

„Ein deutsches Verbriefungsgesetz könnte einen neuen Impuls für eine Weiterentwicklung des regulatorischen Rahmens setzen“

Dr. Michael Frese, LL.M., Leiter TSI Verbriefungsforum, Frankfurt am Main, und Frank Cerveny, Leiter ABS Research, DZ BANK AG, Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Das Produkt ABS bewegt sich nach einer langen Schönwetterperiode in stürmischen Gewässern. In der öffentlichen Wahrnehmung mutieren Verbriefungsinstrumente vom modernen Hoffnungsträger zum überkomplexen Risikofaktor. Die Politik wird – ihren eigenen Logiken folgend – reagieren. Zusätzliche Regularien sind insbesondere in den Bereichen Risikosteuerung und Transparenz zu erwarten.¹⁾ Auch und gerade in diesen eher schwierigen Zeiten sollte aber nicht vergessen werden, dass große Teile der ABS-Produktpalette nicht obskuren Alchemistenküchen entstammen. „ABS“ ist ein generischer Oberbegriff für eine Vielzahl von Produkten und Konstruktionen, die in Komplexität, Transparenz und Risikogehalt völlig unterschiedlich sein können. Durch das Label „ABS“ werden diese Unterschiede bisweilen vernebelt.

Nach bewährten Standards

Die den in Deutschland dominierenden Assetklassen wie RMBS, ABS und Mittelstands-CLO zugrunde liegenden Kredite werden konventionell vergeben und verwaltet; auch ihre anschließende Verbriefung verläuft mittlerweile nach bewährten Standards und ist alles andere als aufregend (Abbildung 1).

Bei diesen ABS handelt es sich um solide Instrumente, die aus dem Alltag moderner deutscher Unternehmen und Banken nicht mehr wegzudenken sind. Im Übrigen zeigt gerade die aktuelle Situation, dass ein offener Zugang zu Refinanzierungsmitteln für das Bankenwesen von vitaler Bedeu-

tung ist. Die Förderung von ABS (und Pfandbriefen) als Liquiditätsquellen ist deswegen wichtiger denn je. Die im Koalitionsvertrag enthaltene Analyse, dass „für viele mittelständische Unternehmen die Notwendigkeit gestiegen ist, ihre Finanzierung kapitalmarktnäher zu gestalten“ und dass die finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Deutschland durch den „Ausbau des Verbriefungsmarktes“ verbessert werden müssen, ist eben (immer noch) richtig.²⁾

Ursachenfindung

Mit Blick auf die aktuelle Krise der Kredit- und Verbriefungsmärkte gilt es aber auch, kritisch nach Ursachen und Fehlern zu fragen. Nicht von ungefähr nahm die Krise ihren Beginn auf den US-amerikanischen Subprime-Märkten (Ninja-Loans – No income, no job, no assets ist inzwischen neben Subprime ein geflügelter Begriff geworden) und spiegelt den Geist der Kreditvergabestandards in der Spätphase des amerikanischen Kredit- und Immobilienbooms wider. Und Self Certification – der bewusste Verzicht auf jegliche Überprüfung gemachter Kundenangaben zu Beschäftigung, Einkommen, Ausgabeverpflichtungen und Vermögen lud zum Missbrauch geradezu ein. Betrachtet man zusätzlich noch die durchweg hohen Beleihungsausläufe, so erscheint das Produkt Subprime-Kredit eher als fragile Wette auf weiter steigende Immobilienpreise als ein bankübliches Geschäft auf der Basis banküblicher Standards.

Hinzu kam bei den amerikanischen Subprime-Krediten ein zweites Moment. Sofern sie nicht als (reine) RMBS, sondern im Rahmen von CDO-Strukturen (verschachtelt) weiterverbrieft wurden, war ihr Risikogehalt wenig transparent. Bisweilen konnte man den Eindruck gewinnen, als würden

Investoren in diesen Fällen gleichsam blind im Vertrauen auf das Rating kaufen.

