

Die alten Geister

Als toxische Papiere und Teufelszeug während der Finanzkrise verschrien, haben Verbriefungen ein Imageproblem. Die EU-Kommission will sie nun wieder salonfähig machen und damit den europäischen Kapitalmarkt beleben. Verbriefungsexperten befürchten jedoch, sie könnte das Gegenteil bewirken. Vor allem die mächtige Autoindustrie geht auf Distanz.

VON CLAUDIA OTTO



Fast zehn Jahre nach der Finanzkrise wird noch immer über neue, schärfere Regeln für Verbriefungen verhandelt“, empört sich ein Verbriefungsexperte aus der Automobilindustrie. Dabei seien längst nicht alle Verbriefungen Teil des Problems während der Finanzkrise gewesen: „Autoverbriefungen, die typischerweise Aktiva sehr breit streuen, haben eine exzellente Performance“, betont er. Kein Investor habe mit solchen Anlagen bisher Verluste erlitten – auch nicht während der Finanzkrise.

Worüber sich der Autobauer so echauffert: Die Europäische Union plant ein neues Regelwerk für Verbriefungen. Es soll im Zuge der Kapitalmarktunion gelten. Ziel der Initiative, die laut EU-Kommission bis 2019 umgesetzt werden soll, ist eine Vertiefung der Kapitalmärkte der EU-Mitgliedstaaten. Dabei sollen unter anderem neue Finanzierungsquellen für Unternehmen erschlossen sowie die Kosten für die Aufnahme von Kapital gesenkt, grenzübergreifende Investitionen erleichtert sowie mehr ausländische Investitionen angezogen werden.

Eigenen Angaben zufolge hat die Kommission bisher 20 der 33 angekündigten Maßnahmen zur Kapitalmarktunion auf den Weg gebracht (*Was bisher geschah*, Seite 54). Zu den wichtigsten darunter zählen die aktualisierten Prospektvorschriften ebenso wie das neue Verbriefungsregelwerk. Vor allem letzteres ist ein ambitioniertes Vorhaben, das nicht überall auf Gegenliebe stößt. Unter Branchenverbänden, Unternehmen und ihren Beratern wird es heiß diskutiert.

Das Thema ist auch deshalb brisant, weil Verbriefungen für die europäische Wirtschaft eine zunehmend wichtige Refinanzierungsquelle sind. Die Automobilhersteller nutzen sie gerne, insbesondere wegen der stark ansteigenden Leasing- und Finanzierungsportfolien ihrer Financial-Services-Gesellschaften. Denn Verbriefungen erlauben eine Diversifizierung und Erweiterung der Finanzierungsoptionen. „Ein großer Vorteil ist die Besicherung durch Aktiva aus der Konzernbilanz“, berichtet der Verbriefungschef eines Automobilbauers. Sie ermöglicht es, sich über Verbriefungsstrukturen unabhängig vom Konzernrating zu refinanzieren.“

Aber auch Banken und ihre Kunden aus der Wirtschaft profitieren: „Durch Verbriefungen kön-



Wie ein Krimi: Für Clifford Chance-Partner Oliver Kronat ist das neue Verbriefungsregelwerk eine spannende Materie.

nen Banken Anlagen beispielsweise in Unternehmensdarlehen institutionellen Investoren zugänglich machen und gleichzeitig ihre Bilanz entlasten“, erklärt Dr. Oliver Kronat, Partner bei Clifford Chance. So entstehe Spielraum für die Kre-

ditvergabe an Unternehmen. Das habe die EU-Kommission erkannt und die Umsetzung des neuen Verbriefungsregelwerks priorisiert.

Ein neues Gütesiegel.

Der Weg dorthin ist für Kronat spannend wie ein Krimi. Seit den Vorschlägen der Kommission für das neue Verbriefungsregelwerk im September 2015 kam es zu erheblichen Verzögerungen. Das Europäische Parlament machte Änderungsbedarf geltend. Kommission, Parlament und Rat mussten sich auf eine gemeinsame Linie einigen. Am 30. Mai gelang der Durchbruch. „Nun ist mit einer raschen Umsetzung zu rechnen“, so der Clifford Chance-Partner. Das einheitliche Regelwerk, das nun höhere Anforderungen an Verbriefungen stellt und künftig „normale“ Verbriefungen von STS-Verbriefungen unterscheidet (STS = simpel, transparent, standardisiert), soll für alle institutionellen Investoren gelten. Um das Label tragen zu dürfen, müssen Verbriefungen allerdings hohe Qualitätsanforderungen erfüllen. Dafür sind die Eigenkapitalanforderungen für Investoren im Vergleich zu normalen Verbriefungen niedriger, wie Kronat erläutert.

