



AIIF CLUB

Verbriefung in Luxemburg
Markt-Update & Regulatorik

12 Mai 2022

Willkommen und Einführung



Stefan Rech
Associate Partner
Assurance, Private Equity
EY Luxembourg

AGENDA

12 MAI 2022

Verbriefung in Luxemburg

- 1 Willkommen und Einführung
- 2 Markt-Update Luxemburg und Grundstrukturen
- 3 Verbriefungsgesellschaften in Deutschland
- 4 Modernisierung des Verbriefungsgesetzes
- 5 Zusammenfassung und Verabschiedung

Redner



Stefan Rech
Associate Partner
Assurance, Private Equity
EY Luxembourg



Oliver Cloess
Associate Partner
Assurance, Banking & Capital Markets
EY Luxembourg



Marco Zingler
Associate Partner
Rechtsanwalt/Dipl.-Finanzwirt (FH)
Regulatory
EY Law Deutschland

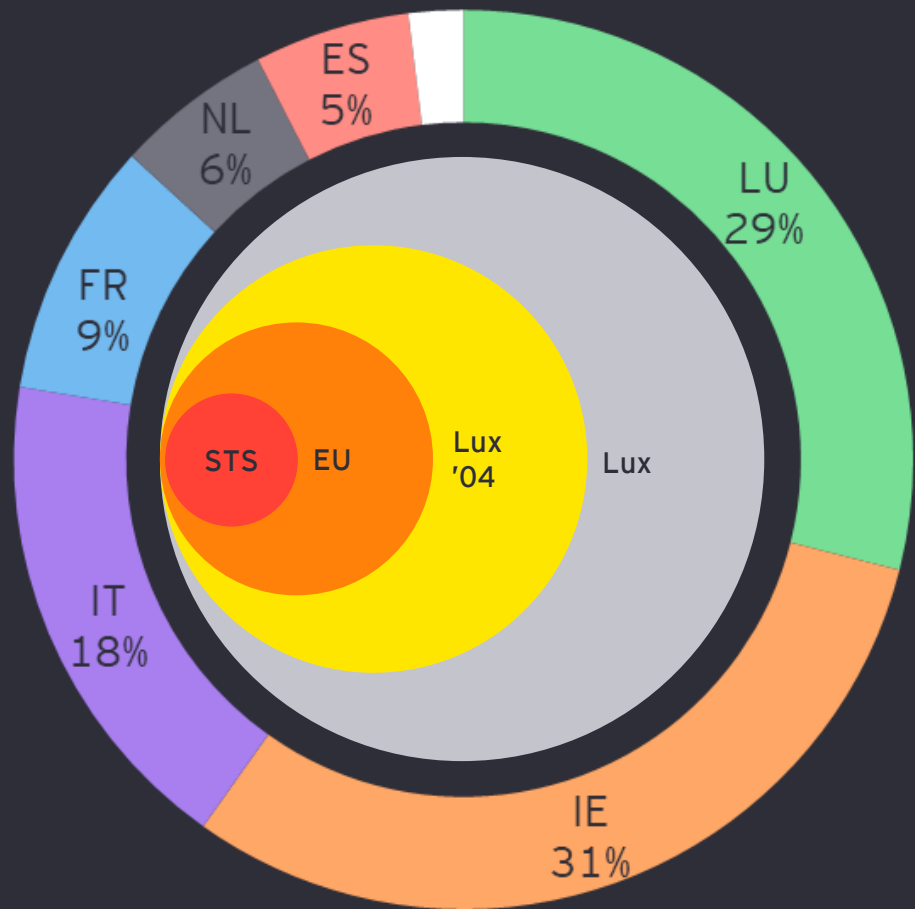
Markt-Update Luxemburg und Grundstrukturen



Oliver Cloess
Associate Partner
Assurance, Banking & Capital Markets
EY Luxembourg