Obgleich die beschriebenen Vergabepraktiken deutschen Banken fremd sind, wird der deutsche Verbriefungsmarkt in Mitleidenschaft gezogen. Das Investorenvertrauen ist allgemein und global erschüttert. Sichere Industriestandards könnten vor diesem Hintergrund einen Beitrag dazu leisten, den deutschen Verbriefungsmarkt zu stärken.

Deutschland hätte dabei gute Ausgangsbedingungen, denn zum einen gibt es bankübliche, bewährte Standards in der Kreditvergabe und zum anderen haben die großen deutschen Verbriefungsplattformen wie Promise und Provide für den synthetischen Markt und die TSI für den deutschen True-Sale-Markt Transparenzstandards geschaffen, die sich bereits in vielen Transaktionen bewährt haben (Abbildung 2).

Doch neben den Learnings aus der Subprime-Krise, muss auch das rechtliche Umfeld stimmen. Anderenfalls wird der Verbriefungsstandort Deutschland nicht angenommen. Moderne Finanzprodukte brauchen ein stabiles regulatorisches Fundament.

Dies gilt für ABS ebenso wie für Investmentfonds oder REITs. Solche Fundamente kann nur der Gesetzgeber legen. Wettbewerbsvorteile im europäischen Kontext werden also nicht etwa durch Deregulierung, sondern durch aktive staatliche Gestaltung geschaffen. Im Verbriefungsbe- reich ist hier in den letzten Jahren einiges geschehen.

Einzelne Gesetzgebungsprojekte

Anders als andere europäische Länder hat Deutschland aber nicht den Weg eines um-



fassenden Verbriefungsgesetzes beschränkt; offene Fragen wurden vielmehr im Rahmen von einzelnen (Gesetzgebungs-) Projekten angegangen. Wichtige Hürden wurden so bereits beseitigt:

– Im Jahre 2003 wurde das sogenannte gewerbsteuerliche Bankenprivileg auf deutsche Verbriefungszwecksgesellschaften erstreckt. Bis dahin war die Nutzung einheimischer Infrastrukturen bereits aufgrund der prohibitiven Gewerbesteuerbelastung ausgeschlossen.

– Im Jahre 2004 hat das BMF bestehende umsatzsteuerliche Unsicherheiten beseitigt. So wurde mit BMF-Schreiben vom 24. Mai klargestellt, dass § 13c UStG (Haftung eines Forderungskäufers für Umsatzsteuerschulden des Veräußerers) nur stark eingeschränkt auf Verbriefungstransaktionen Anwendung findet. Durch ein weiteres BMF-Schreiben vom 3. Juni 2004 wurde überdies geregelt, dass die Verwaltung verkaufter Kreditforderungen durch die veräußernde Bank (das sogenannte „Servicing“) nicht der Umsatzsteuer unterliegt.

– Die im Frühsommer 2004 durch ein Urteil des OLG Frankfurt verursachten Zweifel, ob das Bankgeheimnis die Abtretung von Kreditforderungen untersagt, haben sich – ohne dass der Gesetzgeber eingreifen musste – bereits dadurch verflüchtigt, dass sich weder andere deutsche Gerichte noch das juristische Schrifttum noch die Ratingagenturen dieser Ansicht angeschlossen haben.

– Seit September 2005 ermöglichen es die KWG-Regelungen zum Refinanzierungsregister, Immobilienkredite zu verbriefen, ohne die Grundpfandrechte kostenaufwendig mit zu übertragen. Vielmehr können diese (bei Beachtung einiger Formalien, insbesondere ihrer Eintragung in ein Register) beim Forderungsverkäufer verbleiben, ohne dass der insolvenzfeste Zugriff des Erwerbers zweifelhaft wäre.

– Die VAG-Novelle aus dem Jahre 2007 enthält Regelungen zu Versicherungszwecksgesellschaften, die den Risikotransfer an den Kapitalmarkt erleichtern sollen.