Bis das Regelwerk gilt, werden aber noch ein- und einhalb Jahre ins Land ziehen. Während zunächst vom Juli 2018 die Rede war, ist inzwischen der Januar 2019 als Starttermin im Gespräch. Diese Zeit sei nötig, um Folgeanpassungen in anderen Regelwerken vorzunehmen und Auslegungshilfen anzufertigen, so Kronat.

Die Automobilindustrie gibt sich derweil kritisch. „Wir begrüßen, dass man versucht, klare Re-

Was bisher geschah

Die wichtigsten Maßnahmen zur Kapitalmarktunion, die bereits umgesetzt sind.

- **Risikokapital:** Parlament und Rat erzielten am 30. Mai 2017 eine grundsätzliche Einigung auf die Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) und die Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF).
- **Zugang zu öffentlichen Märkten für frisches Kapital:** Die modernisierte EU-Prospektverordnung, auf die sich Parlament und Rat im Dezember 2016 einigten, wird ab Mitte 2019 gelten.
- **Kreditvergabe durch Banken an die Realwirtschaft:** Parlament und Rat erzielten am 30. Mai 2017 eine grundsätzliche Einigung über STS-Verbriefungen und die Überarbeitung der Eigenkapitalanforderungen für Banken.
- **Infrastrukturinvestitionen:** Der delegierte Rechtsakt zu Solvency II wurde im September 2015 geändert und ist seit April 2016 in Kraft.
- **Zweite Chance durch vorsorgliche Restrukturierung:** Im November 2016 hat die Kommission eine Regelung für die präventive Restrukturierung von Unternehmen vorgeschlagen.



Full Personal Service für Ihre Kanzlei

**Rechtsanwalts- / Notarfachangestellte /
Human Resources / Assistenz /
Business Development / u. ä.**

LTS ist auf die Besetzung von Support-Positionen im juristischen und steuerlichen Umfeld spezialisiert. Unsere Berater verfügen über jahrelange Erfahrung bei der Vermittlung von gut ausgebildetem Personal in Kanzleien, Steuerberatungen, WP-Gesellschaften und Unternehmen.

Friedrichstraße 15 · 60323 Frankfurt am Main · Telefon +49 (0)69 7171 2983 11 · info@lts-jobs.com · www.lts-jobs.com

BY SCHOLLMAYER & STEIDL

ANZEIGE

geln und Standards zu schaffen, um Investoren mehr Sicherheit in Bezug auf ihre Risiken zu geben“, so ein Branchenvertreter diplomatisch. „Allerdings sind diese bereits vom Markt selbst nach der Finanzkrise geschaffen worden.“ So hätten etwa Ratingagenturen ihre Analyseprozesse deutlich verschärft und Investoren sowie Emittenten zusammen viel mehr Transparenz in den Dokumentationen geschaffen. Die neuen Regulierungsvorschläge würden bei unveränderter Implementierung zu einer großen Rechtsunsicherheit führen, so der Verbriefungsexperte, und bestimmte Verbriefungen wie zum Beispiel von Leasinggesellschaften unterbinden. „In der Summe befürchten wir ein Austrocknen des ohnehin kleinen Segments im europäischen Kapitalmarkt.“ Das könnte seiner Meinung nach eine Verteuerung der Refinanzierung mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Realwirtschaft nach sich ziehen.

Erhebliche Unklarheiten.

Auch Kronat bewertet die Maßnahmen differenziert: „Zu begrüßen ist die Vereinheitlichung des Verbriefungsregelwerks für alle institutionellen Investoren. Allerdings sind dazu noch Folgeänderungen, vor allem in Solvency II, erforderlich.“ Erfreulich sei auch, dass die vom Parlament ins

BEI VERSTOSS DROHEN SCHWER- WIEGENDE SANKTIONEN.

Spiel gebrachte Erhöhung des Selbstbehalts nun doch nicht umgesetzt werde. Allerdings unterliege die Höhe des Selbstbehalts einer regelmäßigen Überprüfung. Nicht klar sei, so Kronat, wie die Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungen künftig festgesetzt werden. Nach den bisherigen Entwürfen würden diese im Vergleich zum Status quo steigen.

Dies gelte selbst bei STS-Verbriefungen, wenn auch in geringerem Maße. Allerdings waren und sind die Ausfallraten nicht nur in der Autoindustrie,

sondern auch bei europäischen Verbriefungen insgesamt durchweg gering. „Eine Erhöhung ist daher nicht gerechtfertigt“, kritisiert der Jurist. Auch beim Verfahren zur Feststellung, ob eine Verbriefung das Label STS tragen darf, gebe es Schwierigkeiten. Zwar sei die Verwendung privatrechtlicher Zertifizierungsstellen nun möglich, dennoch müsse die verbriefende Bank die Einhaltung der STS-Kriterien zusichern. „Bei Verstoß gelten schwerwiegende Sanktionen“, warnt Kronat. „Da viele STS-Kriterien der Auslegung zugänglich sind, ist dies ein erhebliches Risiko für die verbriefende Bank.“

Verständliche Prospektvorschriften.

