

Die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen verschafft dem Emittenten (Schuldner) Kapital, das eine Vielzahl an Gläubigern durch das Zeichnen von Teilschuldverschreibungen aufbringt. Die gängigen Anleihebedingungen sehen vor, dass sich die Emittentin zur Sicherung der Rückzahlungsansprüche zur Bestellung eines Pfandes verpflichtet, das von einem Treuhänder gehalten werden soll, um eine möglichst rationelle Verwaltung und Verwertung der Sicherheit zu ermöglichen. Der Beitrag prüft die Wirksamkeit einer solchen Konstruktion und wendet sich gegen das Dogma der Unwirksamkeit von Treuhänderhypotheken.



Photo: privat

Univ.-Prof. Dr. *Stefan Perner*,
Institut für Zivilrecht, Universität
Linz; e-mail: Stefan.Perner@jku.at



Photo: privat

RA Univ.-Prof. Dr. *Christian Rabl*,
Institut für Zivilrecht, Universität
Wien und Kosch & Partner Rechts-
anwälte GmbH, Wien;
e-mail: christian.rabl@univie.ac.at

Stichwörter: Akzessorietät des Pfandrechts, Pfandbriefe, Teilschuldverschreibung, Treuhänderhypothek, Wandelschuldverschreibung.

JEL-Classification: G 32, K 11.

Convertible bonds provide the issuer with large amounts of capital, while the credit is granted by a majority of finance parties. Payback is normally secured by a pledge which is held by a trustee. At first sight, such agreements seem consistent and in line with the principle of party autonomy. However, the legitimacy of fiduciary pledges is highly controversial in academia and case law. The paper elaborates why these concerns are unjustified and argues in favour of the validity of such bond terms.

1. Ausgangslage und Fragestellung

Mit einer Wandelschuldverschreibung (vgl. § 174 AktG) wird dem Emittenten (Schuldner) Kapital verschafft und eine *Finanzierungsmöglichkeit* geboten.¹⁾ Die Finanzierung leistet dabei nicht ein einziger Gläubiger, sondern es beteiligen sich mehrere Inhaber, die jeweils eine Teilschuldverschreibung zeichnen und nach Ablauf der Laufzeit Rückzahlung samt Verzinsung oder alternativ dazu Aktien

der Gesellschaft nach vorher festgelegten Umtauschbedingungen fordern können.²⁾

Blickt man auf die beteiligten Personen, so zeichnet die Wandelschuldverschreibung (wie andere Schuldverschreibungen) der Umstand aus, dass auf einer Seite typischerweise mehrere Personen (und nicht selten ein großer Personenkreis) stehen. Die Finanzierung leisten *auf Gläubigerseite mehrere Investoren*. Die Kombination eines Kreditnehmers mit mehreren koordinierten Kreditgebern ist keine Seltenheit, wenn es um einen hohen Finanzierungsbedarf geht. Sind hohe Summen im Spiel,³⁾ sind eine Risikostreuung und Verteilung der Eigenkapitalkosten sinnvoll und geboten. Die Situation ist vergleichbar mit jener beim Konsortialkredit, wo sich ebenfalls mehrere Kreditgeber zusammenschließen, um eine Finanzierung zu ermöglichen.⁴⁾

Bei der Wandelschuldverschreibung lassen sich zur Frage der laufenden

Gestion des Kreditverhältnisses *widerstreitende Interessen von Schuldner und Gläubiger* erkennen: Einerseits strebt der Emittent (Schuldner) nach „Zentralisierung“ und Einheitlichkeit, was schon dadurch zum Ausdruck kommt, dass für die (gesamte) Wandelschuldverschreibung idR eine Sammelurkunde ausgegeben wird, die dann bei einer Depotbank verwahrt wird. Der Schuldner möchte *einen* Ansprechpartner und *eine* Zahlstelle, mit der er sich auseinander setzt. Andererseits wollen die Gläubiger möglichst selbstständig und von anderen Investoren unabhängig sein.⁵⁾ Aus Sicht des Schuldners besteht also ein Bündelungsinteresse, während die Gläubiger typischerweise an der Möglichkeit einer Aufspaltung und damit verbundener Selbstständigkeit interessiert sind.

Wie bei jeder Kreditierung besteht auf Seiten der Gläubiger außerdem ein dringendes Bedürfnis nach *Sicherung*

Der vorliegende Beitrag wurde durch eine Anfrage aus der Praxis veranlasst.

- 1) *Taufner/Herzer*, ÖBA 2012, 587, 588; *Reindl*, JBl 2012, 410 f; *Fellner/Schmutzer*, ÖBA 2015, 105, 105 ff; siehe bereits *Kastner*, JBl 1954, 364.
- 2) Diese Eigenschaft charakterisiert die Wandelschuldverschreibung gegenüber der „einfachen“ Schuldverschreibung;

vgl. zB *Gruber*, ZIK 2010, 211.

- 3) *Fellner/Schmutzer*, ÖBA 2015, 105 f sprechen von einem „Großdarlehen“.
- 4) Vgl. zB *Riedler* in *Apathy/Iro/Koziol*, BVR IX Rz 6/1.
- 5) Zu diesem Interesse *Taufner/Herzer*, ÖBA 2012, 590 ff. Ausführlich auch *Spatz*, RdW 2005, 140, 274.

der schuldrechtlichen Ansprüche. In den Anleihebedingungen verpflichtet sich der Emittent daher zur Bestellung einer Sicherheit. Wieder rückt das – diesmal aber von Emittent und Inhabern gleichermaßen geteilt! – Bündelungsinteresse ins Zentrum: Es wird *ein* Pfand bestellt, das von *einer* Person treuhänderisch gehalten und im Krisenfall zentral verwertet werden soll.

Aus wirtschaftlicher Sicht und der persönlichen Einschätzung der aufgeklärten Parteien ist diese Konstruktion zweifellos sinnvoll, erfüllt sie doch übereinstimmende Interessen aller Beteiligten: Ohne eine praktikable dingliche Sicherheit würde die Krediterlangung und -vergabe regelmäßig gefährdet. Der Wunsch der beteiligten Verkehrskreise muss sich nun aber im Bereich des hier einschlägigen Sachenrechts mit seinen zwingenden Regeln und Typen nicht unbedingt erfüllen.

Tatsächlich wird verbreitet die Wirksamkeit bzw Zulässigkeit dieser Konstruktion bezweifelt. Befürchtet wird ein Widerspruch zum in § 469 ABGB verankerten *Akzessorietätsprinzip*, wonach Entstehen und Bestand eines Pfandrechts dauerhaft von jenem der zu besichernden Forderung abhängt.⁶⁾ Das bedeutet aber nicht nur das Erfordernis eines unmittelbaren Zusammenhangs zwischen Forderung und Pfandrecht, sondern auch, dass die Person des Pfandgläubigers und die Person des Kreditgläubigers übereinstimmen müssten. An dieser Voraussetzung fehle es, wenn die Inhaber des Pfandes und die Inhaber der Teilschuldverschreibungen nicht dieselben Personen sind.

Die Zweifel an der Tragfähigkeit der dargestellten Konstruktion bieten – mit Blick auf ihre wirtschaftliche Sinnhaftigkeit – Anlass zu einer Untersuchung dieses Themas am Beispiel der Wandelschuldverschreibungen. Weil der Frage der sachenrechtlichen Sicherheit stets die Prüfung vorangeht, wer und was überhaupt besichert werden soll, muss zunächst mit Blick auf die schuldrechtliche Konstruktion untersucht werden, wer berechtigt ist, die Forderungen aus den Schuldverschreibungen geltend zu machen.