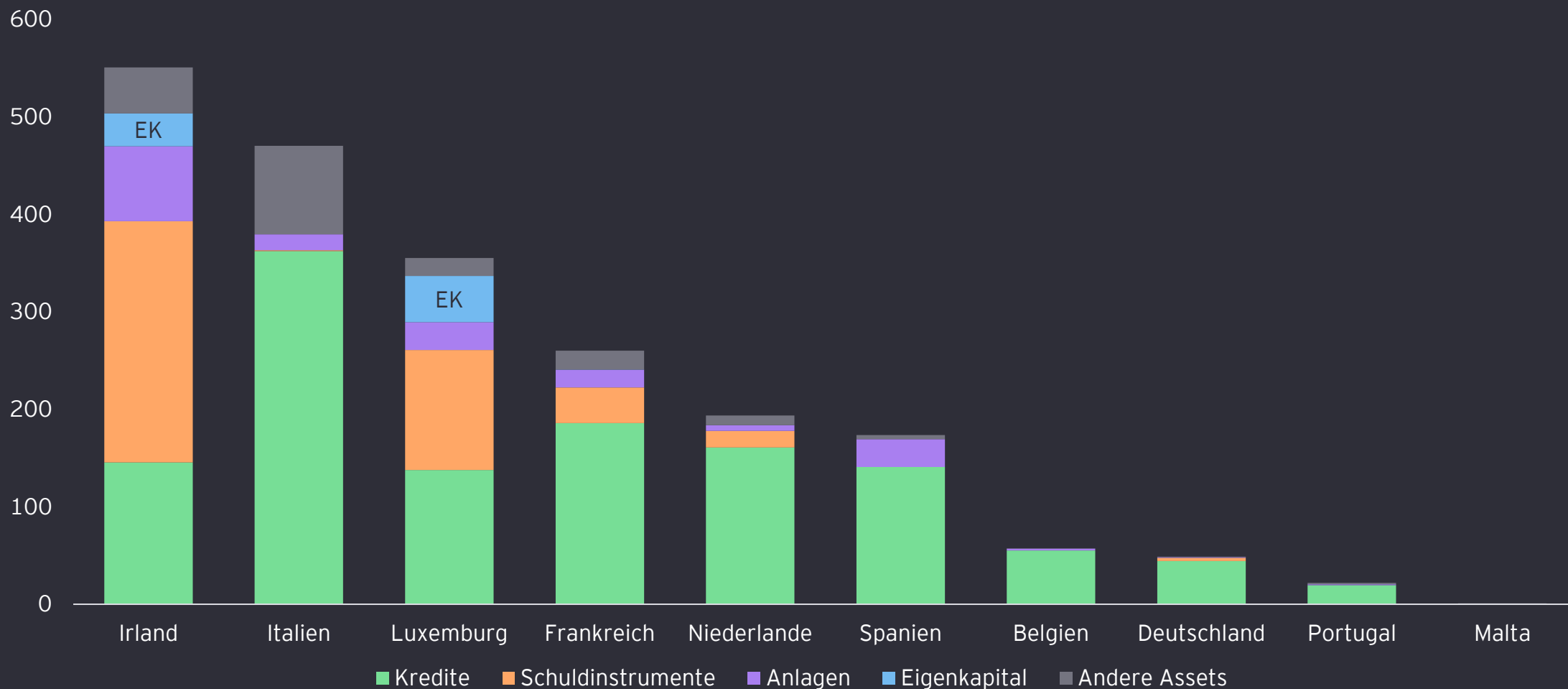
02

Der Verbriefungsmarkt in der Eurozone



02

