

## Grünbuch zur Kapitalmarkt-Union

Erbrechtsnovelle 2015  
Schnittpunkte

Krida? Untreue?  
Ausschüttung einer Sonderdividende

Nachträgliche Änderung des  
Gewinnverteilungsbeschlusses

Prozessvorbereitung mit  
Parteien und Zeugen

HETA – BRRD/BaSAG  
Bankenabwicklungsregeln

Glücksspielmonopol  
Kohärenzprüfung

# Grünbuch: Der lange Weg zur Kapitalmarktunion

*Viel veranlagungswilliges Geld und – teilweise getrieben durch regulatorische Schranken – zu wenige attraktive Investmentchancen. So stellt sich die Lage an Kapitalmärkten gegenwärtig dar. Die Europäische Kommission hat zur Belebung der Kapitalmärkte die Schaffung einer Kapitalmarktunion bis Ende 2019 in ihrem Green Paper als Ziel vorgegeben, um eine bankenunabhängigere Finanzierung der Wirtschaft Europas zu ermöglichen und insb den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Fremdkapital zu fördern.*

CHRISTOPH MOSER / PHILIPP VON SCHRADER

## A. Europäischer Kapitalmarkt – *quo vadis?*

Infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise sank das Investitionsniveau innerhalb der EU stark; Konjunktur, Bestrebungen zur Schaffung neuer Arbeitsplätze, nachhaltiges Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit litten darunter. Um dieser Entwicklung gegenzuwirken, rief die Europäische Kommission (Kommission) eine Investitionsoffensive für Europa<sup>1)</sup> aus, die drei politische Ziele verfolgt. Einerseits erhöhte Investitionen, verbunden mit Schaffung von Arbeitsplätzen und wirtschaftlicher Erholung, ohne die Haushalte der Mitgliedstaaten zu belasten sowie ohne Neuverschuldung; andererseits Fortschritte bei der Erfüllung der langfristigen Erfordernisse der Wirtschaft und Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit, sowie weiters die Stärkung der europäischen Dimension des Humankapitals, Produktionspotenzials, Wissens und der physischen Infrastruktur.<sup>2)</sup>

Am 18. 2. 2015 veröffentlichte die Kommission in diesem Zusammenhang ihr Grünbuch über die Schaffung einer Kapitalmarktunion (Grünbuch) und startete einen dreimonatigen Konsultationsprozess, der am 13. 5. 2015 enden wird.<sup>3)</sup> Die Kommission zeigt im Grünbuch die schwache Ausprägung kapitalmarktgestützter Finanzierungen in Europa sowie weitere Strukturprobleme der Unternehmensfinanzierungsmöglichkeiten auf und beschreibt ihre Vorhaben zur Verbesserung der Rahmenbedingungen. Mit der Schaffung der Kapitalmarktunion beabsichtigt die Kommission,

- den Zugang zu Finanzmitteln für Unternehmen (insb KMU) und Investitionsprojekte zu erleichtern,
- Anlegern weitere und diversifizierte Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung zu stellen und
- Anlegern einen leichteren und kostengünstigeren Zugang zu Unternehmen sowie Projekten mit Finanzierungsbedarf zu ermöglichen („wirksamere und effizientere Märkte“).<sup>4)</sup>

Zugleich mit Veröffentlichung des Grünbuchs startete die Kommission den öffentlichen Konsultationsprozess zur *Überarbeitung der Prospekt-RL*<sup>5)</sup> und zur Schaffung eines *Rechtsrahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen*.<sup>6)</sup>

Zutreffend hat die Kommission erkannt, dass zur langfristigen Steigerung des Investitionsniveaus in Europa ein echter Binnenmarkt für Kapital in Form einer Kapitalmarktunion für alle Mitgliedstaaten geschaffen werden muss; insb, weil die Unternehmensfinanzierung in Europa überproportional von Banken abhängt, müssen Anleger und Sparer sowie Wachstum zusammengeführt werden.<sup>7)</sup>

## B. Verbesserungspotential an allen Ecken und Enden

Bereits im November 2014 veröffentlichte die *Association for Financial Markets in Europe* (afme) ihre Agenda für eine Kapitalmarktunion und gab damit einen ersten Ausblick auf weitere Pläne. Für afme sind die Entwicklung effizienterer und liquiderer Märkte, die Nutzung von Ersparnissen für Investments und die Verbesserung des Rechtsrahmens der Kapitalmärkte die zentralen Säulen einer Kapitalmarktunion.<sup>8)</sup> In der gegenwärtigen Situation gibt es enorme Mengen an Liquidität bei Investoren, sowohl auf Seiten von Privatanlegern wie auch Institutionellen. Dem gegenüber steht ein eingeschränktes Angebot an Primär- und Sekundärmarktmissionen und verfügbaren attraktiven Investments. Mit ein Grund ist, dass derzeit Unternehmen, insb KMU, zahlreichen regulatorischen Hürden gegenüberstehen, sich über den Kapitalmarkt zu (re-)finanzieren. Nur mit

Mag. *Christoph Moser* ist Partner und Rechtsanwalt und Mag. *Philipp von Schrader* ist Rechtsanwaltsanwarter bei Weber & Co Rechtsanwälte in Wien. Die Autoren sind schwerpunktmäßig im Bereich Kapitalmarkt-, Bank- und Finanzierungsrecht tätig.