Eine zumindest auf den ersten Blick weniger komplexe, aber dennoch wichtige Angelegenheiten sind die im Zuge der Kapitalmarktunion aktualisierten Prospektvorschriften. „Insbesondere der EU-Wachstumsprospekt ist hier zu nennen“, sagt Ingo Wegerich, Partner bei Luther. Dabei handelt es sich um ein vereinfachtes, standardisiertes Prospektformat für kleine und mittlere Unternehmen (KMU). Einzelheiten wird die Kommission noch in delegierten Rechtsakten festlegen, wie Wegerich anmerkt. Es soll aber in jedem Fall in leicht verständlicher Sprache abgefasst und für die Emittenten leicht auszufüllen sein, mit Schwerpunkt auf den Angaben, die für eine Anlageentscheidung wesentlich sind. Auch die Kosten für die Prospekterstellung sollen künftig in einem angemessenen Verhältnis zur Größe des Unternehmens stehen.

Die Kommission unterlegt das Verbesserungspotenzial sogar mit konkreten Zahlen: Der neue KMU-freundliche Prospekt soll jährlich für 320

DER KAPITALMARKTZUGANG WIRD ERHEBLICH ERLEICHTERT.

KMU-Prospekte genutzt werden können, was zu Einsparungen von rund 45 Millionen Euro pro Jahr führen würde. Auch Wegerich begrüßt die Maßnahme: „Der Kapitalmarktzugang wird erheblich erleichtert. Rechtliche Hürden, Verwaltungsaufwand und Kosten werden deutlich reduziert.“ Allerdings müsse hinterfragt werden, ob insbesondere institutionelle Investoren in KMU auch auf Basis eines kurzen Prospekts investieren oder diese nicht eher ein Mehr an Informationen verlangen. Zudem habe gerade Deutschland mit Mittelstandsanleihen in letzter Zeit nicht nur positive Erfahrungen gemacht – rund 25 Prozent der Emittenten sind insolvent. Auch vor diesem Hintergrund sei fraglich, ob ein Weniger an Information sachgerecht ist. Zudem ist eine Verschlinkung der Prospekte laut Wegerich nur dann sinnvoll, wenn auch andere gesetzliche Regelungen damit einhergehen. Das Gegenteil sei



Vorteil: Kleine und mittlere Unternehmen profitieren vom EU-Wachstumsprospekt, meint Ingo Wegerich, Partner bei Luther.

jedoch der Fall: Die Folgepflichten für Freiverkehrsemittenten werden im Zuge der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) durch Führen von Insiderlisten, Directors Dealings und Ad-hoc-Publizität ganz erheblich erweitert. „Gerade für kleinere Emittenten ist der Mehraufwand durch die MAR kaum noch zu bewerkstelligen“, mahnt der Luther-Partner.

Großer Abstimmungsbedarf.

Prospektverordnungen und Verbriefungen sind zwei zentrale Stellschrauben der Kapitalmarktunion, und sie tragen maßgeblich zu ihrem Gelingen bei, da sind sich die Experten einig. Wie komplex der Masterplan der EU zur Belebung des Kapitalmarkts ist, spiegelt sich auch in der Vielzahl der Maßnahmen wider, die Brüssel aufgerufen hat. Denn längst hat die Kommission noch nicht alle Maßnahmen auf den Weg gebracht (*Was noch kommt*). Um erfolgreich zu sein, wird sie außerdem darauf achten müssen, dass neue Regelungen im Rahmen anderer Initiativen nicht konträr wirken. So meint etwa Wegerich: „Will man die Kapitalaufnahme glaubhaft stärken, müssen Investitionen in den Kapitalmarkt steuerlich begünstigt werden.“ ◀

Was noch kommt

Diese Maßnahmen und Vorschläge zur Kapitalmarktunion stehen weiter aus.