2. Zahlungsmodalitäten

2.1. Grundlagen

Die Emittentin einer Wandelschuldverschreibung schließt auf Basis der Anleihebedingungen Einzelverträge mit den Inhabern. Diese Verträge stehen aber nicht unverbunden nebeneinander, vielmehr entsteht durch die Wandelschuldverschreibung eine *schuldrechtliche Rechtsgemeinschaft der Inhaber* (§§ 888 ff ABGB).⁷⁾ Da die Rechte aus der Wandelschuldverschreibung außerdem in einer Sammelurkunde verbrieft sind, die im Miteigentum der Anleihegläubiger steht,⁸⁾ ist auch von einer *sachenrechtlichen Gemeinschaft* (§§ 825 ff ABGB) auszugehen. Dass somit auf Seiten der Inhaber eine Rechtsgemeinschaft entsteht, wurde bereits ausführlich untersucht und muss an dieser Stelle nicht erörtert werden.⁹⁾ Im Rahmen des vorliegenden Beitrages ist vielmehr zu prüfen, wie die aus der Anleihe entspringenden Forderungsrechte und das Pfandrecht geltend gemacht werden können.

Selbstverständlich hängt die Ausgestaltung von Wandelschuldverschreibungen primär von der *Parteienvereinbarung* – also den Anleihebedingungen – ab. In der Praxis finden sich aber typische Regelungen,¹⁰⁾ die aus der oben unter 1. dargestellten Interessenlage zu erklären sind und auf die daher in der folgenden Untersuchung Bezug genommen werden kann.

2.2. Zahlstelle

Die Emittentin hat – wie erwähnt – ein Interesse an einer klaren Regelung der Zahlungsmodalitäten. Für sie drängt sich die Frage auf, wie die Zahlung zu erfolgen hat. Die Vertragsbedingungen nehmen sich des Problems häufig an, indem sie anordnen, dass Leistungen schuldbefreiend (nur) an die Zahlstelle erbracht werden können; eine Zahlung an die Zahlstelle führt im Umfang der Leistung zu einer Reduktion der Forderung gegenüber der Emittentin.

Der OGH hält diese Klausel, die Standard sein dürfte,¹¹⁾ in einer jüngeren Entscheidung – im Verbrauchergeschäft – für unzulässig iSd § 879 Abs 3 ABGB, weil sich die Emittentin durch Zahlung an die Zahlstelle zwar zur Gänze von ih-

rer Schuld befreie, andererseits aber den Gläubigern überhaupt kein Recht gegenüber der Zahlstelle eingeräumt werde.¹²⁾

Die Auslegung der Klausel durch den Gerichtshof – die erst zur gröblichen Benachteiligung führt – erscheint allerdings äußerst zweifelhaft. Auf die Idee, dass sich die Zahlstelle das Geld sanktionslos behalten kann (!), wird man ernsthaft nicht kommen können. Sofern die Anleihebedingungen nicht ausdrücklich festhalten, dass die Anleiheinhaber keine Ansprüche gegen die Zahlstelle haben, erscheint eine andere Sichtweise plausibler, die von der Bank im Verfahren auch vertreten wurde: Die Anleihegläubiger könnten nach Zahlung durch die Emittentin aus einem Vertrag zu Gunsten Dritter gegen die Zahlstelle vorgehen. Dass zur Wandlungsstelle „kein Auftrags- oder Treuhandverhältnis“¹³⁾ begründet wird, kann dagegen nicht ins Treffen geführt werden.¹⁴⁾ Damit ist nur gemeint, dass die Zahlstelle in keine besonderen Rechtsbeziehungen mit den Inhabern tritt, nicht aber, dass sie ihnen das Geld nicht herausgeben müsste. Schon der Wortlaut hindert den Anspruch der Begünstigten gegen die Zahlstelle also nicht. Aus Perspektive der Gläubigerseite führt die Zahlung daher nur zu einem Wechsel der Position des Schuldners. Da durch die Leistung an die Zahlstelle der Anspruch gegen die Emittentin untergegangen ist, wandelt sich der Anspruch in eine *Forderung auf Auszahlung des materiellen Eigenanteils gegen die Bank* um, die eben für die Aufteilung innerhalb der Gläubiger zuständig sein soll.

2.3. Forderungsrechte der Inhaber

Dass der Schuldner seiner Verpflichtung bei Fälligkeit nachkommen muss, indem er die Leistung an die Zahlstelle erbringt, ist also in den gängigen Anleihebedingungen klar geregelt. Wer kann diesen Anspruch aber geltend machen? Da die Bestimmungen des ABGB über die Mehrheiten im Schuldverhältnis dispositiv sind,¹⁵⁾ ist zur Beantwortung solcher Fragen primär auf die Parteienvereinbarung zu blicken: Wie nehmen die Parteien den Gestaltungsspielraum wahr?

Für die Geltendmachung der (schuldrechtlichen) Rechte aus den Schuldverschreibungen ist zu differenzieren: Die

6) Siehe die Nw unter 3.1. und 3.2.

7) Vgl *Reindl*, JBl 2012, 410 ff.

8) *Iro* in *Apathy/Iro/Koziol*, BVR II² Rz 4/27.

9) *Reindl*, JBl 2012, 410 ff.; *Fellner/Schmutzer*, ÖBA 2015, 106 ff.

10) Siehe zB OGH, 9 Ob 81/08i in ÖBA 2010, 399 („Die Beklagte wendete ein,

dass diese Vorgangsweise Marktstandard sei“). Vgl weiters *Seiler* in *Spindler/Stilz*, AktG II³ § 221 Rn 141.

11) Vgl OGH, 9 Ob 81/08i in ÖBA 2010, 399.

12) OGH, 9 Ob 81/08i in ÖBA 2010, 399.

13) So § 6 Abs 3 der Anleihebedingungen im Ausgangssachverhalt der Entscheidung.

14) So aber OGH, 9 Ob 81/08i in ÖBA 2010,

399.

15) *Perner* in *Klang*, ABGB³ § 888 Rz 3 mwN; *Gamerith/Wendehorst* in *Rummel/Lukas*, ABGB⁴ § 888 Rz 3; *P. Bydlinski* in *KBB*, ABGB⁴ § 888 Rz 4; aus der Rechtsprechung OGH, 4 Ob 18/61 in *EvBl* 1961/305.

Anleihebedingungen weisen dem Inhaber die Rechte der *Wandlung* und der *Kündigung* explizit zu. Vereinfacht gesprochen, hat der Inhaber unter gewissen Umständen das Recht, seine Schuldverschreibung vor Fälligkeit in Aktien der Emittentin umzutauschen. Dafür muss er sich selbstverständlich nicht mit den anderen Inhabern der Schuldverschreibung abstimmen, das Recht steht ihm alleine zu.¹⁶⁾ Gleiches gilt für die Kündigung, die (nur) bei Vorliegen eines wichtigen Grundes zugelassen wird. Die Geltendmachung des Anspruchs auf Zahlung ist mit solchen Klauseln ebenso wenig geregelt wie in der unter 2.3. erörterten Klausel, die nur die Empfangszuständigkeit betrifft, nicht aber die Frage der Forderungszuständigkeit regelt.

Die den Verfassern vorgelegten – und in der Praxis gängigen¹⁷⁾ – Anleihebedingungen ordnen aber konsequent an, dass jeder Inhaber berechtigt ist, „in jedem Rechtsstreit gegen die Emittentin oder in jedem Rechtsstreit, in dem der Inhaber und die Emittentin Partei sind, seine Rechte aus diesen Schuldverschreibungen im eigenen Namen zu schützen oder geltend zu machen“. Der *Inhaber* kann also – das ist der Sinn der Klausel – den *Rechtsstreit allein austragen*. Dafür spricht zunächst schon, dass unter dessen Wortlaut (vgl § 914 ABGB) zweifellos auch die Geltendmachung von Ansprüchen fällt („Rechte aus diesen Schuldverschreibungen im eigenen Namen [...] geltend zu machen“). Zusätzlich kann die Interessenlage für diese Position ins Treffen geführt werden, weil es aus Perspektive der Gläubiger eigenartig schiene, müsste sich der Inhaber erst mit anderen Zeichnern der Wandelschuldverschreibung koordinieren, bevor er seinen fälligen Anspruch auf Zahlung geltend macht. Ist die autonome Durchsetzung schon bei der Geltendmachung von Gestaltungsrechten angeordnet, muss dies umso mehr bei Leistungsansprüchen gelten, die ja ausschließlich den Gläubiger betreffen. Da die Zahlung gemäß den gängigen Anleihebedingungen ohnehin an die Zahlstelle zu erfolgen hat, ist für einen geregelten Ablauf gesorgt.