- 1) Mitteilung der Kommission COM (2014) 903, 26. 11. 2014 (Investitionsoffensive).
- 2) Investitionsoffensive 6.
- 3) *Europäische Kommission*, Grünbuch – Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM (2015) 63 final, 18. 2. 2015 (Grünbuch).
- 4) Grünbuch 5f.
- 5) RL 2003/71/EG, ua ergänzt durch RL 2010/73/EU.
- 6) *Europäische Kommission*, Consultation Document – Review of the Prospectus Directive, 18. 2. 2015 (CD-Prospectus Directive); *Europäische Kommission*, Consultation Document – An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation, 18. 2. 2015 (CD-Securitisation).
- 7) Vgl Grünbuch 2.
- 8) *Afme*, An agenda for capital markets union (November 2014) 3f.

enormem finanziellen und organisatorische Aufwand können diese – wenn überhaupt – von KMU übersprungen werden. Es gilt, diese Investitionsbereitschaft und die bestehende Liquidität für den hohen Investitionsbedarf und die vielen, nach Finanzierungsquellen suchenden Projekte zu nutzen, um so ein nachhaltiges Wachstum und Beschäftigung zu bewirken.

Gerade im Prospektrecht besteht uE erhebliches Verbesserungspotential der Rahmenbedingungen für öffentliche Angebote von Wertpapieren sowie das Listing von Wertpapieren an geregelten Märkten. Nur wenn einerseits Unternehmen schnell und kostenbewusst in der Lage sind, ihre Eigen- und Fremdkapitalwertpapiere anhand standardisierter, voraussehbarer Prozesse anzubieten und an geregelten Märkten zu listen und andererseits Investoren zielgerecht über das Angebot und die damit verbundenen Risiken informiert werden, besteht eine Chance, europäische – und insb auch österr – Kapitalmärkte für neue Emissionen wieder interessanter zu machen.<sup>9)</sup> Die Überarbeitung der Prospekt-RL durch RL 2010/73/EU war ein erster Schritt in die richtige Richtung und brachte Neuerungen und wünschenswerte Klarstellungen,<sup>10)</sup> die durch die Novellierung des Kapitalmarktgesetzes (KMG) in Österreich umgesetzt wurden. Dazu zählen etwa die Anpassungen der Ausnahmen von der Prospektspflicht iSv Art 3 Abs 2 Prospekt-RL, umgesetzt in § 3 KMG. Insb die angepassten Schwellenwerte für Ausnahmen von der Prospektspflicht (Erhöhung der Stückelungsgrenze für Schuldtitel sowie der Mindestinvestitionssumme pro Anleger von € 50.000,- auf € 100.000,-) erwiesen sich in der Praxis jedoch als unzureichend, um wirklich sinnhaft zwischen Privatanlegern und professionellen Anlegern zu unterscheiden. Ebenso besteht, wie auch in zahlreichen anderen Mitgliedstaaten, eine Diskrepanz zwischen den Ausnahmen von der Prospektspflicht für öffentliche Angebote von Wertpapieren iSd KMG und für Listingprospekte zur Notierung von Wertpapieren an geregelten Märkten ohne öffentliches Angebot, die in § 75 Börsegesetz (BörseG) geregelt werden. Dies führt zur unerwünschten Situation, dass Wertpapiere möglicherweise prospektfrei angeboten, nicht aber ohne Prospekt gelistet werden können. UE sollten diese beiden Regime vereinheitlicht werden, um eine funktionsfähige Kapitalmarktunion zu schaffen.

Ein wesentliches Bindeglied zwischen Bankfinanzierung und Kapitalmarkt sind Privatplatzierungen an einen oder wenige Anleger, die grundsätzlich eine kosteneffiziente Finanzierungsmöglichkeit darstellen. Der europäische Markt für Privatplatzierungen ist aufgrund verschiedener Hindernisse gehemmt. Europäische Unternehmen weichen deshalb auf den US-Markt aus: Im Jahr 2013 betrug das Volumen USD 15,3 Mrd<sup>11)</sup>. Im Vergleich ist der Markt in den USA nahezu drei Mal so groß wie in der EU.<sup>12)</sup> Es ist uE daher zu begrüßen, dass die Kommission sich auch Privatplatzierungen widmet und überlegt, eine europaweite Regelung für Privatplatzierungen umzusetzen, um Direktinvestitionen in kleinere Unternehmen zu fördern.