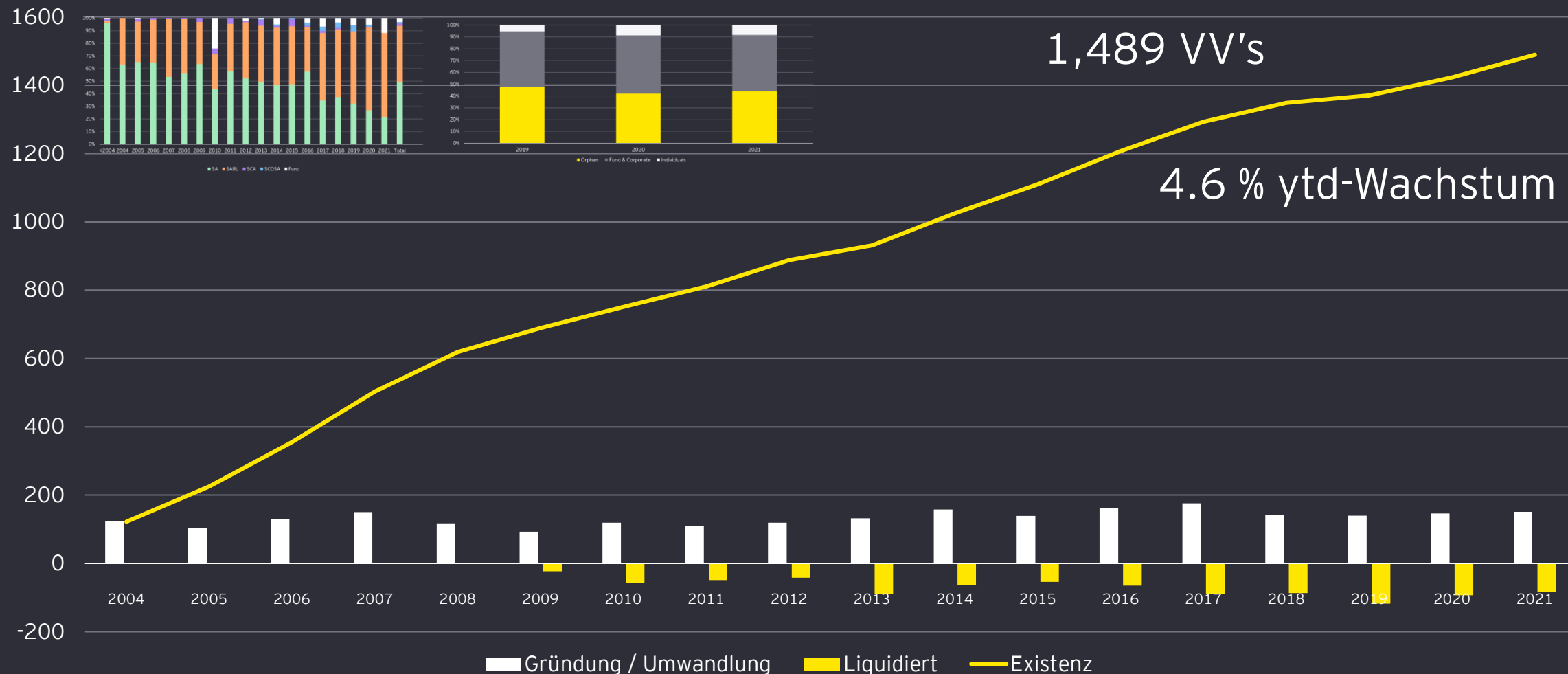
Verbriefte Assetklassen und Besonderheiten Luxemburgs (in Euro bn)