Der Inhaber hat daher einen Anspruch gegen die Emittentin auf Zahlung.¹⁸⁾ Die Forderung richtet sich allerdings nicht auf Zahlung an ihn, sondern an die Zahlstelle. Zunächst erfolgt die Zahlung an diese,

erst dann wird das Geld auf die Inhaber verteilt.

Durch diese Vereinbarung *weichen* die Parteien in zulässiger Weise vom *dispositiven Recht ab*: Nach § 889 ABGB würde bei teilbaren Forderungen (Geld) nämlich zwar ebenfalls eine anteilige Berechtigung der Gläubiger (Inhaber) entstehen.¹⁹⁾ Allerdings kann der Gläubiger nach dieser Bestimmung Leistung an sich fordern. Davon wird in den Anleihebedingungen insofern abgewichen, als nur Leistung an die Zahlstelle begehrt werden kann. Wendete man hingegen nicht § 889 ABGB, sondern mit der herrschenden Auffassung § 848 ABGB an,²⁰⁾ weil die Inhaber der Teilschuldverschreibungen gemeinschaftliche Eigentümer der Sammelurkunde sind, entstünde nach dispositivem Recht eine Gesamthandforderung. Jeder Gläubiger könnte dann (nach einem Mehrheitsbeschluss im Innenverhältnis²¹⁾) seinen Anspruch auf Leistung an die Gemeinschaft im eigenen Namen (!) durchsetzen. Auch davon wird abgewichen, wenn die Anleihebedingungen dem Inhaber nur ein Klagerecht über seinen Anteil gewähren und außerdem die bereits erwähnte Leistung an die Zahlstelle vorsehen.

2.4. Forderungsrecht der Zahlstelle?

Dass die *Inhaber der Wandelschuldverschreibung* ihre Rechte auf Zahlung *selbstständig* geltend machen können, ergibt sich also aus der Auslegung der Vertragsbedingungen und entspricht überdies einer lebensnahen Betrachtung.²²⁾ Weder wäre ein Verständnis plausibel, wonach sich der Inhaber mit Blick auf seine Rechte mit anderen Inhabern koordinieren müsste,²³⁾ noch könnte eine Auslegung überzeugen, die dem Inhaber das Recht auf Eintreibung der gesamten Forderung einräumt.

Diese Auslegung kann allerdings nicht ungeprüft für die *Berechtigung der Zahlstelle* übernommen werden. Die Zahlstelle hat zwar als solche kein eigenes Forderungsrecht. Dass bei ihr eine gewisse „Zentralisierung“ auf Gläubigerseite stattfindet,²⁴⁾ zeigt sich daran, dass für sie ein Pfandrecht bestellt wurde, das die gesamten Forderungen aus der Wandelschuldverschreibung umfassen soll (dazu unten 3.). So liegt denn auch die

Frage nahe, ob die Zahlstelle die Forderungen aus der Wandelschuldverschreibung – allenfalls neben den Inhabern – geltend machen kann. Dies hätte den Nebeneffekt, dass sich das oben unter 1. angesprochene Akzessoritätsproblem nicht mehr stellt, weil Forderungsinhaber (Zahlstelle) und Inhaber des Pfandrechts personenident sind.

Zuerst zu prüfen ist eine *Gesamtforderung nach § 892 ABGB*, durch die ein Mitgläubiger das Recht erhält, eine Leistung „zur ungeteilten Hand“ zu fordern. Gegen die Einordnung als Solidarforderung könnten zwei Argumente sprechen: Erstens kann der Gläubiger wie dargestellt jedenfalls nur Leistung an die Zahlstelle, nicht aber an sich verlangen; die Berechtigung zum Empfang der Leistung im eigenen Namen ist aber nach verbreiteter Auffassung Charakteristikum der Gesamtforderung und grenzt sie gegenüber der Gesamthandforderung ab.²⁵⁾ Zweitens ist nach § 892 ABGB eine „ausdrückliche“ Vereinbarung erforderlich.

Beide Hürden sind nur scheinbare. Ob die Bestimmung einer Zahlstelle der Annahme einer Gesamtgläubigerschaft im Wege steht oder nicht, mag man zwar aus begrifflicher Perspektive diskutieren; dass eine solche Vereinbarung zulässig ist und dazu führt, dass der Gläubiger die gesamte Forderung geltend machen kann, ist aber nicht zu bezweifeln.²⁶⁾ Dass die Vereinbarung nach dem Wortlaut des § 892 ABGB „ausdrücklich“ zu erfolgen hat, fällt auf den ersten Blick schon deutlicher ins Gewicht. Allerdings ist zu bedenken, dass mit „ausdrücklich“ – wie an vielen anderen Stellen im ABGB auch – kein begrifflicher Gegensatz zu „stillschweigend“ gemeint ist; vielmehr genügt eine *Erklärung iSd § 863 ABGB*, um eine Gesamtforderung zu begründen.²⁷⁾

Obwohl die beiden auf der Hand liegenden Einwendungen also bei näherer Betrachtung nicht verfangen, liegt bei Analyse des Wortlautes gängiger Wandelschuldverschreibungen wohl dennoch *keine Gesamtforderung* der Zahlstelle vor; dies schlicht deshalb, weil sich aus den Anleihebedingungen überhaupt kein Hinweis darauf entnehmen lässt. Auch aus dem Umstand, dass die Zahlstelle zugleich treuhändige Sicherungsnehmerin werden soll, ist noch kein hinreichend deutlicher (§ 863 ABGB) Hinweis für ihre Stellung als Forderungsinhaberin abzulei-

16) Vgl nur *Taufner/Herzer*, ÖBA 2012, 588 ff.

17) Vgl *Seiler* in Spindler/Stilz, AktG II³ § 221 Rn 141.

18) So auch *Reindl*, JBl 2012, 410 ff.

19) Siehe nur *Perner* in Klang, ABGB³ § 889 Rz 3, 9 ff.

20) Siehe nur *Perner* in Klang, ABGB³ § 890

Rz 31 ff.

21) Vgl *Perner* in Klang, ABGB³ § 890 Rz 43.

22) Im Ergebnis auch *Reindl*, JBl 2012, 411.

23) Vgl zum Wandlungsrecht *Taufner/Herzer*, ÖBA 2012, 595 ff.

24) Und zwar unabhängig davon, ob sie selbst auch eine Teilschuldverschreibung gezeichnet hat oder nicht.

25) Vgl *Perner* in Klang, ABGB³ § 890 Rz 5.

26) *Perner*, ÖBA 2015, 634.

27) *Perner* in Klang, ABGB³ § 892 Rz 6; *Riedler* in Schwimann/Kodek, ABGB IV⁴ § 892 Rz 1; *Riedler*, Gesamt- und Teilgläubigerschaft 85 ff.

ten.²⁸⁾ Zwar ergeben sich aus der – in der Praxis häufigen – Stellung der Zahlstelle als Depotbank (für die Sammelurkunde) oft gewisse Befugnisse;²⁹⁾ allerdings wird sie mit Wirkung für die Depotinhaber tätig (stellvertretungsrechtliche Konstruktion³⁰⁾), nicht aus eigenem Recht.