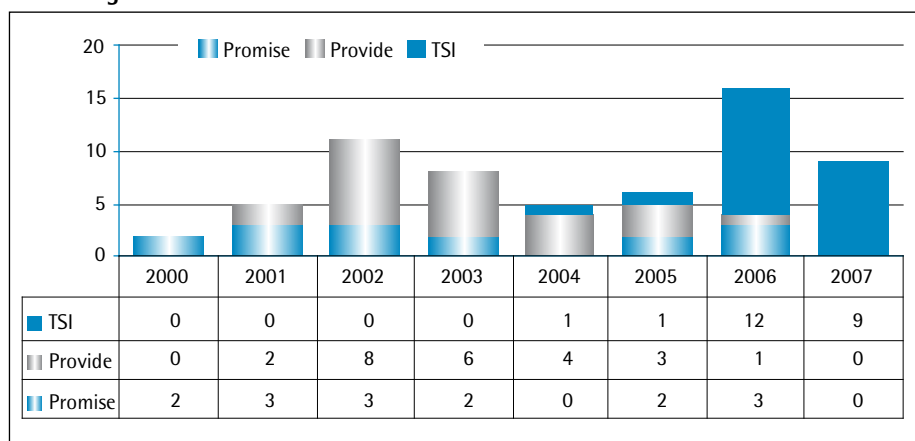
– Die durch die Unternehmenssteuerreform 2008 eingeführte und für deutsche Verbriefungszwecksgesellschaften potenziell letale Zinsschranke wurde durch eine

Abbildung 1: Übersicht zu Verbriefungsvolumen im Sinne von Risikotransfer nach Assetklassen und Originatoren (1996 bis 2007)

Originator/ Milliarden Euro	RMBS	CMBS	SME CLO	Mezz SME CLO	ABS	Summe
Aareal Bank	4,9					4,9
ABC Privatkunden Bank					0,1	0,1
AHBR	1,0					1,0
BHW	11,6					11,6
BMW Leasing					0,8	0,8
Bundespensionservice GPPS					15,5	15,5
BW Bank			0,7			0,7
CC Bank					1,0	1,0
Commerzbank	7,0		3,5	0,7		11,2
Daimler Chrysler Bank					2,2	2,2
Deutsche Bank	8,3	6,9	15,9	0,5		31,6
DG Hyp	2,6	0,7				3,3
Dresdner Bank			4,1			4,1
DZ Bank			1,0			1,0
Eurohypo	1,6	3,3				4,9
GFKL					0,5	0,5
Grenkeleasing					0,3	0,3
HSH Nordbank					0,3	0,3
HVB	25,1		20,9	1,9		47,9
Hypo Real Estate	4,3	0,3				4,6
IKB			11,2	0,6		11,8
LB Kiel	1,0					1,0
LBBW				0,4		0,4
Nationalbank			0,2			0,2
Nord LB		0,1				0,1
Postbank	2,0					2,0
Volkswagen Financial Service					13,0	13,0
VR Leasing					1,1	1,1
WestLB	2,5			0,2		2,7
Württembergische Hypothekbank	0,5					0,5
Auslands-/ Sonstige Originatoren	1,7	20,0	0,0	0,8	11,8	34,3
	74,2	31,3	57,4	5,0	46,6	214,6

Quelle: DZ Bank AG

Abbildung 2: Bewährte Transaktionsstandards am deutschen Markt



verbriefungsfreundliche Passage in der Gesetzesbegründung entschärft.

Regulatorisch in der europäischen Spitze

Diese Ergebnisse sind erfreulich. Sie wären ohne das intensive und proaktive Engagement öffentlicher Entscheidungsträger nicht möglich gewesen. Es ist vermutlich keine Übertreibung, dass Deutschland – insbesondere nach Verabschiedung des Refinanzierungsregisters im Jahre 2005 – regulatorisch in der europäischen Spitze lag.

Im Bereich innovativer Finanzierungsstrukturen bedeutet Stillstand allerdings Rückschritt. Und so ist es auch richtig, dass einige alte Problemstellungen und eine ganze Reihe neuer Herausforderungen regulatorisch nicht oder nur zum Teil adressiert werden:

– Das Schuldverschreibungsgesetz bedarf dringend der Modernisierung. Das derzeit gültige „Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen“ stammt aus der Kaiserzeit. Auf dieser Basis ist aber unklar, in welchem Umfang Emissionsbedingungen AGB-rechtlichen Vorschriften unterliegen und ob internationale übliche Standardklauseln (insbesondere „limited recourse“ und „non petition“) nach deutschem Recht wirksam vereinbart werden können. Die Praxis weicht deswegen verbreitet auf ausländische Konkurrenzjurisdiktionen aus. Dieser Zustand ist auch deswegen unbefriedigend, weil die bereits sehr weit gediehenen Modernisierungsüberlegungen des BMJ seit 2004 in der Schublade liegen.