Source: ECB FVC statistics

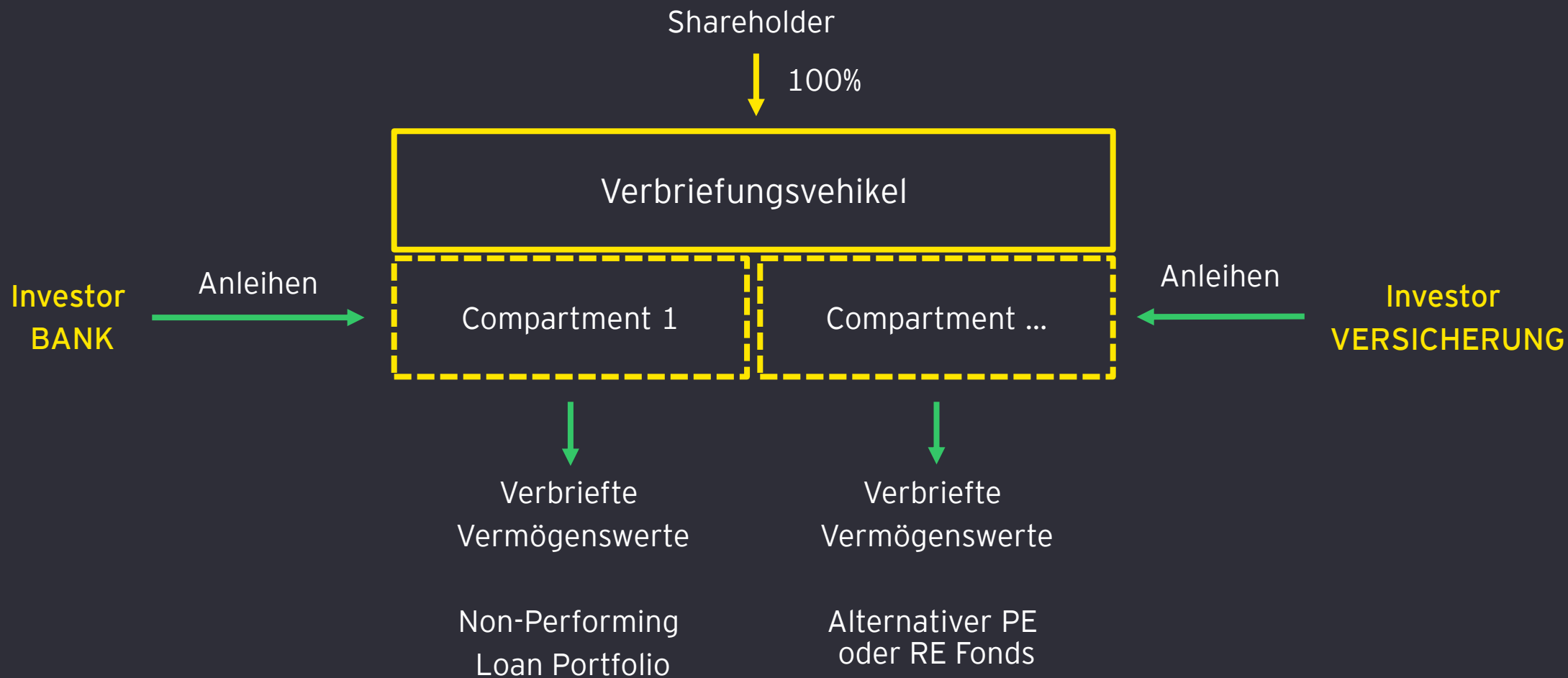
02

Die historische Entwicklung Luxemburger Verbriefungsvehikel (VV)



Source: ECB, EY, www.lbr.lu

02 Grundstruktur



Verbriefungs- gesellschaften in Deutschland



Marco Zingler
Associate Partner
Rechtsanwalt/Dipl.-Finanzwirt (FH)
Regulatory
EY Law Deutschland

03 Abgrenzung zwischen Fonds und Verbriefungszweckgesellschaft

Gemeinsamkeiten?

| Aspekt | Fonds (AIF) | Verbriefungszweckgesellschaft |
|------------|--|--|
| KAGB | Anwendbar, materieller Fonds begriff | Nicht anwendbar gem. § 2 Abs. 7 Nr. 1 i.V.m. § 1 Abs. 19 Nr. 36 KAGB |
| Definition | Gem. § 1 Abs. 1 KAGB: Investmentvermögen ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist | Gem. § 1 Abs. 19 Nr. 36 KAGB: Gesellschaft, deren einziger Zweck darin besteht, eine oder mehrere Verbriefungen im Sinne von Artikel 1 Absatz 2 der [Verordnung (EG) Nr. 1075/2013] und weitere zur Erfüllung dieses Zwecks geeignete Tätigkeiten durchzuführen |
| AIFMD | Verwalter von AIFs werden durch AIFMD reguliert | Verbriefungen grundsätzlich außerhalb des Anwendungsbereichs der AIFMD |

03 Verbriefungszweckgesellschaften (SPV) in Deutschland

Gem. § 2 Abs. 1 Nr. 7 KAGB sind Verbriefungszweckgesellschaften von der Einordnung als Investmentvermögen in Deutschland ausgenommen. Obwohl der Gesetzgeber die Verbriefungszweckgesellschaft in § 1 Abs. 19 Nr. 36 legaldefiniert, bleibt offen, was genau darunter zu verstehen ist.