2.5. Zwischenergebnis

Auf Basis der bisherigen Ausführungen lässt sich feststellen, dass die schuldrechtlichen Rechte in sachgerechter Weise auf die Beteiligten verteilt werden. *Jeder Inhaber* der Teilschuldverschreibung hat einen *Anspruch auf Zahlung* gegen die Emittentin. Die Forderung richtet sich allerdings nicht auf Zahlung an sich, sondern *an die Zahlstelle*. Zunächst erfolgt die Zahlung an diese, erst dann wird das Geld auf die Inhaber verteilt.

Aus dem Wortlaut der Anleihebedingungen sowie der Stellung der Zahlstelle als treuhänderische Pfandgläubigerin und als Depotbank lässt sich allerdings keine darüber hinausgehende Befugnis zur Geltendmachung schuldrechtlicher Rechte aus den (fremden) Teilschuldverschreibungen ableiten. Sie ist daher insofern nicht Forderungsinhaberin, auch *nicht Gesamtgläubigerin* iSd § 892 ABGB.

Es ist allerdings nochmals darauf hinzuweisen, dass eine vertragliche Gestaltung der Anleihebedingungen, die *einem* Inhaber einer Teilschuldverschreibung – sinnvoller Weise der Zahlstelle, die ja auch für den Empfang der Leistung zuständig ist – eine Gesamtforderung einräumt, möglich wäre und dafür sorgen würde, dass sich das nun zu behandelnde Akzessorietätsproblem gar nicht erst stellt.

3. Wirksamkeit des Pfandrechts

3.1. Das Problem

Die Wandelschuldverschreibung führt materiell zu einer *Kreditierung durch die Inhaber* an die Emittentin, weil zunächst eine Einzahlung an diese erbracht wird und eine Rückzahlung inklusive Zinsen erst später erfolgen soll.³¹⁾ Es überrascht daher nicht, dass die Parteien danach streben, den schuldrechtlichen Anspruch

auf Rückzahlung durch ein Pfandrecht abzusichern.

Die Anleihebedingungen sehen daher in der Regel vor, dass sich die Emittentin zur Sicherung der Ansprüche der Inhaber zur Bestellung eines Pfandes verpflichtet. Meist soll die Zahlstelle das Pfand für die Inhaber der Wandelschuldverschreibungen *zu treuen Händen* halten. Diese Vorgehensweise ist wirtschaftlich, wünschen doch die Parteien eine möglichst rationelle Verwaltung und Verwertung der Sicherheit durch eine Person.³²⁾ Es wäre auch für die Handelbarkeit der Wertpapiere äußerst unpraktikabel, jede Teilschuldverschreibung mit einem eigenem Pfandrecht zu besichern.

Obwohl die Vorgehensweise also durchaus nachvollziehbar ist, werden in der Praxis Zweifel an der wirksamen Begründung solcher Pfandrechte angemeldet, die sich aus dem *pfandrechtlichen Akzessorietätsprinzip* ergeben sollen.³³⁾ Nach dem in § 469 ABGB zum Ausdruck kommenden Akzessorietätsprinzip hänge das Entstehen und der Bestand des Pfandrechts dauerhaft von jenem der besicherten Forderung ab. Das bedeute aber nicht nur das Erfordernis eines unmittelbaren Zusammenhangs zwischen Forderung und Pfandrecht, sondern zusätzlich, dass die Person des Pfandgläubigers und die Person des Kreditgläubigers übereinstimmen müssten.

Tatsächlich ist die Wirksamkeit des „Treuhänderpfandrechts“, bei dem nur das Pfandrecht, nicht auch die zugrunde liegende Forderung treuhändig gehalten wird, Gegenstand der rechtswissenschaftlichen Diskussion. In der Folge ist zunächst zu zeigen, dass keine überzeugenden Argumente gegen die Wirksamkeit treuhändig gehaltener Pfandrechte sprechen (3.2.); außerdem spricht im konkreten Fall eine explizite gesetzgeberische Entscheidung dafür, die Konstruktion zuzulassen (3.3.).

3.2. Wirksamkeit von Treuhänderpfandrechten

Die Frage eines treuhänderisch gehaltenen Pfandrechts wird in der jüngeren Literatur am Beispiel der unbeweglichen Sache, somit im Zusammenhang mit einer Treuhänderhypothek diskutiert. Dabei ist der Begriff genauso mehrdeutig

wie jener der Treuhand selbst, für die eine gesetzliche Umschreibung fehlt.³⁴⁾ Unter der Treuhand werden verschiedene Phänomene subsumiert. In der Praxis wird damit bisweilen die bloße Beauftragung oder Bevollmächtigung einer Person verstanden.³⁵⁾ Von einer Vollrechtstreuhand spricht man demgegenüber, wenn dem Treuhänder die Rechtszuständigkeit übertragen wurde, die er auf Grund der Vereinbarung mit seinem Treugeber nur in einer bestimmten Weise ausüben darf.³⁶⁾

Mit Blick auf das Pfandrecht ist vorweg zu beachten, dass auf der Gläubigerseite zwei Rechtszuständigkeiten in Frage stehen. Es sind dies zum einen das *Forderungsrecht aus der besicherten Forderung* (zB Kreditschuld) und zum anderen das *sachenrechtliche Berechtigung aus dem Pfandrecht*. Fragt man nach der Möglichkeit einer Vollrechtstreuhand, sind damit zwei Varianten zu unterscheiden.

In der ersten Variante ist dem Treuhänder *sowohl die besicherte Forderung als auch das die Forderung besichernde Pfandrecht* treuhändig übertragen oder diese Rechtsstellungen von Beginn an zugunsten seiner Person mit der Treubindung begründet worden. Der Treuhänder hält somit sowohl die Forderung als auch das Recht aus ihrer dinglichen Sicherung treuhändig zugunsten seiner Treugeber, denen sowohl die Forderung als auch das Pfandrecht bei wirtschaftlicher Betrachtung zusteht. Diese wirtschaftliche Zuweisung ergäbe sich aus der Berücksichtigung eines entsprechenden Innenverhältnis zwischen dem Treugeber und dem Treuhänder, auf Grund welchem der Treuhänder verpflichtet wäre, das Vollrecht nur in der vorgegebenen Weise oder nach der Weisung der Treugeber zu verwalten.

Soweit ersichtlich besteht heute allgemeine Einigkeit darüber, dass das *Pfandrecht* in dieser Konstellation *wirksam* begründet ist. Daran bestehen tatsächlich auch keinerlei Zweifel, wenn man nur als Prämisse die außenwirksame Vollrechtstreuhand an sich bejaht. Mit Hinweis auf Rsp und Lehre ist daran nicht zu zweifeln.³⁷⁾ Wer die Vollrechtstreuhand an einer Forderung akzeptiert, muss auch die Möglichkeit ihrer pfandrechtlichen Besicherung durch Begründung eines Pfandrechts zugunsten des Treuhänders bejahen.³⁸⁾

28) Zu einer möglichen Stellung als Gesamtgläubigerin aufgrund ergänzender Vertragsauslegung siehe unten 3.5.
 29) Dazu ausführlich *Iro* in Apathy/Iro/Koziol, BVR II² Rz 4/97 ff.
 30) *Iro* in Apathy/Iro/Koziol, BVR II² Rz 4/100.
 31) Vgl *Fellner/Schmutzer*, ÖBA 2015, 105 f.
 32) Siehe zur insofern ähnlichen Situation

beim Konsortialkredit nur *Rabl*, ÖBA 2012, 674.
 33) Siehe zu diesem nur *Oberhammer/Domej* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.02} §§ 449, 450 Rz 5.
 34) *Rubin* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.02} § 1002 Rz 90.
 35) Dazu *Strasser* in Rummel I³ § 1002 Rz 42 und 42d ff.