Ein Problemfeld, das die Kommission richtigerweise im Grünbuch aufgreift, ist der eingeschlafene

Markt für Verbriefungen in der EU. Aufgrund regulatorischer Verschärfungen sind Banken gezwungen, Risikopositionen aus ihren Bilanzen zu beseitigen, und wurden zunehmend restriktiv bei Kreditvergaben. Hierunter leiden vor allem KMU, die – im Gegensatz zu großen Unternehmen und Unternehmensgruppen – eingeschränkte Finanzierungsoptionen haben. Zuletzt droht weiteres Ungemach durch eine Verschärfung der Anforderungen der Kapitalunterlegung seitens des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS), der plant, für Verbriefungen, die im Bankbuch gehalten werden, eine höhere Unterlegung vorzusehen. Ein wieder erstarkender Verbriefungsmarkt könnte zur Verbesserung dieser Umstände beitragen. Verbriefungen gelten nach der Finanzkrise jedoch als zu kompliziert, undurchsichtig oder gar gefährlich. Diese Pauschalbeurteilung greift uE zu kurz, ist doch je nach Struktur und der Art der verbrieften Forderung deutlich zu differenzieren.

Die Kommission weist darauf hin, dass mit einem Kapitalmarkt in einer zu den USA vergleichbaren Tiefe zwischen 2008 und 2013 in etwa 90 Mrd Euro für die Unternehmensfinanzierung verfügbar gewesen wären und dass etwa 20 Mrd Euro an zusätzlichen Mitteln zur Verfügung ständen, könnte das Volumen an KMU-Verbriefungen nur auf die Hälfte des Niveaus von 2007 zurückgeführt werden.<sup>13)</sup> Ein wiederbelebter Verbriefungsmarkt bietet Potenzial zur Entlastung von Bankbilanzen und Bereitstellung neuer Finanzmittel. Eine besonders transparente und vergleichbare Verbriefungsstruktur und definierte zulässige verbrieftete Forderungen würden das Vertrauen investorensseitig erhöhen. Zugleich müssen die regulatorischen Anforderungen, insb die erforderliche Kapitalunterlegung, angepasst und der bestehende Rechtsrahmen homogenisiert werden. Bestimmungen für Verbriefungen finden sich derzeit verteilt auf unterschiedliche Rechtsakte wie VO 575/2013/EU<sup>14)</sup> (CRR), Delegierte VO 61/2015/EU<sup>15)</sup> (LCR) oder Delegierte VO 2015/35/EU<sup>16)</sup> (Solvency II). Neben der Festlegung von eindeutigen Vorgaben für Verbriefungen ist es im Interesse von Marktteilnehmern und Rechtsanwendern, einen vereinheitlichten Rechtsrahmen zu schaffen.

9) An der Wiener Börse gab es 2014 nur drei Neunotierungen von Unternehmen an geregelten Märkten, wovon zwei Abspaltungen waren. Lediglich eine Neunotierung erfolgte im Wege eines Börsegangs (IPO). Das letzte vermarktete, klassische IPO davor fand 2011 statt.

10) Vgl *Moser/Rath*, Änderung der Prospekt-RL – Detailverbesserungen und erwünschte Klarstellungen, *ecolx* 2010, 1205.

11) *ICMA*, Quarterly Report, Third Quarter 2014, Issue 34, 46; Grünbuch 13.

12) Grünbuch 8.

13) Grünbuch 2.

14) VO (EU) 575/2013 des europäischen Parlaments und des Rates v 26. 6. 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der VO (EU) 646/2012.

15) Delegierte VO (EU) 61/2015 der Kommission v 10. 10. 2014 zur Ergänzung der VO (EU) 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die Liquiditätsdeckungsanforderung an Kreditinstitute.

16) Delegierte VO (EU) 2015/35 der Kommission v 10. 10. 2014 zur Ergänzung der RL 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II).

## C. Investitionsoffensive der Kommission

Um zu verstehen, welche Reichweite die Umsetzung der Ziele der Kommission für eine Kapitalmarktunion im Idealfall haben könnte, lohnt ein Blick auf die Komponenten der Investitionsoffensive:<sup>17)</sup> Die erste Komponente ist die Mobilisierung zusätzlicher Investitionsmittel. Die Kommission stellt aus dem aktuellen Finanzrahmen für den EU-Haushalt 2014–2020 einen Betrag von 315 Mrd Euro für Investitionen zur Verfügung, die der Erhöhung der Risikotragfähigkeit dienen sollen. Für die Abwicklung wird ein Europäischer Fonds für strategische Investitionen (EFSI) geschaffen.

Als zweite Komponente sieht die Kommission die Abstimmung zusätzlicher Investitionen auf die Bedürfnisse der Realwirtschaft. Die Finanzmittel sollen zielgerichtet eingesetzt werden, sodass vorwiegend in Projekte mit einem Mehrwert für die europäische soziale Marktwirtschaft investiert wird.