Soll noch 2017 kommen:

- Verhaltenskodex zur Vereinfachung der **Quellensteuerverfahren** mit Schwerpunkt auf Erstattungen
- Gesetzgebungsvorschlag mit Kollisionsvorschriften für **Drittparteeffekte** von grenzüberschreitenden Wertpapier- und Forderungsgeschäften (4. Quartal)
- Empfehlung zu **Privatplatzierungen** (4. Quartal)
- Mitteilung über eine Roadmap für die Beseitigung der Hindernisse für **Nachhandelsinfrastrukturen** (4. Quartal)
- Mitteilung über die Märkte für **Unternehmensanleihen** (4. Quartal)

Für 2018 geplant:

- Gesetzgebungsvorschlag für einen EU-Rahmen für gedeckte **Schuldverschreibungen** (1. Quartal)
- Änderungen an der delegierten Verordnung zur **Ergänzung von Solvency II**

Impressum

Herausgeberin: Dr. Astrid Gerber

Chefredaktion: Dr. Aled Griffiths (Gr), Antje Neumann (AN), Jörn Poppelbaum (pop)

Redaktionsleitung: Jörn Poppelbaum – Vi.S.d.P., Stellv. Astrid Jatzkowski (jat)

Meinung + Analyse: Jörn Poppelbaum

Kanzleien: Leitung Ulrike Barth (uba), Eva Lienemann (eli)

Unternehmen: Leitung Astrid Jatzkowski, Christina Schulze (cg), Christin Stender (cn)

Recht: Leitung Mathieu Klos (MK), Marc Chmielewski (mc)

Deals, Nachrichten auf www.juve.de: Leitung Christine Albert (CA), Sonja Behrens (smb, Deals), Marc Chmielewski (Verfahren), Christiane Schiffer (chS), Martin Ströder (mst)

Redaktion: Raphael Arnold (pha), Laura Bartels (lau), Catrin Behlau (cb), René Bender (RB), Simone Bocksrocker (SB), Silke Brünner (si), Geertje de Sousa (gds), Eva Flick (EF), Helena Hauser (hh), Annette Kamps (ank), Daniel Lehmann (dal), Markus Lembeck (ML), Till Mansmann (tim), Stephan Mittelhäuser (stm), Claudia Otto (co), Norbert Parzinger (NP), Konstanze Richter (ric), Anika Verfürth (av)

CvD/Schlussredaktion: Leitung Ulrike Sollbach, Sirka Laass

Redaktionsassistenten: Nicole Bertelsmann, Regina Cichon, Verena Clemens, Stefanie Riemann, Claudia Scherer, Silvia Strauch, Claudia Voskuhl

Übersetzungen: Sandra Wosky

Vermarktung und Verkauf: Rüdiger Albert, Bert Peter Alkema, Angelika Graef, Britta Hlavsa, Svea Kläßen, Jessica Lütkenhaus, Philip Middelhoff, Tina Puddu, Christopher Savill, Ylva Wüstemann

Marketing und Veranstaltungen: Leitung Alke Hamann, Jens David, Marit Lucas, Eva Wolff

Verwaltung und Buchhaltung: Barbara Albrecht, Christian Hellmann, Sandra Schmalz, Sarah Stollenwerk, Janine Wartenberg

Layout: Leitung Andreas Anhalt, Vivian Ems, Janna Lehnen, Dominik Rosse

IT: Leitung Marcus Willemsen, Mehran Akhbar

Vertrieb/Abonnements: Svea Kläßen

Wissensmanagement: Ulrike Sollbach

JUVE Rechtsmarkt · 20. Jahrgang

erscheint monatlich bei

JUVE Verlag für juristische Information GmbH

Sachsenring 6 · D-50677 Köln

Postanschrift: Postfach 25 04 29 · 50520 Köln

Tel. 0049 / (0)221 / 91 38 80-0

Fax 0049 / (0)221 / 91 38 80-18

E-Mail: redaktion@juve.de (redaktionelle Anfragen)
vertrieb@juve.de (Abonnements und Heftbestellungen)
anzeigen@juve.de (Druckunterlagenübermittlung)

ISSN: 1435-4578

Druckauflage: 15.200

Litho- und Druckservice: D+L Printpartner GmbH, Bocholt

Alle Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung wie Nachdruck, Vervielfältigung, elektronische Verarbeitung und Übersetzung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlages.

Abo: JUVE Rechtsmarkt ist als Einzel- oder Kanzleiabonnement erhältlich – Monat für Monat aktuelle Marktinformation für Sie und alle Anwälte Ihrer Kanzlei. Wir informieren Sie gern über unsere günstigen Abo-Konditionen!

Weitere JUVE-Publikationen:



JUVE Steuermarkt
Marktberichterstattung für Steuerexperten



JUVE Handbuch Wirtschaftskanzleien
Bereits in 19. Auflage erhältlich



German Commercial Law Firms
Das JUVE Handbuch in englischer Sprache



JUVE Magazin für Wirtschaftsjuristen
Der österreichische Markt in Zahlen und Fakten



azur
Karrieremagazin für junge Juristen



azur100
Die 100 attraktivsten Arbeitgeber für Juristen