36) *Rubin* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.02} § 1002 Rz 125 ff; *Strasser* in Rummel I³ § 1002 Rz 42a.
 37) Weiterführend *Rubin* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.02} § 1002 Rz 90 ff mwN.
 38) So bereits *Rabl*, ÖBA 2012, 680, der von einer Treuhänderhypothek im weiteren Sinn spricht. Siehe auch *Seeber*, ÖBA 2014, 593.

In der zweiten Variante soll der Treuhänder *bloß die Sicherheit*, also das Pfandrecht, *treuhändig halten*, während die Rechtszuständigkeit an der besicherten Forderung nicht nur wirtschaftlich, sondern auch formal bei den Treugebern verbleibt.³⁹⁾ Die Besonderheit in dieser Konstellation besteht nun darin, dass die Person des Gläubigers aus der besicherten Forderung und aus dem Pfandrecht nicht übereinstimmen. Diese Beobachtung betrifft freilich allein die *formale Rechtszuständigkeit* und *blendet die wirtschaftliche Betrachtungsweise aus*. Führt man diese in die Beschreibung mit ein, so ergibt sich der Befund, dass die Treugeber wirtschaftliche und formale Gläubiger der besicherten Forderung und immerhin wirtschaftliche Gläubiger des Pfandrechts sind. Der Treuhänder hält das Pfandrecht allein in ihrem rechtlichen und wirtschaftlichen Interesse.

Ob die fehlende Übereinstimmung der formalen Rechtszuständigkeit der Wirksamkeit des Pfandrechts entgegensteht, ist strittig. Die Analyse der Literatur zeigt, dass sich mit dieser Frage nur wenige zeitgenössische Autoren beschäftigt haben. *Riedler* hat die Zulässigkeit verneint. Seine Begründung bleibt freilich apodiktisch und reduziert sich auf die Behauptung, dass damit das Akzessorietätsprinzip verletzt werde, weil dieses die Übereinstimmung der Person des Gläubigers fordere.⁴⁰⁾

Mit dieser Prämisse bezieht sich *Riedler* auf eine von der Literatur im Allgemeinen tradierte Auffassung, die nicht mit Blick auf Treuhandkonstellationen,⁴¹⁾ sondern vor allem im Zusammenhang mit der Diskussion um die Übertragung der Forderung ohne Pfandrecht oder Pfandrecht ohne Forderung formuliert wird.⁴²⁾ Anlässlich einer Untersuchung des modernen Vertragstypus der *parallel debt* hat sich mit *Rabl* einer der beiden *Verfasser* mit der hier beobachteten

sachenrechtlichen Frage beschäftigt und kommt (wenn auch nicht abschließend) zum gegenteiligen Ergebnis: Der OGH habe die Treuhänderhypothek im engeren Sinn bereits zugelassen und diese Möglichkeit werde auch von der Rechtsordnung an verschiedenen Stellen zu besonderen Konstellationen ausdrücklich zugestanden.⁴³⁾

Interessant ist nun die nähere Nachzeichnung der erwähnten (und von *Riedler* nicht beachteten) Rechtsprechung des OGH. An anderer Stelle wurden festgehalten,⁴⁴⁾ dass keine eindeutige Rechtsprechung vorliege, weil der OGH zwar in einer Entscheidung aus dem Jahre 1938 die Zulässigkeit der Treuhänderhypothek bejahte, wenige Jahre vorher jedoch abgelehnt habe. Tatsächlich erscheint diese Einschätzung zu vorsichtig, weil sie den vom Höchstgericht selbst betonten Einfluss der Einführung des einstigen § 55c AO zu wenig würdigt, dessen heutige Ausformung sich in § 157h IO findet. Richtig ist, dass eine Entscheidung des OGH aus dem Jahre 1932 die Treuhandhypothek ablehnte,⁴⁵⁾ nachdem sie das Höchstgericht noch im Jahre 1926 im Ergebnis zugelassen hätte.⁴⁶⁾

Die unmittelbare Reaktion darauf war die Einführung des § 55c AO mit der Ausgleichsnovelle 1934, der die *Hypothekenbestellung zugunsten eines Treuhänders der Gläubiger ausdrücklich vorsah*.⁴⁷⁾ Gerade darauf bezog sich die nachfolgende Entscheidung des OGH aus dem Jahre 1938.⁴⁸⁾ Zur Sicherstellung von Ansprüchen aus einer Obligationenleihe war zugunsten eines Treuhänders eine Höchstbetragshypothek verbüchert worden.⁴⁹⁾ Der OGH bejahte die Wirksamkeit dieser Eintragung, obwohl die Anleihegläubiger weiterhin die gesicherten Ansprüche inne hätten. Dazu bemerkt das Höchstgericht, dass die Bestellung des Pfandes zugunsten eines Treuhänders möglich sei, sofern dieser selbst über das

Pfand Verfügungsberechtigt sei und nicht bloß als Stellvertreter fungiere. Zur Unterstützung verweist der OGH auf die oben erwähnte Entscheidung aus dem Jahre 1926, die zwischenzeitlich auch durch die sinngemäße Anwendung von § 55c AO bestätigt worden sei. Er räume ausdrücklich die Möglichkeit ein, eine Hypothek zugunsten eines nicht forderungsberechtigten Treuhänders zu bestellen.

Diese Entscheidung des OGH hat prominente Zustimmung,⁵⁰⁾ aber auch Ablehnung erfahren.⁵¹⁾

Die *Wertung* des § 55c AO ist (über die zwischenzeitlich geltenden § 157 f KO und § 63 AO) bis heute in § 157h IO *erhalten geblieben*. Auf sie berief sich der Gesetzgeber später, als er weitere Bestimmungen über die Möglichkeit einer Treuhandhypothek einführt. So weisen darauf die Materialien zur Treuhandhypothek nach § 11 Abs 2 BTVG⁵²⁾ und im Anschluss daran jene zur Treuhandhypothek nach dem (mittlerweile aufgehobenen, für Altfälle aber noch geltenden⁵³⁾) § 10 Abs 2 Teilzeitnutzungsgesetz 1997.⁵⁴⁾ Ein allfälliger Konflikt mit Grundsätzen des Pfandrecht wird dabei nicht erwähnt.⁵⁵⁾

Davon unabhängig finden sich ähnlich gelagerte treuhändische Hypothekarsicherheiten zu speziellen Bankgeschäften gesetzlich normiert. Zu verweisen ist auf das *Pfandbriefgesetz*⁵⁶⁾ und das *Hypothekenbankgesetz*.⁵⁷⁾ Beide stammen aus Rechtsschichten, die zeitlich vor der dargestellten Entwicklung um die Treuhandhypothek im Wechselspiel zwischen Judikatur und Gesetzgebung liegen.⁵⁸⁾ In Übereinstimmung mit dem Höchstgericht⁵⁹⁾ lassen sich die dargestellten Bestimmungen über Treuhandhypotheken durchaus verallgemeinern.⁶⁰⁾

Dem *zwingenden Akzessorietätsprinzip* wird damit bei genauerer Betrachtung *nicht widersprochen*: Wenn das ABGB die

39) *Rabl*, ÖBA 2012, 680, bezeichnet dies als Treuhänderhypothek im engeren Sinn.

40) *Riedler*, Sicherheitenbestellung beim Konsortialkredit 64; *derselbe* in Apathy/Iro/Koziol, BVR IX Rz 6/52, 58.

41) Insofern ist die Darstellung an anderer Stelle verzerrend, wo die Position *Riedlers* als hA beschrieben wird: *Perner*, ÖBA 2015, 632.

42) *Lukas* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.02} § 1393 Rz 14; *Schwartz* in BVR VIII Rz 2/39; *Hofmann* in Rummel I³ § 449 Rz 6; *Oberhammer/Domej* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.02} § 455 Rz 3.