Die dritte Komponente, der Abbau von Investitionsschranken, soll dazu dienen, das Investitionsumfeld zu verbessern, um den Binnenmarkt zu stärken. Nach Ansicht der Kommission bedarf es „eines klaren, berechenbaren und stabilen Regulierungsrahmens auf nationaler wie europäischer Ebene“. Mitgliedstaaten mit haushaltspolitischem Handlungsspielraum sollten mehr investieren, wohingegen jene mit eher wenigen Möglichkeiten investitions- und wachstumsbezogenen Ausgaben in ihrem Haushalt den Vorrang geben, die EU-Mittel besser nutzen und bessere Rahmenbedingungen für private Investitionen schaffen sollten.<sup>18)</sup>

Während Komponenten eins und zwei federführend durch die EU und die Europäische Investitionsbank (EIB) begleitet werden, hängt der Erfolg unter Komponente drei entscheidend davon ab, welche neuen Regelungen die Zusammenführung von veranlagungswilligem Kapital von Anlegern mit Unternehmen oder Projekten mit Finanzierungsbedarf fördern werden. *Dazu müssen Hürden für den Kapitalverkehr zwischen Anlegern und Unternehmen oder Projekten mit Finanzierungsbedarf, sei es innerhalb eines Mitgliedstaats oder grenzüberschreitend, erkannt und abgebaut werden.*<sup>19)</sup>

## D. Das Grünbuch zur Kapitalmarktunion

Eine funktionstüchtige Kapitalmarktunion innerhalb Europas muss zunächst verschiedene *Herausforderungen* überwinden. Neben festgefahrenen Standards für bestimmte Finanzierungsformen, aufsichtsrechtlichen Vorschriften und administrativen Hürden, verschiedenen Steuersystemen sowie ineffizienten Marktstrukturen sind dies laut Kommission<sup>20)</sup> insb:

- Verbesserung des Zugangs zu Finanzierungsmöglichkeiten insb für KMU einschließlich Startups (Nachfrage);<sup>21)</sup>
- Förderung der institutionellen und privaten Investitionen, dh erhöhter Geldfluss in Kapitalmarktinstrumente (Angebot); und
- Steigerung der Effizienz der Märkte durch Überwindung von Hindernissen (zB Marktfragmentierung, zu geringer Wettbewerb, zu hohe Kosten). Die Einrichtung eines Kapitalbinnenmarkts für alle Mitgliedstaaten ist eine langfristige Aufgabe. Den-

noch plant die Kommission optimistisch, die Kapitalmarktunion bis 2019 einzurichten, wobei zeitnah folgende *Maßnahmen* angedacht sind:<sup>22)</sup>

- Erleichterung der (grenzüberschreitenden) Kapitalbeschaffung, etwa durch Überarbeitung der Prospekt-RL;
- Entlastung der Bankbilanzen und Erleichterung der Kreditvergabe durch Förderung hochwertiger Verbriefung;
- Förderung von Direktinvestition durch Schaffung europaweiter Regeln für Privatplatzierungen;
- Förderung der europäischen langfristigen Investmentfonds.<sup>23)</sup>

Ein wichtiger Baustein dieser Maßnahmen ist die Standardisierung. Gerade Standardisierung kann bestimmten Märkten den nötigen Anstoß geben sowie deren Attraktivität erhöhen und so für mehr Markttiefe und -liquidität sorgen. Beispiele seien laut Kommission die Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen (*Covered Bonds*) und Unternehmensanleihen.

Wir erwarten, dass in der zweiten Jahreshälfte ein genauerer Aktionsplan von der Kommission veröffentlicht wird.

## E. Überarbeitung der Prospekt-RL

In Bezug auf die Überarbeitung der Prospekt-RL erweisen sich die 51 Fragen der Kommission im Konsultationsverfahren als zum Teil sehr treffsicher. So wird zB angeführt, dass die Ermächtigung nach Prospekt-RL, Kleinemissionen von Wertpapieren bis zu einem Schwellenbetrag von maximal 5 Mio Euro von der Prospektspflicht auszunehmen, in den Mitgliedstaaten unterschiedlich umgesetzt wurde. Der vom österreichischen Gesetzgeber im KMG gewählte Schwellenwert von € 250.000,- ist nach uE unglücklich niedrig angesetzt und führte in der Praxis dazu, dass viele Emissionen anderweitig strukturiert werden mussten. Wünschenswert wäre, dass es hier zu einer Harmonisierung auf europäischer Ebene kommt und nationale Unterschiede eliminiert werden.

Ein weiterer Punkt, der von Marktteilnehmern in der Praxis oft bereits als Wunsch geäußert wurde, ist die Ausnahme von Sekundäremissionen von der Prospektspflicht. Eine an einem geregelten Markt gelistete Gesellschaft unterliegt umfangreichen Publizitäts- und Transparenzvorschriften sowie Vorschriften zur Hintanhaltung von Marktmissbrauchshandlungen. Eine kosten- und zeitintensive Erstellung eines umfassenden Wertpapierprospekts bei der Emission von neuen Wertpapieren erscheint vor diesem Hintergrund als erhebliche zusätzliche Bürde. Nach CD-Prospectus Directive sind mehrere Lösungswege denkbar: Angebote von Emissionen mit bis zu 20%

17) Investitionsoffensive 5 ff.

18) Investitionsoffensive 15 ff.

19) Grünbuch 4.

20) Vgl Grünbuch 3, 5, 9 f.

21) Vgl *Paulmayer*, Rechtliche Grenzen und praktische Schwierigkeiten bei KMU-Finanzierungen, in diesem Heft S 362.

