

Topadresse für Verbriefungstransaktionen

Verbriefungsgesetz, effiziente Aufsicht und funktionierendes Ökosystem einer Vielzahl von Investmentfonds und Banken sprechen für das Großherzogtum

Börsen-Zeitung, 9.10.2018

Der Markt für Verbriefungen in Luxemburg hat sich positiv entwickelt. Seit der Einführung des Verbriefungsgesetzes im Jahre 2004 wurden in Luxemburg ca. 2.000 Verbriefungsgesellschaften gegründet. Da typischerweise am Ende der Verbriefungstransaktion die Zweckge-

einer société à responsabilité limitée (Gesellschaft mit beschränkter Haftung), einer société anonyme (Aktiengesellschaft) oder einer société anonyme en commandite par actions (Kommanditgesellschaft auf Aktien) gegründet. Hier ist insoweit zu bemerken, dass es nach der jüngsten Reform des luxemburgischen Gesellschaftsrechts nun auch erlaubt ist, dass eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung Wertpapiere im Wege eines öffentlichen Angebots platzieren darf.

Der überwiegende Teil der Verbriefungsgesellschaften ist unreguliert und wird nicht von der luxemburgischen Aufsichtsbehörde CSSF überwacht. Allerdings gibt es auch die Möglichkeit, eine Verbriefungsgesell-

schaft von der CSSF lizenzieren zu lassen. Diese Gesellschaften müssen allerdings in überwiegendem Maße die Wertpapiere im Rahmen eines öffentlichen Angebots beim Publikum platzieren, so dass in der Regel ein Wertpapierprospekt durch die CSSF genehmigt werden muss, der den Verkauf der Papiere an Kleinanleger erlaubt. In jedem Fall sind bei dem Vertrieb der von einer luxemburgischen Verbriefungsgesellschaft begebenen Schuldverschreibungen die allgemeinen Mifid-Regeln (Markets in Financial Instruments Directive) zu beachten. Ebenso ist bei der Strukturierung einer Verbriefungstransaktion zu prüfen, ob eventuell der Anwendungsbereich der PRIIPs-Verordnung (Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products) eröffnet ist.

Unter der Voraussetzung, dass die Verbriefungsgesellschaft unter anderem ihre Vermögensgegenstände nicht aktiv managt und nur Schuldverschreibungen beziehungsweise Schuldinstrumente und kein Eigenkapital begibt, ist eine Verbriefung nach luxemburgischem Verständnis und auch nach den Auslegungsentscheidungen der Europäischen Kommission kein AIF (Alternative Investment Fund)) und damit auch von den Regelungen der AIFM-Richtlinie ausgenommen.

Dies ist aufsichtsrechtlich insoweit gerechtfertigt, da anders wie bei einem Investmentfonds die Verbriefung ein passives Vehikel ist, dessen

Vermögensgegenstände nicht aktiv gemanagt werden. Vielmehr erwirbt der Investor einer Verbriefung wie bei einem klassischen Fixed Income Produkt eine Exposure zu vordefinierten Auszahlungsprofilen. Allerdings kann man nicht verschweigen, dass durch die Regelungen der AIFM-Richtlinie (Alternative Investment Fund Managers Directive) zwangsläufig Abgrenzungsfragen zum Verbriefungsbereich auftreten, die in der Zwischenzeit teilweise auch aufsichtsrechtlich konkretisiert worden sind – zum Beispiel in der Abgrenzung der Darlehensvergabe durch AIF beziehungsweise Verbriefungsgesellschaften.

Da diese Entwicklungen noch nicht abgeschlossen sind, ist nicht auszuschließen, dass der luxemburgische Gesetzgeber weiteren Regelungsbedarf sieht und das luxemburgische Verbriefungsgesetz anpassen und bestimmte Klarstellungen im Gesetz vornehmen wird. An dieser Stelle sollte der Vollständigkeit halber auch erwähnt werden, dass das luxemburgische Verbriefungsgesetz einen sogenannten Verbriefungsfonds vorsieht, der ausdrücklich von den Anforderungen der luxemburgischen Fondsgesetzgebung ausgenommen ist und als Kapitalgesellschaft oder als FCP (Fonds commun de placement) mit einer Managementgesellschaft gegründet werden kann. Auch wegen der teilweise unklaren Abgrenzung zu einem AIF ist ein Verbriefungsfonds allerdings eher die Ausnahme im Markt.