43) *Rabl*, ÖBA 2012, 680.

44) Vgl *Rabl*, ÖBA 2012, 680.

45) OGH, 1 Ob 583/32 in ZBl 50/341.

46) OGH, 1 Ob 225/26 in SZ 8/107: verneint wurde nur die rechtliche Ersichtlichmachung der obligatorischen Bindung im Grundbuch. So heute auch die allgemeine

Meinung: *Rubin* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.02} § 1002 Rz 129; *Strasser* in Rummel I³ § 1002 Rz 42a; *Apathy*, ÖJZ 2006, 221.

47) Zum Zusammenhang siehe *Schalek*, JBl 1935, 389.

48) OGH, 2 Ob 335/38 in SZ 20/124; siehe auch *Kodek* in Kodek, GBG § 13 Rz 78.

49) Warum keine Hypothek iSd §§ 11 ff TeilschuldverschreibungsG (RgBl 1874/49) bestellt wurde, geht aus dem veröffentlichten Sachverhalt nicht hervor.

50) *Kodek* in Kodek, GBG § 13 Rz 78. So auch im Ergebnis (ohne Zitat der E) bereits *Klang* in Klang² II 339 und 417.

51) *Ehrenzweig* II/1, 194; *Rubin* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.02} § 1002 Rz 129.

52) BGBl I 7/1997. EBRV 312 BlgNR 20. GP 23.

53) § 10 Abs 2 TNG (BGBl I 32/1997) – gem § 19 Abs 2 TNG 2011 (BGBl I 8/2011)

weiterhin auf jene Verträge anwendbar, die die vor dem 23. Februar 2011 geschlossen wurden.

54) BGBl I 32/1997. EBRV 574 BlgNR 20. GP 11.

55) *Riedler* in Apathy/Iro/Koziol, BVR IX Rz 6/52, deutet jedoch § 11 BTVG als Bestimmung, die sich „nur aus den Besonderheiten des BTVG“ erklären lasse.

56) § 2 ff PfandbriefG (dRgBl I 492/1927 idF BGBl I 32/2005).

57) § 6 ff HypothekenbankG (dRgBl I 375/1899 idF BGBl I 32/2005).

58) Zum Teilschuldverschreibungsgesetz siehe unten 3.3.

59) OGH, 2 Ob 335/38 in SZ 20/124.

60) Vgl bereits *Rabl*, ÖBA 2012, 680. AA *Riedler* in Apathy/Iro/Koziol, BVR IX Rz 6/52 zum BTVG.

Abhängigkeit des Schicksals des Pfandrechts vom Schicksal der besicherten Forderung ausdrückt, wird tatsächlich das vermeintliche Dogma der Gläubigeridentität gar nicht formuliert (vgl § 449 ABGB). Diese Beobachtung allein reicht freilich für sich genommen nicht aus, das seit langem ohne Bezug zur Treuhandhypothek, somit also im Allgemeinen formulierte Prinzip zu widerlegen. Im Zentrum steht dabei die klassische – hier bereits erwähnte – Diskussion um die Frage, ob die Forderung ohne Pfandrecht oder das Pfandrecht ohne die Forderung übertragen werden kann. Die Rechtsprechung vertritt dazu bekanntlich die Auffassung, dass eine isolierte Übertragung nur der Forderung oder der Sicherheit nicht möglich ist.⁶¹⁾

Die Zulassung der Treuhandhypothek widerspricht dieser Judikaturlinie nicht. Ihr steht auch nicht die (vorläufig) akzeptierte Notwendigkeit einer Gläubigeridentität im Allgemeinen entgegen. Zu beachten ist nämlich, dass bei der Treuhandhypothek die *Gläubigerpositionen gar nicht vollständig auseinanderfallen*. Durch die Treuhandbindung bleibt das Pfandrecht bei wirtschaftlicher Betrachtung nämlich beim Treugeber. Diesbezüglich besteht damit durchaus eine Identität der Gläubigerperson.

So zeigt sich: Wer die Zulässigkeit der Treuhandhypothek verneint, kann dies nicht überzeugend durch einen bloßen Verweis auf das Akzessorietätsprinzip begründen. Er müsste vielmehr ergänzen, dass dem Umstand der treuhänderischen (= wirtschaftlichen) Bindung des Pfandrechts an den Treugeber keine sachenrechtliche Wirksamkeit zukommt.

Eine solche Argumentation wäre nun aber unter dem Eindruck der *dogmatischen Entwicklung um die Vollrechtstreuhand* nicht überzeugend. Wer die Außenwirkung des Treuhandeigentums mit der heute ganz überwiegenden Lehre und ständigen Rsp bejaht,⁶²⁾ sollte auch die Möglichkeit eines Treuhandpfandrechts nicht verneinen können.

Eingedenk der verschiedenen Spielarten der Treuhand im Allgemeinen liegt hier noch dazu ein Fall einer offenen Treuhand vor, die durch eine Dreiparteienvereinbarung mit dem Schuldner begründet wird. So ist auch mit Rücksicht auf die besonderen pfandrechtlichen Er-

fordernisse der Publizität und des Verkehrsschutzes nicht erkennbar, welche sachlichen Gründe gegen die Wirksamkeit eines treuhänderischen Pfandrechts sprechen. Für den Verkehr ist doch nur die Erkennbarkeit entscheidend, dass das Pfandobjekt als Haftungsfonds entsprechend dem Umfang des Pfandrechts nicht mehr im entsprechenden Rang zur Verfügung stellt. Ein besonderes Interesse daran, die Identität des (tatsächlich wirtschaftlich) vorrangig Berechtigten zu kennen, existiert nicht.

So zeigt sich, dass der Wirksamkeit einer Treuhandhypothek im engeren Sinn am Ende keine sachlichen Gründe entgegenstehen. Damit bliebe nur die begriffsjuristische Berufung auf das Akzessorietätsprinzips, dessen *rationes* nun aber tatsächlich gar nicht entgegenstehen.

Daneben sprechen im konkreten Fall aber auch weitere, in der Folge (3.3.) ausgeführte Argumente, die in der Ausgabe von Teilschuldverschreibungen begründet sind, klar für die Wirksamkeit der vorliegenden Konstruktion. Sie sichern die Wirksamkeit der Treuhandhypothek für die hier beobachtete Wandelschuldverschreibung (als besonderer Fall einer Teilschuldverschreibung) weiter ab, so dass sie selbst bei Verneinung einer allgemeinen Zulässigkeit der Treuhandhypothek aus besonderen Gründen hier doch wirksam wäre.

3.3. Pfandrechte bei Teilschuldverschreibungen

Auf Teilschuldverschreibungen kommt das *Teilschuldverschreibungsgesetz* (TSchVG; manchmal „Kuratorengesetz“ genannt) zur Anwendung (vgl § 1 TSchVG⁶³⁾). Der wesentliche Regelungsgehalt des Gesetzes ist die Anordnung, dass ein gemeinsamer Kurator zu bestellen ist, wenn die Rechte der Inhaber in der Insolvenz des Emittenten wegen des Mangels einer gemeinsamen Vertretung gefährdet sind.⁶⁴⁾