22) Grünbuch 3.

23) Siehe hierzu den Vorschlag der Kommission für eine VO des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds, COM/2013/0462 final – 2013/0214 (COD).

des Grundkapitals könnten von der Prospektpflicht ausgenommen sein, Bezugsrechtsemissionen generell oder Angebote von Wertpapieren, für die innerhalb einer gewissen Frist zuvor ein Prospekt gebilligt und veröffentlicht wurde. Aus unserer Sicht wäre eine generelle Ausnahme von Bezugsrechtsangeboten an bestehende Aktionäre einer an einem geregelten Markt notierenden Gesellschaft wünschenswert, gegebenenfalls flankiert durch eine mögliche Überarbeitung und Intensivierung der Regelpublikitätsvorschriften und eine Angleichung an Standards der entsprechenden Informationstiefe in der Prospektwelt.

Aus dem umfassenden Katalog an Fragen im Konsultationsprozess zur Überarbeitung der Prospekt-RL möchten wir weiters noch die Fragen zu Umfang des Prospekts, zur Zusammenfassung und Länge des Prospekts herausgreifen. Die mit RL 2010/73/EU eingeführten Standardisierungen und Längenbegrenzungen der Zusammenfassung eines Prospekts trugen uE nicht dazu bei, die Informationsmöglichkeit eines Anlegers zu erhöhen und Investments in unterschiedliche Wertpapiere miteinander vergleichen zu können. Insb Zusammenfassungen in Basisprospekten und die Zusammenfassungen der späteren Final Terms sind de facto unlesbar und tragen nicht dazu bei, Anleger bedarfsgerecht zu informieren. Wir hoffen, dass diesbezüglich im Konsultationsprozess Marktteilnehmer ihre negativen Erfahrungen mit der Kommission teilen und ein effizienterer Weg der Gestaltung von Zusammenfassungen von Prospekten gefunden werden kann. Des Weiteren sind wir der Ansicht, dass es keine Längenbegrenzungen für Wertpapierprospekte geben soll. Je nach Industrie, Produkten und Struktur des Emittenten bzw dessen Unternehmensgruppe ist es erforderlich, mehr oder weniger an Beschreibungen in den Prospekt aufzunehmen, um dem Anleger ein vollständiges und wahrheitsgemäßes Bild iS der Pflichtangaben laut Prospekt-VO zu bieten. Auch eine Beschränkung der Anzahl an Risikofaktoren erachten wir als nicht zielführend, weil eine angemessene Anzahl an Risikofaktoren erneut je nach Unternehmen deutlich divergiert. Sinnvoll wäre, wenn Emittenten verpflichtet wären, eine Reihung der Risikofaktoren nach den Auswirkungen auf die Finanz- und Ertragslage des Emittenten und nach der Wahrscheinlichkeit des Eintritts vorzunehmen. Eine solche Einschätzung gehört – unternehmensintern – zu den Grundsätzen der Unternehmensführung eines Geschäftsleiters und würde einen echten Informationsmehrwert für Anleger bedeuten. So könnte vermieden werden, dass tatsächlich relevante Risiken unter einer Vielzahl sonstiger Risikofaktoren, die als „Sicherheitsnetze“ aufgenommen werden, untergehen.

## F. Privatplatzierungen und Bonitätsinformationen

Hindernisse für die Entwicklung europaweiter Märkte für Privatplatzierungen sind insb unterschiedliche nationale Insolvenzgesetze, fehlende standardisierte Verfahren und fehlende Unterlagen und Informationen über die Bonität der Emittenten.<sup>24)</sup> Das Grünbuch ist sehr vage über Vorhaben der Kommission zur Verbesserung des *Status quo*. Die Kommis-

sion verweist auf Marktinitiativen zur Entwicklung von Standards und beabsichtigt, gemeinsam mit der Branche an der Umsetzung einer europaweiten Regelung für Privatplatzierungen zu arbeiten.<sup>25)</sup>

Die europäische Arbeitsgruppe für Privatplatzierungen veröffentlichte zB im Januar 2015 einen standardisierten Kreditvertrag für Privatplatzierungen, der dem deutschen Schuldschein nachgebildet ist. Angeboten wird eine Darlehens- (*loan*) und eine Schuldverschreibungsvariante (*note*). Ein weiterer Vorschlag für standardisierte Dokumente stammt von der Pan-European Private Placement Working Group, die bei der International Capital Market Association (ICMA) eingerichtet ist und von vielen Nationalbanken unterstützt wird.

Aus Mangel an kreditrelevanten Informationen ist der Zugang zum Kapitalmarkt für KMU erschwert. Die Entwicklung eines *Kredit-Scoring*, das Anleger und Darlehensgeber über die Kreditwürdigkeit von KMU informiert, läuft bereits. Die Kommission plant für das Jahr 2015 die Durchführung von Workshops über KMU-Kreditinformationen, um diese Arbeiten voranzutreiben.<sup>26)</sup> Mit Hilfe von verlässlichen und vergleichbaren Informationen über das Kreditrisiko von KMU ließen sich mehr Finanzmittel für KMU mobilisieren, weil fundierte Investitionsentscheidungen möglich seien.