– Die Multi-Emissionsfähigkeit deutscher Verbriefungszweckgesellschaften ist aus gesellschafts- und insolvenzrechtlichen

Gründen nach wie vor zweifelhaft. Obwohl dies jeder kaufmännischen Vernunft widerspricht, sind Originatoren gezwungen, für jede Einzeltransaktion ein neues Vehikel zu gründen. Das europäische Ausland geht hier – zulasten des Finanzstandortes Deutschland – andere Wege.

– Die im Grundsatz sehr erfreulichen Regelungen zum Refinanzierungsregister bedürfen in Teilbereichen der Nachbesserung.³⁾

Die Verwendung deutscher Verbriefungszweckgesellschaften wird schließlich durch eine ganze Reihe steuerlicher Nachteile erschwert oder gar verunmöglicht. Im Rahmen einer in Deutschland aufgesetzten Struktur ist – ohne steuerliche Mehrbelastung – bisher nur die Verbriefung ausgewählter Bankaktiva möglich. Alle anderen Transaktionstypen, wie zum Beispiel die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen, Mezzaninem Kapital, Forderungen aus PPP, Versicherungsrisiken müssen aus steuerlichen Gründen über ausländische Strukturen abgewickelt werden.

Vielfältige steuerrechtliche Spezialprobleme

Zudem birgt das deutsche Steuerrecht – das für andere Zwecke als für derartige Finanzierungsinstrumente entwickelt wurde – vielfältige Spezialprobleme, die ABS-Transaktionen in Deutschland erschweren.

1. Deutsche Verbriefungszweckgesellschaften unterliegen – falls sie als GmbH organisiert sind – der Gewerbe- und der Körperschaftsteuer. Sofern Verbriefungszweckgesellschaften ausgewählte Bankaktiva verbiefen, wird für Gewerbesteuerzwecke durch § 19 Abs. 3 Nr. 2 GewStDV die hälftige Hinzurechnung von Dauerschuldzinsen nach § 8 Nr. 1 GewStG wieder neutralisiert. Für andere Forderungen, wie Handels- und Leasingforderungen, Genussrechte, stille Beteiligungen oder Versicherungsrisiken gilt dies jedoch nicht. Die für den Mittelstand so bedeutsamen Plattformen für die Aufnahme von Mezzanine-Kapital wurden deswegen durchweg im Ausland errichtet. Gleiches gilt für die im mittelständischen Bereich verbreitete Verbriefung von Handelsforderungen, wobei die Verwendung angelsächsischer Strukturen und Dokumente interessierten Unternehmen den Zugang zum Produkt sicher nicht erleichtert.

Abbildung 3: Rahmenbedingungen für Verbriefung im Ländervergleich

Land	Verbriefungsgesetz	Nutzung von SPVs im Inland (I) / Ausland (A)	True Sale (ja/nein)	Synthetisch (ja/nein)
Etablierte Märkte				
Österreich		I + A	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Luxemburg	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Großbritannien		I + A ¹⁾	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Finnland		A	<input checked="" type="checkbox"/>	
Frankreich	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Deutschland		I + A	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Irland		I	<input checked="" type="checkbox"/>	
Italien	<input checked="" type="checkbox"/>	I + A ¹⁾	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Niederlande		I	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Schweiz		A	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Spanien	<input checked="" type="checkbox"/>	I + A ¹⁾	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Portugal	<input checked="" type="checkbox"/>	I + A	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Emerging Markets*				
Bulgarien ²⁾	<input checked="" type="checkbox"/>			
Türkei	<input checked="" type="checkbox"/> ³⁾	A	<input checked="" type="checkbox"/>	
Kroatien	<input checked="" type="checkbox"/> ³⁾			
Ungarn	<input checked="" type="checkbox"/> ³⁾			
Kasachstan	<input checked="" type="checkbox"/>	A	<input checked="" type="checkbox"/>	
Lettland		A	<input checked="" type="checkbox"/>	
Litauen				
Polen	<input checked="" type="checkbox"/>	A	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Rumänien	<input checked="" type="checkbox"/>			
Russland	<input checked="" type="checkbox"/> ⁴⁾	I+A	<input checked="" type="checkbox"/>	
Slowakei				
Tschechien		A	<input checked="" type="checkbox"/>	
Ukraine		A	<input checked="" type="checkbox"/>	