Daneben finden sich allerdings auch Anordnungen, die nicht an der Insolvenz des Emittenten anknüpfen, sondern allgemeiner Natur sind und auf die Ausgabe von Teilschuldverschreibungen abstellen. Für den vorliegenden Fall interessieren die §§ 12 f iVm § 15a TSchVG.⁶⁵⁾ Sie enthalten besondere Regeln über die „bücherliche Behandlung der für Teil-

schuldverschreibungen, welche auf Inhaber lauten oder durch Indossament übertragbar sind, eingeräumten Hypothekarrechte“.⁶⁶⁾ Demnach sind im Grundbuch an Stelle des Namens des Berechtigten der Gesamtbetrag der Forderung, für die das Pfandrecht bestellt wird, und die wesentlichen Bestimmungen der Urkunde über die Zahl und Höhe der Teilschuldverschreibungen anzugeben.⁶⁷⁾ Es handelt sich um ein Pfandrecht zu Gunsten einer Mehrzahl von zumeist *namentlich nicht bekannten Pfandgläubigern*, die einen entsprechenden Anteil erwerben. Für die Inhaber (Pfandgläubiger) wäre nach § 1 TSchVG ein gemeinsamer Kurator zu bestellen, der die Rechte der Inhaber im besten Interesse wahrzunehmen hätte.⁶⁸⁾

Im TSchVG wird damit genau genommen keine Treuhandhypothek vorgesehen, sondern ein *Kollektivpfand zugunsten der Gläubiger aus der Teilschuldverschreibung* bestimmt, welches nun aber nicht nur durch den besonderen Kurator im Sinne des § 1 TSchVG, sondern auch durch einen in der Pfandbestellungsurkunde bestellten „gemeinsamen Vertreter der Besitzer der Teilschuldverschreibungen“ iSd § 15a TSchVG ausgeübt werden kann. Im Grundbuch selbst (und damit gegenüber dem allgemeinen Verkehr) werden die Berechtigten nicht namentlich bezeichnet, sondern an deren Stelle der Gesamtbetrag der Forderung nebst den Bedingungen über die konkrete Teilschuld angegeben (vgl § 12 TSchVG). Im Gegensatz zur Treuhandhypothek bleibt das Pfandrecht formal bei den Gläubigern aus der besicherten Schuld. Genauso wie bei der Treuhandhypothek können sie aber darüber nicht verfügen, sondern bleibt diese formale Rechtsstellung dem Kurator (vgl § 9 TSchVG) oder gemeinsamen Vertreter vorbehalten. Die *Ähnlichkeit ist somit offensichtlich*, vor allem erkennt der Verkehr in beiden Varianten nicht den durch die Hypothek geschützten Gläubiger aus der besicherten Schuld.

Was bedeutet dies nun für die treuhänderische Besicherung der Forderungen der Inhaber? Die Anordnungen des TSchVG werden als *Ausnahme vom (persönlichen) Akzessorietätsprinzip* gesehen.⁶⁹⁾ Tatsächlich sieht das TSchVG als Regelfall vor, dass ein Pfandrecht zugunsten von namentlich nicht bekannten Pfandgläubigern bestellt werden kann.⁷⁰⁾

61) Vgl RIS-Justiz RS0011389 und RS0015164, zuletzt OGH 5 Ob 50/15m.
62) *Rubin* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.02} § 1002 Rz 90 ff mwN.
63) Dazu aus jüngerer Zeit grundlegend *Kalss*, Anlegerinteressen, insb 404 ff; siehe weiters etwa *Reindl*, JBl 2012, 409; *Fellner/Schmutzer*, ÖBA 2015, 105.

64) Siehe dazu etwa *Taufner/Herzer*, ÖBA 2012, 587. Ausführlich zum Regelungsanliegen des TSchVG *Kalss*, Anlegerinteressen, insb 404 ff.
65) RGBI 49/1874; vgl zuletzt *Iro* in Apathy/Iro/Koziol, BVR IX Rz 2/366 ff.
66) Marginalrubrik vor § 11 TSchVG.
67) Vgl *Iro* in Apathy/Iro/Koziol, BVR IX

Rz 2/366 f.
68) Siehe *Iro* in Apathy/Iro/Koziol, BVR IX Rz 2/367.
69) *Hofmann* in Rummel, ABGB I³ § 447 Rz 3; vgl auch *Hinteregger* in Schwimann/Kodek, ABGB II⁴ § 447 Rz 5.
70) OGH 5 Ob 14/99s; *Iro* in Apathy/Iro/Koziol, BVR IX Rz 2/367.

Für den Verkehr ist somit in dieser Situation bei Einschau in das Grundbuch (anders als sonst) nicht erkennbar, wer die Berechtigten aus dem Pfandrecht sind.

Die Rechtsordnung reflektiert an dieser Stelle ein praktisches Bedürfnis, das sich aus der Funktion der Teilschuldverschreibungen ergibt. Dies bestätigt nicht nur die objektiv teleologische Interpretation, sondern auch der Blick in die Gesetzesmaterialien zu §§ 11 ff TSchVG: Demnach seien die Sonderbestimmungen zur Sicherstellung der Teilschuldverschreibungen unter anderem darauf zurückzuführen, dass „bei der Sicherstellung nicht die Vielheit der Berechtigten, sondern die Einheit der Verpflichtung in den Vordergrund tritt.“ Das Interesse an der Kollektivierung der Einzelforderung führt zur Zulässigkeit der Anonymität des Berechtigten.⁷¹⁾

Muss aber nun der *Pfandgläubiger nicht einmal genannt* werden (vgl § 12 TSchVG), um das Pfandrecht wirksam zum Entstehen zu bringen, ist zweifellos auch eine Bestellung zugunsten eines Treuhänders der Inhaber zulässig. Voraussetzung ist nur, dass die sachliche Akzessorietät gewahrt ist, was allerdings ebenso unzweifelhaft der Fall ist, weil das Pfandrecht ja der Sicherstellung der Ansprüche aus der Wandelschuldverschreibung dient. Das TSchVG lässt eine solche Gestaltung zu. Seine Regeln sind dispositiv, sodass abweichende konkrete Anleihebedingungen vorrangig zu respektieren ist.⁷²⁾ Eine solche Regelung wird geradezu mustergültig getroffen, wenn von vornherein ein Treuhänder zum Pfandgläubiger bestellt wird.

Zusammengefasst: Die §§ 11 ff TSchVG zielen darauf ab, dass bei der Ausgabe von Teilschuldverschreibungen Pfandrechte bestellt werden können, die die jeweiligen Inhaber besichern. Zugleich wird auf gewisse formale Gesichtspunkte – vor allem die Nennung des Pfandgläubigers – verzichtet, die es bei einer Pfandrechtsbegründung sonst bräuchte. Das bringt den Zweck der Regelung zum Vorschein: Die Teilschuldverschreibungen sollen einfach handelbar und die Sicherheiten trotzdem aufrecht bleiben.

Die soeben analysierten Bestimmungen des TSchVG kommen zwar nach ihrem Wortlaut nur auf Hypotheken zur Anwendung. Der Gesetzgeber wollte damit allerdings nicht zum Ausdruck bringen, Pfandrechte an beweglichen

Sachen anders zu behandeln, sondern er hatte mit Sicherungsrechten an Liegenschaften einfach einen typischen Fall der Besicherung vor Augen. Aufgrund ihrer herausgearbeiteten Zweckrichtung sind die §§ 11 ff TSchVG nicht nur auf Hypotheken zur Anwendung zu bringen, sondern *analog auch auf Pfandrechte an beweglichen Sachen*. Abgesehen davon, dass die Notwendigkeit eines eigenen Übertragungsaktes für das Pfandrecht neben der Übertragung der Schuldverschreibung auch bei beweglichen Sicherheiten der offensichtlich beabsichtigten Vereinfachung des rechtsgeschäftlichen Verkehrs zuwiderliefe: Auch der Wunsch nach einer Kollektivierung der Gläubigerinteressen bei Teilschuldverschreibungen spräche gegen eine auf den Wortlaut beschränkte Anwendung. Der Gesetzgeber des TSchVG verfolgt nämlich mit der Bündelung des Pfandrechts auch das vernünftige Ziel, eine gemeinschaftliche – und damit den Erlös typischerweise maximierende – Verwertung der Sicherheit zu ermöglichen. Diese Wertung ist nicht auf unbewegliche Sicherheiten beschränkt, sondern betrifft Pfandrechte an beweglichen Sachen (zB an Geschäftsanteilen) gleichermaßen. Dieser Gedanke bestätigt die schon auf den ersten Blick nahe liegende Analogie und bedeutet im Ergebnis, dass das treuhänderisch gehaltene Pfandrecht selbst dann wirksam begründet wurde, wenn man eine allgemeine Zulässigkeit einer Treuhandhypothek zu Unrecht verneinen wollte.