Des Weiteren ist die jüngste Schaffung eines Rechtsrahmens für Verbriefungen hoher Qualität zu erwähnen, die auch im Großherzogtum ihren Niederschlag gefunden hat. Bereits 2014 hatte die Europäische Kommission in einer Mitteilung über eine Investitionsoffensive für Europa, die Neubelebung der Verbriefungsmärkte angekündigt und ausdrücklich betont, dass ein funktionierender Verbriefungsmarkt ein wichtiger Bestandteil für die Schaffung der Kapitalmarktunion ist.

Dies führte unter anderem zur Verabschiedung der Verordnung (EU) 2017/2402 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen. Solche sogenannten STS-Verbriefungen mit mehreren Tranchen von Wertpapieren, die ein

Kreditrisiko verbriefen, können über luxemburgische Emissionsvehikel strukturiert werden, was insbesondere für den Bereich der Kfz-Verbriefungen (Darlehen sowie Leasingforderungen) von Bedeutung ist. Die CSSF ist in Luxemburg die zuständige Aufsichtsbehörde für STS-Verbriefungen.

Was ist alles möglich?

Darüber hinaus können sogenannte „Syntheten“ gut über luxemburgische Verbriefungsgesellschaften strukturiert werden. Das Verbriefungsgesetz sieht diesbezüglich vor, dass Risiken auf die Verbriefungsgesellschaft über eine Garantie oder ein Derivat übertragen werden können. Hierbei ist insbesondere zu bemerken, dass eine solche Aktivität einer Zweckgesellschaft in Luxemburg nicht vom Versicherungsaufsichtsrecht erfasst wird.

Ebenso ist zu erwähnen, dass Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke die Verbriefung nutzen können, um Investments in bestimmten Assetklassen abzubilden. Hier sind insbesondere die Bestimmungen der deutschen Anlageverordnung (AnlV) entscheidend, ob ein Wertpapier von einem Investor überhaupt erworben werden kann. Erfahrungsgemäß lassen sich die von einer luxemburgischen Verbriefungsgesellschaft emittierten Schuldverschreibungen so strukturieren, dass die Anforderungen der AnlV erfüllt werden können.

Oftmals ist es hierfür erforderlich, dass die Schuldverschreibungen zum Handel an einer Börse zugelassen sind. Daher sind Schuldverschreibungen, die von luxemburgischen Verbriefungsgesellschaften in diesem Zusammenhang begeben werden, häufig am Euro-MTF-Markt (Multilateral Trading Facility) der Börse in Luxemburg gelistet. Beim Euro MTF handelt es sich nach Auf-

fassung der CSSF um einen Markt, dessen Funktionsweise ordnungsgemäß und der anerkannt und für das Publikum offen ist.

Wie vorstehend bereits erwähnt kann eine luxemburgische Verbriefungsgesellschaft auch Wertpapiere begeben, die nicht dem luxemburgischen Recht unterliegen, das heißt eine Verbriefungsgesellschaft kann Genussscheine, commercial paper oder unter bestimmten Voraussetzungen auch Schuldscheine emittieren. Diese Instrumente werden insbesondere im Zusammenhang mit der Verbriefung von Handelsforderungen verwendet.

Außerdem ist es für luxemburgische Verbriefungsgesellschaften statthaft, jedwede Art von Commodi-

„Luxemburg ist als einer der führenden Finanzplätze in Europa hochspezialisiert und damit als Standort für Investoren und Initiatoren von Verbriefungstransaktionen gleichermaßen attraktiv.“

ties zu erwerben. Verbriefungsgesellschaften begeben daher häufig Zertifikate, die auf die Wertentwicklung von Gold oder anderen Edelmetallen referenzieren. Hier ist bei der Strukturierung zu beachten, dass die Verbriefungsgesellschaft eine passive „Buy and hold“-Strategie verfolgt.