## G. Einfache, transparente und standardisierte Verbriefung

Durch Verbriefung werden nicht handelbare, bilanzielle Forderungen (Risikopositionen) in handelbare Wertpapiere gewandelt, die der *Originator* zur Beschaffung liquider Mittel im Markt platziert. Üblicherweise werden die Forderungen gemäß ihrem Risiko in Tranchen unterteilt, wodurch Verbriefungen zu einem mitunter signifikanten Risikotransfer sowie einer Entlastung der Bilanz durch Verringerung der erforderlichen Kapitalunterlegung führen.<sup>27)</sup>

Wie Europäische Zentralbank (EZB) und Bank of England (BoE) in gemeinsamen Stellungnahmen sowie die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) aufzeigen, sind eine gut diversifizierte Finanzierungsquelle und die „Bilanz erleichterung“ nur zwei Vorteile von Verbriefungen. Ein wiederbelebter Verbriefungsmarkt würde auch den erneuten Aufbau systemischer Risiken, insbesondere durch Abhängigkeit von einer einzigen Finanzierungsquelle, verhindern. Verbriefungstypen mit geringem Kreditrisiko wären speziell für Pensionsfonds und Versicherungen sowie als Sicherheit für Finanztransaktionen von Interesse.<sup>28)</sup>

Art 4 Abs 1 Nr 61 CRR definiert Verbriefung als eine Struktur, durch die das mit einer Risikoposition

24) Grünbuch 13.

25) Grünbuch 3, 13.

26) Grünbuch 11.

27) *European Banking Authority*, Discussion Paper on simple standard and transparent securitisation, 14. 10. 2014 (EBA-DP) 7; EZB/BoE-DP 7; CP-Securitisation 2.

28) *EZB/BoE*, The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them, 11. 4. 2014 (EZB/BoE-Letter) 1; EBA-DP 35 ff; EZB/BoE-DP 3, 7 ff; CD-Securitisation 2.

oder einem Pool von Risikopositionen verbundene Kreditrisiko in Tranchen unterteilt wird und die folgende Merkmale aufweist:

- Die im Rahmen der Struktur getätigten Zahlungen hängen von der Wertentwicklung der Risikoposition oder des Pools von Risikopositionen ab;
- die Rangfolge der Tranchen entscheidet über die Verteilung der Verluste während der Laufzeit der Transaktion oder der Struktur.

Weiters unterscheiden Art 242 ff CRR zwischen traditioneller Verbriefung (Übertragung des Eigentums der besicherten Forderungen) und synthetischer Verbriefung (Risikotransfer durch Kreditderivate oder Garantien). Zuletzt werden Verbriefungen nach Art der verbrieften Forderungen (*Underlying* oder Risikoposition) unterschieden. Typische Beispiele sind hypothekarisch besicherte Kredite, Kreditkartenforderungen, festverzinsten Anleihen oder Forderungen aus Leasingverträgen.

### 1. Wiederbeleben einer schlummernden Anlageklasse

Im Jahr 2014 betrug das Emissionsvolumen von Verbriefungen in Europa rund 216 Mrd Euro; eine deutliche Verringerung gegenüber 594 Mrd Euro im Jahr 2007.<sup>29)</sup> Zwar gab es 2008/2009 einen Anstieg, jedoch war dieser ein Resultat der Finanzkrise, weil viele Banken Verbriefungen zur Sicherheitenbestellung für Liquidität von Zentralbanken nutzten.<sup>30)</sup>

Eines der größten Hindernisse für ein Wiederbeleben des Verbriefungsmarkts ist das negative Image, das Verbriefungen seit der US *sub-prime*-Krise anhaftet, obwohl es nur bei wenigen Verbriefungsklassen Ausfälle oder Verluste gab, zB bei US *sub-prime Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS), US *Collateralized Debt Obligation* (CDO) und *Commercial Mortgage Backed Securities* (CMBS).<sup>31)</sup> Ausfälle waren oftmals die Folge zu komplexer Strukturen, verbunden mit Interessenkonflikten und asymmetrischer Informationsverteilung. Zudem wurden minderwertige und oftmals notleidende Kredite als *Underlying* benutzt und die Verbriefungen für hochgradig fremdfinanzierte Investoren mit Abhängigkeit von kurzfristigen Finanzierungslinien konzipiert.<sup>32)</sup> Immense Ausfälle bei Verbriefungen betrafen primär den US-Markt; europäische Verbriefungsprodukte kamen demgegenüber nahezu unbehelligt durch die Finanzkrise.<sup>33)</sup> Nichtsdestotrotz ist der Ruf von Verbriefungen vor allem in Europa stark belastet.