- ▶ Eine Zweckgesellschaft in Deutschland wird grundsätzlich nach dem allgemeinen Gesellschaftsrecht gegründet (meistens in Form einer GmbH)
- ▶ In der Praxis liegt solch eine Gesellschaft meist bei Verpackungsstrukturen ohne Tranchierung vor*
- ▶ Welche Wertpapiere die Gesellschaft ausgeben darf, hängt davon ab, welches Recht für die Emission gewählt wurde (in Deutschland sind dies meist Inhaberschuldverschreibungen nach § 793 BGB oder Schuldscheine nach § 371 HGB)
- ▶ Grundsätzlich gibt es in Deutschland, bis auf wenige Ausnahmen, für Verbriefungen keine spezialgesetzlichen Regelungen, dies hat unter anderem zur Konsequenz, dass:
 - ▶ Mit der Gesellschaft wie mit einem „gewöhnlichem“ deutschen Unternehmen verfahren wird
 - ▶ Die vertraglichen Regelungen sich an deutsches Recht anpassen müssen

*z.B. Delta-1-Zertifikate, Genusscheine

03 Ergänzende Regelungen für Verbriefungen

- ▶ Regulierte Investoren dürfen nur dann in Verbriefungen investieren, wenn der Originator einen Nettoanteil behält, welcher mindestens 5% beträgt (Art. 50a Level II AIFMD, Art. 5 Abs. 1d Verordnung (EU) 2017/2402*)
- ▶ Regulierte Investoren unterliegen einem hohen Maßstab an Due Diligence Anforderungen (Art. 135 Solvency II und Art. 5 Verordnung (EU) 2017/2402)
- ▶ Alle Banken und Versicherungen unterliegen bei Investments in Verbriefungs- und Wiederverbriefungspositionen besonderen Eigenkapitalanforderungen (vgl. z.B. Art. 251, 261, 262, 337 CRR**, Art 6. Verordnung (EU) 2017/2402)
- ▶ Zusätzliche Anforderungen für Verbriefungen zur Einhaltung des Eurosystems (u.a. Art. 79 Datenlieferung und Art. 88 Bonitätsanforderungen Leitlinie (EU) 2015/510 der Europäischen Zentralbank)
- ▶ Für Verbriefungen, die ein strukturiertes Finanzinstrument sind, liegen Veröffentlichungspflichten und ein doppeltes Raterfordernis vor (Art. 8a und 8b der Verordnung (EU) Nr. 462/2013)

* CRR mit Verweis auf die Verordnung (EU) 2017/2402

**Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates

03 Anforderungen an Schuldverschreibungen gem. der Anlagenvorschriften

- ▶ Nicht notierte Schuldverschreibungen gem. § 2 Abs. 1 Nr. 8 AnIV sind auf ein vorsichtiges Maß zu beschränken, dieses Maß richtet sich nach der „*individuellen Situation des Versicherungsunternehmens*“
- ▶ Die Bezeichnung „*vorsichtiges Maß*“ ersetzt die alte 5% Quote, sie dient zwar immer noch als Orientierungsgröße, kann aber deutlich nach oben unter unten abweichen
- ▶ Notierte Schuldverschreibungen nach § 2 Abs. 1 Nr. 7 AnIV und notierte Inhaberschuldverschreibungen nach § 2 Abs. 1 Nr. 6 AnIV bilden eine Anlageart, weshalb sie unter die Mischungsquote von 50% fallen, jedoch kann diese bei „*Direkt und indirekt gehaltenen notierten Schuldverschreibungen nach Nr. 7 AnIV sowie indirekt gehaltenen Anlagen nach den Nummern 6 und 8*“ überschritten werden
- ▶ Diese Überschreitung wird insoweit toleriert, wie die Risikokapitalanlagenquote in Höhe von 35% nicht vollkommen ausgenutzt wird (die Quote kann bis zu 85% betragen), hieraus kann ein sehr hoher Anteil an börsennotierten Schuldverschreibungen entstehen und das Versicherungsunternehmen wird abhängig von Zinsänderungen
- ▶ Die Streuungsquote für Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 6 und 7 AnIV in von ein und demselben Kreditinstitut in Verkehr gebrachte Schuldverschreibungen, wenn diese durch eine kraft Gesetzes bestehende besondere Deckungsmasse gesichert sind, beträgt 15%