Innovationen im Finanzbereich, die allgemein mit dem Begriff Fintech bezeichnet werden, beeinflussen natürlich auch den Verbriefungssektor. Es gibt bereits Verbriefungen in Luxemburg, die die Blockchain-

Technologie nutzen oder in Kryptowährungen und ICOs (Initial Coin Offerings) investieren. Diese Verbriefungen sind natürlich institutionellen Investoren vorbehalten, stellen aber eine interessante Ergänzung zu den klassischen Spielarten der Verbriefung dar.

In den Erwägungsgründen der erwähnten STS-Verordnung wurde unter anderem festgestellt, dass die Verbriefung ein wichtiger Bestandteil gut funktionierender Kapitalmärkte ist. Insbesondere wird darauf verwiesen, dass eine solide strukturierte Verbriefung ein wichtiger Kanal für die Diversifizierung von Finanzierungsquellen und eine effizientere Risikoallokation im EU-Finanzsystem sein kann, mit dem Ziel eine breitere Streuung von Risiken im Finanzsektor zu ermöglichen. Dies kann zu einer Entlastung der Bilanzen von Kreditinstituten führen und somit zu einer verstärkten Kreditvergabe an die Wirtschaft beitragen. Kurzum, die Verbriefung kann zu Effizienzsteigerungen des Finanzsystems und zu zusätzlichen Investitionsmöglichkeiten führen.

Hochspezialisierter Standort

Luxemburg ist als einer der führenden Finanzplätze in Europa hochspezialisiert und damit als Standort für Investoren und Initiatoren von Verbriefungstransaktionen gleichermaßen attraktiv. Wie ausgeführt, können regulierte und unregulierte Verbriefungen für Investments in ganz unterschiedliche Assetklassen genutzt werden. Das Verbriefungsgesetz, eine effiziente und angesehene Aufsicht und nicht zuletzt ein gut funktionierendes Ökosystem einer Vielzahl von Investmentfonds, Banken, Versicherungen und professionellen Dienstleistern machen Luxemburg weiterhin zu einer Topadresse in Europa für Verbriefungstransaktionen.



Von
Andreas Heinzmann

Partner bei GSK
Stockmann in
Luxemburg

sellschaft liquidiert wird, gibt es derzeit ca. 1.250 aktive Verbriefungsgesellschaften im Großherzogtum. Da das Verbriefungsgesetz die Gründung von sogenannten Compartments erlaubt, die mit dem deutschen Konzept des Sondervermögens vergleichbar sind, ist die Zahl der getätigten Verbriefungstransaktionen wohl um ein Vielfaches höher.

Klarer, verlässlicher Rahmen

Luxemburg verfügt mit dem Verbriefungsgesetz aus dem Jahr 2004 über einen Rechtsrahmen, der für seine Klarheit und Verlässlichkeit vom Markt geschätzt wird. Dadurch konnte sich Luxemburg als eine der ersten Adressen in Europa für Verbriefungstransaktionen etablieren.

Bei einer Verbriefung erwirbt eine Zweckgesellschaft die Risiken eines oder mehrerer Vermögensgegenstände und finanziert den Erwerb durch die Ausgabe von Wertpapieren, die typischerweise von institutionellen Investoren erworben werden. Die Wertpapiere können dem luxemburgischen Recht unterliegen. Eine Verbriefungsgesellschaft kann allerdings auch Wertpapiere begeben, die einer ausländischen Rechtsordnung unterfallen. Der Erwerb der Risiken durch die Verbriefungsgesellschaft kann entweder über einen sogenannten True Sale oder synthetisch erfolgen.

Die meisten Verbriefungsgesellschaften werden in der Rechtsform