3.4. Zwischenergebnis

Die strittige Frage der Zulässigkeit einer *Treuhandhypothek* (Treuhanderpfandrecht) ist grundsätzlich zu bejahen. Wer dem nicht folgt, muss sie aber jedenfalls bei der Begebung von Teilschuldverschreibungen akzeptieren. Das TSchVG ermöglicht der Emittentin nämlich in den §§ 11 ff, *Kollektivhypotheken* zu begründen. Auf die Nennung der Pfandgläubiger wird verzichtet. Umso mehr muss die treuhändige Hypothek zulässig sein. Diese Wertung muss für Pfandrechte an beweglichen oder unkörperlichen Sachen zur Absicherung von Forderungen aus Wandelschuldverschreibungen analog angewendet werden.

3.5. Konversion

Selbst wenn man entgegen der hier vorgebrachten Argumente sowohl generell als zu Teilschuldverschreibungen im

Besonderen die Möglichkeit von treuhänderisch gehaltenen Pfandrechten verneint, führt dies im konkreten Fall nicht automatisch zur Unwirksamkeit der derzeit in der Praxis gängigen Konstruktionen.

Vielmehr wäre zu prüfen, ob an Stelle der ersatzlosen Nichtigkeit der Vereinbarung im Rahmen der *ergänzenden Vertragsauslegung* eine andere Gestaltung treten kann, die den gewünschten wirtschaftlichen Ergebnissen möglichst nahe kommt.⁷³⁾ Eine solche Konversion scheint möglich: Die von den Parteien angestrebte Konstruktion wäre – auch bei Verneinen der Wirksamkeit treuhänderisch gehaltener Pfandrechte – zulässig, wenn die Treuhänderin zugleich Gesamtgläubigerin wäre. Diese Position könnte sie dann (ebenfalls) treuhändig halten, die Forderung würde besichert mit dem dann akzessorischen Pfandrecht (Treuhandhypothek iWS).⁷⁴⁾ Dies entspräche selbstverständlich eher dem *hypothetischen Parteiwillen* als die Unwirksamkeit des Pfandrechts.⁷⁵⁾ Der Schuldner, der ja ohnehin nicht Gefahr läuft, doppelt zahlen zu müssen (schuldbefreiende Leistung nur an die Zahlstelle!), hat keine besonderen Nachteile, die Gläubiger würden wiederum ihre Pfandrechte nicht verlieren, deren Wirksamkeit für sie natürlich bei der Zeichnung der Teilschuldverschreibungen entscheidend war.

4. Resümee

Die vorliegende Untersuchung bestärkt den ersten Eindruck, der sich eingangs aus einer unbefangenen und lebensnahen Betrachtungsweise ergab: Gibt der Emittent Wandelschuldverschreibungen aus, die durch ein *treuhänderisch gehaltenes Pfandrecht* gesichert werden sollen, steht die Rechtsordnung dieser Konstruktion nicht entgegen.

Das Teilschuldverschreibungsgesetz (TSchVG, Kuratorenengesetz) ermöglicht der Emittentin in den §§ 11 ff nämlich, *Kollektivhypotheken* zu begründen. Auf die Nennung der Pfandgläubiger wird verzichtet, das Prinzip der persönlichen Akzessorietät des Pfandrechts zur besicherten Forderung gilt nicht, die treuhändige Hypothek ist schon aus diesem Grund zulässig. Dies gilt analog auch für Pfandrechte an beweglichen Sachen.

Der Wirksamkeit eines *Treuhandpfandrechts im engeren Sinn* können allerdings schon generell *keine sachlichen Gründe entgegeng gehalten* wer-

71) Vgl bei *Kaserer*, Gesetz 27 f.

72) Grundlegend *Reindl*, JBl 2012, insb 417 ff, der die verfassungsrechtliche Eigentumsgarantie und unionsrechtliche

Aspekte ins Treffen führt.

73) So zur Situation bei der Parallelschuld *Rabl*, ÖBA 2012, 678.

74) Siehe *Rabl*, ÖBA 2012, 678 f.

75) So schon zur Parallelschuld *Rabl*, ÖBA 2012, 678 f; vgl auch *Perner*, ÖBA 2015, 637 f.

den. Die Gegenmeinung beschränkt sich begriffsjuristisch auf das Akzessorietätsprinzip, dessen Zwecke der Zulassung treuhänderisch gehaltener Pfandrechte nicht entgegenstehen. ◆

Literaturverzeichnis

Apathy, Probleme der Treuhand, ÖJZ 2006, 221.

Apathy / Iro / Koziol (Hrsg), Österreichisches Bankvertragsrecht, Band II: Konto und Depot, 2. Auflage (2008); Band VIII: Kreditsicherheiten Teil I (2012); Band IX: Kreditsicherheiten Teil II (2012).

Fellner / Schmutzer, Unter der Kuratel, ÖBA 2015, 105.

Fenyves / Kerschner / Vonkilch (Hrsg), Klang Kommentar zum ABGB, 3. Auflage, §§ 888–896 (2008).

Gruber, Wandelschuldverschreibungen im Sanierungsverfahren, ZIK 2010, 211.

Kalss, Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt (2001).

Kaserer, Das Gesetz vom 24. April 1874 betreffend die gemeinsame Vertretung der Rechte der Besitzer von auf Inhaber lautenden oder durch Indossament übertragbaren Theilschuldverschreibungen und die bürgerliche Behandlung der für solche Theilschuldverschreibungen eingeräumten Hypothekarrechte mit Materialien (1874).

Kastner, Wandelschuldverschreibungen, JBI 1952, 364.

Klang (Hrsg), Kommentar zum Allgemeinen Bürgerlichen Gesetzbuch, 2. Band, 2. Auflage (1950).

Kletečka / Schauer (Hrsg), ABGB-ON Kommentar (ab 2010).

Kodek (Hrsg), Kommentar zum Grundbuchsrecht online (Stand 2009).

Koziol / P. Bydlinski / Bollenberger (Hrsg), Kurzkomentar zum ABGB, 4. Auflage (2014).

Perner, Konsortialkredit, Vertragsfreiheit und Parallelschuld, ÖBA 2015, 632.

Rabl, Die Parallelschuld (Parallel Debt), ÖBA 2012, 674.

Reindl, Kuratorenrecht: Darf ein Gesetz einem Investor einen Kurator aufzwingen? JBI 2012, 409.

Riedler, Gesamt- und Teilgläubigerschaft im österreichischen Recht (1997).

Rummel (Hrsg), Kommentar zum ABGB, 3. Auflage, Band I (2000), Band II/6 (2004).

Rummel / Lukas (Hrsg), Kommentar zum ABGB, 4. Auflage, Band §§ 859–916 (2014).

Schalek, Die Ausgleichsnovelle 1934, JBI 1935, 389.

Schwimann, Internationales Privatrecht. Einschließlich Europarecht³ (2001).

Schwimann / Kodek (Hrsg), Praxiskommentar zum ABGB, Band II, 4. Auflage (2012), Band IV, 4. Auflage (2014).

Seeber, Die Parallelschuld, ÖBA 2014, 592.

Spatz, Grundlegendes zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen, RdW 2005, 140 und 274.

Spindler / Stilz (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz, Band 2, 3. Auflage (2015).

Taufner / Herzer, Wandelschuldverschreibungen in der Emittenteninsolvenz, ÖBA 2012, 587.