Problem der Durchsetzbarkeit der unter deutschen Recht beschlossenen Parteivereinbarungen

Um die Zweckgesellschaft abzusichern und ein Insolvenzrisiko zu vermindern, werden von den Vertragsparteien regelmäßig Haftungsbeschränkungen erlassen.

Non-Petition-Klausel

- ▶ Die Vertragsparteien verpflichten sich keinen Insolvenzantrag für die Zweckgesellschaft zu stellen
- ▶ Zudem verpflichten sie sich, keine Gerichtsverfahren oder Schritte einzuleiten und somit das vereinbarte Auszahlungsschema einzuhalten
- ▶ In Luxemburg ist die *Non-Petition* Klausel ausdrücklich gesetzlich geregelt, Art. 64 Abs. 1 Verbriefungsgesetz -> Parteien haben so eine hohe Rechtssicherheit
- ▶ In Deutschland kommt es auf die gerichtliche Auslegung im Einzelfall an- dies ist nicht mit dem Wunsch nach Sicherheit und Berechenbarkeit vereinbar

Limited-Recourse-Klausel

- ▶ Soll die Insolvenzfestigkeit der Zweckgesellschaft garantieren
- ▶ Die Parteien verpflichten sich, nur auf das vorhandene Transaktionsvermögen zurückzugreifen
- ▶ In Luxemburg ist der Bestand und die Durchsetzbarkeit der Klausel gesetzlich garantiert -> Ebenfalls hohe Rechtssicherheit
- ▶ Es liegen gute Gründe vor, dass unter deutschen Recht die *Limited-Recourse-Klausel* Bestandskraft und Durchsetzbarkeit hat -> Die Rechtsfolge ist jedoch durch Auslegung durch die Gerichte zu ermitteln

03 Fazit Verbriefungszweckgesellschaften in Deutschland

- ▶ Das in Deutschland geltende Recht ist für Verbriefungen manchmal nicht ganz optimal. Aus gesellschaftsrechtlichen, insolvenzrechtlichen und steuerrechtlichen Gründen
 - ▶ kommt es bei der einer Verbriefungszweckgesellschaft auf den Einzelfall an
 - ▶ ist die Anerkennung und die Durchsetzbarkeit der *Non-Petition*- und *Limited-Recourse*-Klauseln zum Teil unsicher
- ▶ Um vollumfänglich die Vorteile des Verbriefungsmarktes nutzen zu können, wird in Deutschland daher auch auf ausländische Vehikel und ausländisches Recht zurückgegriffen

Modernisierung des Verbriefungsgesetzes und Auswirkungen auf Investoren



Oliver Cloess
Associate Partner
Assurance, Banking & Capital Markets
EY Luxembourg

