Verbriefungsrecht wettbewerbsfähig für morgen machen

Luxemburgs wegweisendes Vorgehen – Gesetzentwurf Nr. 8761 stärkt Europas führenden Standort für Verbriefungen

Börsen-Zeitung, 13.11.2026

Mit derzeit ca. 1800 Verbriefungsvehikeln hat sich Luxemburg seit langem als Europas führender Standort für Verbriefungen positioniert, gestützt auf einen Rechtsrahmen, der ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Anlegerschutz und Flexibilität gewährleistet. Der Markt entwickelt sich jedoch stetig weiter – und mit ihm muss auch die Gesetzgebung Schritt halten. Die durch den jüngsten Gesetzentwurf Nr. 8761 eingebrachten Änderungen bezüglich bestimmter Vorschriften des Gesetzes vom 22. März 2004 über Verbriefungen spiegeln die Entschlossenheit des luxemburgischen Gesetzgebers wider, Luxemburgs Regelungsrahmen für Verbriefungen aktuell, wettbewerbsfähig und im Einklang mit den Erwartungen internationaler Investoren, Sponsoren und Originatoren zu halten.

Das Ziel des Gesetzentwurfes ist es (i) die Vorschriften zur aktiven Verwaltung verbriefter Risikoportfolios zu modernisieren, (ii) interne Investments zwischen verschiedenen Compartments zu erlauben, (iii) die für Schuldverschreibungen geltenden Nachrangigkeitsregeln zu präzisieren, (iv) das auf Verbriefungsfonds anwendbare Insolvenzrecht anzupassen und (v) die Finanzierungsmöglichkeiten für Verbriefungsvehikel grundsätzlich zu erweitern.

Der überarbeitete Artikel 61-1 erweitert den Kreis der aktiv verwaltbaren Risikoportfolios erheblich. Nach der bisherigen Regelung war die aktive Verwaltung auf Schuldverschreibungen und Forderungen im weitesten Sinn beschränkt. Künftig erstreckt sich der Anwendungsbereich des Gesetzes unter anderem auch auf aktiv verwaltete Equity-Positionen.

Begrüßenswerte Ausweitung

Dies ist eine begrüßenswerte Ausweitung des Anwendungsbereichs des Verbriefungsgesetzes im Hinblick auf aktiv verwaltete Strukturen. Allerdings hat der Gesetzgeber eine wichtige Schutzklausel beibehalten: Die aktive Verwaltung eines Risikoportfolios bleibt nur dann möglich, wenn die betreffenden Finanzinstrumente nicht öffentlich angeboten werden, womit diese Flexibilität professionellen Anlegern vorbehalten bleibt. Wichtig ist zudem, dass der Gesetzgeber auch eine praktische Realität anerkennt: Selbst ein passiv verwaltetes Portfolio kann über die Laufzeit einer Transaktion hinweg in manchen Fällen nicht völlig statisch bleiben. Artikel 61-1 führt daher eine Safe-Harbor-Regelung ein und stellt klar, dass Transaktionen, die auf die Einrichtung, Erneuerung oder geringfügige Anpassung der Zusammensetzung eines Portfolios abzielen, keine aktive Verwaltung darstellen. Dies schafft Rechtssicherheit für Strukturen, die eine gelegentliche Portfoliopflege erfordern, ohne dass dadurch eine Einstufung als vollständige aktive Verwaltung ausgelöst wird.


Foto: www.rolandhorn.de

Andreas Heinzmann

Partner bei GSK Stockmann in Luxemburg

Eine der strukturell bedeutenderen Neuerungen ist die Einführung eines neuen Artikels 59-1, der es einem Compartment eines Verbriefungsvehikels erlaubt, direkt oder indirekt in einen oder mehrere andere Compartments desselben Vehikels zu investieren. Diese Möglichkeit muss in der Satzung, den Verwaltungsvorschriften und der Emissionsdokumentation des Verbriefungsvehikels festgelegt werden. Um zirkuläre Konstruktionen zu verhindern, darf zum Beispiel Compartment A nicht in Compartment B investieren, wenn Compartment B bereits in Compartment A investiert ist.

Der Gesetzentwurf wahrt zudem die Gläubigerrechte des investierenden Compartments, wenn die Investition in Form von Schuldverschreibungen erfolgt, und sieht eine Abweichung von den Bestimmungen des luxemburgischen Zivilrechts zur sogenannten Konfusion (confusion), das heißt der Vereinigung von Gläubiger- und Schuldnerstellung, vor, um sicherzustellen, dass die Ansprüche des investierenden Compartments nicht durch Konfusion erlöschen.