Ein weiterer Umstand ist das veränderte makroökonomische Umfeld seit Beginn der Finanzkrise. Plötzlich standen deutlich günstigere Finanzierungsquellen zur Verfügung (insb Zentralbanken), ebenso wie *Covered Bonds*. Auch das verlorene Vertrauen in vergebene Ratings und den Ratingprozess ist beachtenswert: Gängige Ratingmethoden waren nicht geeignet, die Risiken der genannten Verbriefungstypen darzustellen.<sup>34)</sup> Die nachfolgende Verschärfung der Ratingmethoden und Risikobeurteilung führte zu einer Reduktion verfügbarer Kontrahenten. Zuletzt trugen die regulatorischen Maßnahmen seit der Finanzkrise, insb bezogen auf Kapitalunterlegung, zu einer Unsicherheit bei. Aktuelle Maßnahmen (LCR,

Solvency II) sehen zwar eine weniger nachteilige Behandlung von Verbriefungsstrukturen vor, als zunächst diskutiert, dennoch erscheinen die Vorgaben im Vergleich zu vergleichbaren Anlageklassen relativ streng.<sup>35)</sup>

### 2. Strukturierung hochwertiger Verbriefungen

Die EU setzte bereits mehrere Maßnahmen zur Schließung der von der Finanzkrise aufgezeigten Lücken im Verbriefungsmarkt um.<sup>36)</sup> Im Fokus standen die Beseitigung von Interessenkonflikten und einer asymmetrischen Informationsverteilung sowie die Verbesserung der Transparenz und Ratingmethoden.<sup>37)</sup> So sehen etwa Solvency II und LCR einen differenzierten Ansatz zur risikosensitiven Handhabung von Verbriefungen vor, der bei der Unterscheidung *einfacher, transparenter* und *standardisierter Verbriefungen* (Typ-1-Verbriefung) von undurchsichtigen und komplexen Verbriefungen helfen soll.<sup>38)</sup> Eine Typ-1-Verbriefung muss verschiedene Kriterien aufweisen, etwa eine bestimmte Bonitätsstufe, eine höchstrangige Tranche, einen durchsetzbaren Erwerb der Risikopositionen durch die Verbriefungszweckgesellschaft, Bestimmungen zur Kontinuität, homogene Risikopositionen einer bestimmten Kategorie, ein Verbot einer Wiederverbriefung oder synthetischen Verbriefung sowie mindestens eine bereits erfolgte Zahlung der Kreditnehmer.<sup>39)</sup>

Trotz dieser Maßnahmen sind jedoch weitere Verbesserungen und Standardisierungen notwendig, um es Investoren zu ermöglichen, das Risiko einer Verbriefung beurteilen und wieder Vertrauen in die Anlageklasse schöpfen zu können.<sup>40)</sup>

Als Antwort auf ein Konsultationsersuchen veröffentlichte die EBA im Oktober 2014 ein *Discussion Paper on simple standard and transparent securitisations*, in dem sie 22 strukturelle Kriterien vorschlägt sowie davon unabhängig drei Kriterien bezogen auf das Kreditrisiko. Eine Verbriefung, die diese Vorgaben erfüllt, wäre in der Folge eine *Qualifizierte Verbriefung*. Eine weitere Initiative stammt von der Task Force on Securitisation Markets (TFSM) des BCBS und der Internationalen Organisation der Wertpa-

29) Grünbuch 12.

30) *Basel Committee on Banking Supervision/Board of the International Organization of Securities Commissions*, Consultative Document, Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations, 11. 12. 2014 (STFM-CD) 4.

31) EBA-DP 21; STFM-CD 7.

32) EBA-DP 21; EZB/BoE-DP 3.

33) EZB/BoE-DP 3; EBA-DP 36; *The EBA Banking Stakeholder Group*, General Comments and Replies to Questions, 14. 1. 2015, 3.

34) STFM-CD 6; EBA-DP 22.

35) *European Fund and Asset Management Association*, Comments on BCBS/IOSCO Consultative Document 3.

36) Etwa die Haltepflicht gem Art 405 CRR („*risk retention*“), die Due-Diligence Verpflichtung gem Art 406 CRR oder die VO (EU) 462/2013 v 21. 5. 2013 zur Änderung der VO (EG) 1060/2009 über Ratingagenturen.

37) EZB/BoE-Letter 3; EBA-DP 23.

38) CD-Securitisation 4.

39) Art 177 Abs 2 Solvency II bzw Art 13 LCR.

40) EZB/BoE-Letter 6.

pieraufsichtsbehörden, die sich auf Kriterien der Risiken des Vermögens (*asset risk*), strukturelle Risiken (*structural risk*) und Treuhänder-/Verwalterrisiken (*fiduciary and servicer risk*) beziehen. Ein Vergleich zwischen EBA und TFSM zeigt, dass die Kriterien, wenn auch unterschiedlichst bezeichnet oder aufgeteilt, im Wesentlichen übereinstimmen: Das *Underlying* soll homogen sein (Art, Währung, anwendbares Recht etc), Informationen über die bisherige Performance des *Underlying* müssen verfügbar sein, bei Verbriefung darf kein Default eines *Underlying* vorliegen, die aktive Pflege des Portfolios ist unzulässig und ein tatsächlicher Eigentumsübergang (*true sale*) muss stattfinden. Die EBA nennt als weitere Kriterien ua, dass es sich um traditionelle Verbriefungen iSd CRR handeln und eine *risk retention* vorliegen muss und dass Zins- und Währungsrisiken abgedeckt werden.