04

Kernaspekte des Luxemburger Verbriefungsgesetzes

| Aspekt | Verbriefungsgesetz von 2004 |
|------------------------|--|
| Gesetz | Das Luxemburger Gesetz vom 22. März 2004 legt einen speziellen Rechtsrahmen für Verbriefungen fest |
| Vehikel-Formen | Verbriefungsgesellschaft versus Verbriefungsfonds (selten genutzt) |
| Governance | Ein Vehikel wird zur Verbriefung indem es sich in seinen Statuten (Gesellschaft) oder Management-Regularien (Fonds) dem Verbriefungsgesetz unterwirft |
| Compartments | Ein Compartment ist ein per Gesetz abgegrenztes, separates Teilvermögen innerhalb des Verbriefungsvehikels. Gründung und Liquidation rein durch Beschluss des Management |
| Assetklassen | Quasi keine Begrenzung |
| Risikodiversifizierung | Keine |

04

Ausgewählte Modernisierungsaspekte

| Aspekt | Altes Verbriefungsgesetz | Modernisiertes Verbriefungsgesetz |
|--------------------------|---|---|
| Definition | Finanzierung durch Ausgabe von Wertpapieren . Finanzierung durch Kredite nur unter sehr restriktiven Voraussetzungen möglich | Finanzierung durch Ausgabe von Finanzinstrumenten . Diese ermöglicht die Nutzung von Krediten und Schuldscheindarlehen |
| Sicherheiten | Begrenzt auf Noteholder | Ausgeweitet auf Transaktionsbeteiligte |
| Aktives Asset Management | Aktives Asset Management nicht zulässig | Aktives Asset Management zulässig , für Portfolien von Krediten und wenn die Finanzierung nicht durch Emission an die Öffentlichkeit erfolgt |
| Rechtsformen | Limitiert auf SA, SARL, SCA, SCOSA | Zusätzlich erlaubt SCS, SCSp, SpAs, SenC |

04

Ausgewählte Modernisierungsaspekte

| Aspekt | Altes Verbriefungsgesetz | Modernisiertes Verbriefungsgesetz |
|--------------------------------------|--|---|
| Definition Öffentlichkeit | Definiert durch die CSSF <ul style="list-style-type: none">▶ Nicht an professionelle Anleger▶ Stückelung > EUR 125.000▶ Keine Privat-Platzierung | Gesetzliche Definition , kumulativ: <ul style="list-style-type: none">▶ Nicht an professionelle Anleger▶ Stückelung > EUR 100.000▶ Keine Privat-Platzierung |
| Governance Teilvermögen | Geltung der allgemeinen Regeln des Handelsrechts (kennen keine Teilvermögen) | Bei EK-finanzierten Teilvermögen beschliessen die Shareholder des Teilvermögen über Gewinnausschüttung und Dotierung der gesetzlichen Rücklage |
| Eigentum an verbrieften Assets | Keine spezifische Regelung. Unklarheit betreffend physischer Vermögenswerte | Der Erwerb von Vermögenswerten, die das zu verbriefende Risiko direkt oder indirekt beinhalten, ist zulässig |

Kontakte



Stefan Rech
Associate Partner
Assurance, Private Equity
EY Luxembourg
stefan.rech@lu.ey.com
+352 42 124 8298



Oliver Cloess
Associate Partner
Assurance, Banking & Capital Markets
EY Luxembourg
oliver.cloess@lu.ey.com
+352 42 124 8696



Marco Zingler
Associate Partner
Rechtsanwalt/Dipl.-Finanzwirt (FH)
Regulatory
EY Law Deutschland
marco.zingler@de.ey.com
+49 6196 996 23768

EY | Building a better working world

EY exists to build a better working world, helping create long-term value for clients, people and society and build trust in the capital markets.

Enabled by data and technology, diverse EY teams in over 150 countries provide trust through assurance and help clients grow, transform and operate.

Working across assurance, consulting, law, strategy, tax and transactions, EY teams ask better questions to find new answers for the complex issues facing our world today.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. Information about how EY collects and uses personal data and a description of the rights individuals have under data protection legislation are available via ey.com/privacy. EY member firms do not practice law where prohibited by local laws. For more information about our organization, please visit ey.com.

© 2022 Ernst & Young S.A.
All Rights Reserved.

This material has been prepared for general informational purposes only and is not intended to be relied upon as accounting, tax, legal or other professional advice. Please refer to your advisors for specific advice.

ey.com/lu