Präzisierte Nachrangigkeitsregeln

Der Gesetzentwurf stellt ferner klar, dass Finanzinstrumente mit variabler Verzinsung nicht nur gegenüber festverzinslichen Finanzinstrumenten nachrangig sind, sondern auch gegenüber Finanzinstrumenten, deren Zinsen auf der Grundlage eines Referenzzinssatzes (zum Beispiel Euribor) zuzüglich einer festen Marge berechnet werden. Diese Referenzzinssatzplus-Marge-Instrumente sind gleichrangig mit festverzinslichen Finanzinstrumenten – ein am Ende stimmiges Ergebnis, da beide Instrumente eine bestimmbare Rendite bieten, die unabhängig von der Restperformance der Vermögenswerte des Verbriefungsvehikels ist.

Anpassung der Insolvenzregeln

In der Praxis hat sich die Frage gestellt, ob das Vermögen eines von einer Verwaltungsgesellschaft verwalteten Verbriefungsfonds im Falle der Insolvenz der Verwaltungsgesellschaft den Forderungen der Gläubiger dieser Verwaltungsgesellschaft ausgesetzt sein könnte. Der Gesetzentwurf stellt nun klar, dass das Vermögen eines Verbriefungsfonds nicht Teil der Insolvenzmasse der Verwaltungsgesellschaft ist. Den Gläubigern der Verwaltungsgesellschaft ist es daher verwehrt, Regressansprüche gegen das Fondsvermögen geltend zu machen. Dies entspricht dem Schutzmechanismus, der bereits nach dem luxemburgischen Investmentfondsrecht besteht.

Nach der derzeitigen Regelung dürfen Verbriefungsvehikel sich ausschließlich über traditionelle Finanzinstrumente und Kredite finanzieren. Der Gesetzentwurf ändert dies nun. Die überarbeiteten Definitionen umfassen nun „jede Form der Kreditaufnahme, Finanzierung oder jede andere finanzielle Verpflichtung“ (de financement ou tout autre engagement financier) und eröffnen damit die Möglichkeit für alternative Finanzierungsmodelle. Dies entspricht der wachsenden Marktnachfrage in Segmenten wie dem Islamic Finance, in denen konventionelle Kredite und traditionelle Finanzinstrumente mit den geltenden Strukturierungsanforderungen unvereinbar sind. Öffentlich angebotene Emissionen dürfen allerdings weiterhin nur durch die Ausgabe von traditionellen Finanzinstrumenten finanziert werden.

Eine Erfolgsgeschichte?

Insgesamt stellen die durch den Gesetzentwurf eingeführten Änderungen eine wesentliche und marktorientierte Modernisierung des luxemburgischen Gesetzesrahmens für Verbriefungen dar. Durch die Ausweitung des Anwendungsbereichs der aktiven Verwaltung, die Ermöglichung von Inter-Compartment-Geschäften, die Klarstellung der Nachrangigkeitsmechanismen und die Erweiterung der erlaubten Finanzierungsinstrumente geht der Gesetzentwurf direkt auf praktische Strukturierungsherausforderungen ein, mit denen Marktteilnehmer in den vergangenen Jahren konfrontiert waren.

> *Mit derzeit ca. 1800 Verbriefungsvehikeln hat sich Luxemburg seit langem als Europas führender Standort für Verbriefungen positioniert, gestützt auf einen Rechtsrahmen, der ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Anlegerschutz und Flexibilität gewährleistet.*

Diese Reformen bringen das luxemburgische Recht stärker in Einklang mit den Erwartungen internationaler Investoren, Sponsoren und Originatoren sowie mit den bereits in anderen Rechtsordnungen etablierten Praktiken. Es wird erwartet, dass der Gesetzentwurf von den Marktteilnehmern als pragmatischer Schritt begrüßt wird, der sowohl die Flexibilität als auch die Rechtssicherheit erhöht und gleichzeitig einen robusten Anlegerschutz gewährleistet. Damit stärkt er Luxemburgs Stellung als führenden europäischen Verbriefungsstandort und demonstriert die anhaltende Bereitschaft des luxemburgischen Gesetzgebers, den Rechtsrahmen an die sich wandelnden Bedürfnisse des Marktes anzupassen und somit wettbewerbsfähig zu bleiben.