### 3. Konsultationspapier der Kommission

Die Kommission nennt in ihrem Konsultationspapier über einen Rechtsrahmen für *simple, transparent und standardised securitisation* (oder auch *high-quality securitisation*) folgende Hauptanliegen für einen Rechtsrahmen für Verbriefungen:

- Neustart auf einem tragfähigen Fundament, damit Verbriefung eine wirksame Finanzierungsquelle sein kann;
- effizienter und wirksamer Risikotransfer für institutionelle Investoren und Banken;
- Verbriefung als Finanzierungsquelle zulassen und
- Schutz der Anleger und Management systemischer Risiken durch die Vermeidung von *originate to distribute*-Modellen.<sup>41)</sup>

Nach Ansicht der Kommission sollen zunächst geeignete Instrumente anhand definierter Kriterien ausgewählt und dann der Rechtsrahmen entsprechend geändert werden, um einen risikoorientierten Ansatz zu ermöglichen.<sup>42)</sup>

Die Schwerpunkte des Konsultationspapiers liegen auf den Kriterien zur Identifizierung von *high-quality securitisation*. Die Kommission nennt *simpli-city, transparency, standardisation* und *additional risk features* und adressiert Fragen zur *risk retention*, zum möglichen Inhalt eines harmonisierten Rechtsrahmens (zB Rechtsform des SPV, Modalitäten der Vermögensübertragung), zur Transparenz sowie der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Forderungen (*exposure*) aus Verbriefungen. Eine gemeinsame Stellungnahme von EZB und BoE zur Konsultation ist bereits verfügbar.<sup>43)</sup>

### 4. Ausblick

Zu begrüßen ist, dass sich derart viele *policy maker* mit dem Thema Verbriefung auseinandersetzen. Die Vielzahl an Vorschlägen und der Umfang unterschiedlicher Kriterien für Verbriefungen und deren Bezeichnung führen jedoch leicht zu Verwirrungen. Erstes Ziel sollte es sein, eine einheitliche Bezeichnung und einen einheitlichen Satz an Kriterien zu definieren. Unter Bedachtnahme auf die Rückmeldungen zu den einzelnen Konsultationen sollte auf diesem Kriteriensatz aufgebaut und darin insb der ge-

naue Anwendungsbereich – bezogen auf Struktur und verbrieft Forderung (zB Zulässigkeit von synthetischen Verbriefungen oder *Asset Backed Commercial Paper* [ABCP] – sowie die genauen Vorgaben (zB *risk retention*) festgelegt werden.

Schließlich muss das finale Regelwerk auch die Frage klären, wer das Vorliegen der Kriterien einer Qualifizierten Verbriefung – einmalig oder fortlaufend – überprüft und wer für die entsprechenden Angaben haftet. Da laut EBA die Erfüllung der Vorgaben der Prospekt-RL ein entscheidendes Kriterium sein soll, scheint eine dem Haftungsregime der Prospekt-RL vergleichbare Regelung uE am effizientesten. Je konkreter eine Bestätigung von Angaben erfolgt und ein dahinterstehendes Haftungsregime konkretisiert ist, desto interessanter werden Verbriefungen als Anlageklassen werden.

41) CD- Securitisation 5.

42) CD- Securitisation 4.

43) EZB/BoE, Joint response from the Bank of England and the European Central Bank to the Consultation Document of the European Commission, 27. 3. 2015.

#### SCHLUSSSTRICH

- *Das Grünbuch der Kommission zeigt ein klares Bekenntnis der EU zu Kapitalmärkten und ihrer Bedeutung für die Finanzierung der Wirtschaft Europas. Gerade im Gegensatz zu Tendenzen nach der Finanzkrise 2008, Kapitalmärkte, Investoren und Finanzinstrumente pauschal zu dämonisieren – man denke nur an Bezeichnungen wie „Heuschrecken“ für einzelne Investorengruppen und die flächendeckende Verunglimpfung von Anlegern als „Spekulanten“ –, ist dies eine erfreuliche Entwicklung.*
- *Die Volkswirtschaften außerhalb Europas zeigen, dass funktionsfähige Kapitalmärkte wichtig sind, um eine bankenunabhängigere Unternehmensfinanzierung zu gewährleisten.*
- *Gerade in Zeiten erhöhter Eigenmittelerfordernisse von Banken ist es wichtig, dass insb KMU ein alternativer Weg der Finanzierung offensteht. Zu den Themen Wertpapiere/Prospekte, Privatplatzierungen und Verbriefungen enthält das Grünbuch erste interessante Ansätze, wenn auch noch sehr vage.*
- *Der konkretere Aktionsplan, der noch 2015 veröffentlicht werden soll, und die Frage, mit welchem Einsatz bis 2019 die Kapitalmarktunion vorangetrieben wird, werden darüber entscheiden, ob es im Jahr 2020 tatsächlich mehr als nur ein früheres Lippenbekenntnis zu einem echten europäischen Kapitalbinnenmarkt gibt.*