Quelle: DZ Bank AG

* EM beschränkt auf „Osteuropa“ i.w.S. ¹⁾ Einsatz ausländischer SPVs: in Spanien nur 1 CDO auf ABS; in Italien Anteil unter 5% – synthetische oder „tailor-made“ Transaktionen; in UK Anteil bei 15%, CDOs, teilweise CMBS, synthetische RMBS.

²⁾ Keine Term-ABS, sondern Conduit-Transaktion „Pro Credit Company“ über ein Portfolio aus Mikro-Finanz-Krediten.

³⁾ Entwurf. ⁴⁾ Bislang nur MBS-Gesetz – neues umfassendes Verbriefungsgesetz sollte 2007 verabschiedet werden.

Aber auch Banken, die – wie Autobanken – im Konzern sowohl Kredit- als auch Leasingforderungen originieren, werden es vorziehen, eine einheitliche Plattform in Luxemburg zu errichten, als Kreditforderungen über eine deutsche Zweckgesellschaft und Leasingforderungen über eine Luxemburger Zweckgesellschaft zu verbrieften. Widersprüchlich ist die Behandlung von Versicherungsrisiken. Versicherungszweckgesellschaften sind erst kürzlich durch den Gesetzgeber aufsichtsrechtlich erlaubt worden. Aufgrund fehlender arrondierender Steuerregelungen werden diese nunmehr ausschließlich im (europäischen) Ausland angesiedelt.

2. Deutsche Verbriefungszweckgesellschaften unterliegen den Mindestbesteuerungsregeln der § 10 d Abs. 2 EStG und § 10a Satz 2 GewStG. Danach können Gewinne nur noch eingeschränkt mit Verlusten aus Vorperioden verrechnet werden (bis zu Gewinn eine Million Euro unbeschränkt; der Gewinn eine Million übersteigende Gewinn nur noch zu 60 Prozent). Dies kann in bestimmten Szenarien (zum Beispiel bei periodenverschobenen Verlust- und Gewinnsituationen) zu Steuerbelastungen führen.

3. (Mittelständische) Unternehmen, die Genussrechte emittieren, müssen die Zinszahlungen der Kapitalertragsteuer unterwerfen. Erwirbt eine Verbriefungszweckgesellschaft diese Genussrechte, so muss sie die durch den Einbehalt entstehenden Liquiditätslücken aufwendig und teuer durch externe Liquiditätslinien schließen.

4. Andere EU-Länder, zum Beispiel Irland, interpretieren die Sechste Mehrwertsteuererrichtlinie so, dass Verwaltungsleistungen an die Zweckgesellschaft umsatzsteuerbefreit sind. Das deutsche Steuerrecht beschränkt dagegen die Anwendung der Befreiungsregelung auf die Verwaltung von Sondervermögen von Kapitalanlagegesellschaften und die Verwaltung von Versorgungseinrichtungen im Sinne des VAG. Das deutsche SPV wird in aller Regel mangels steuerpflichtiger Ausgangsumsätze nicht vorsteuerabzugsberechtigt sein, sodass die Umsatzsteuer auf Verwaltungsleistungen von der Struktur, das heißt vom Originator getragen werden muss.

Die Beispiele zeigen, dass die offenen Fragen in den unterschiedlichsten Rechtsgebieten angesiedelt sind. Angesprochen

sind allgemein zivil-, gesellschafts-, insolvenz-, kapitalmarkt-, aufsichts- und steuerrechtliche Fragen.

Rahmenbedingungen als Standortfaktor

Vor dem Hintergrund einer arbeitsteilig organisierten Ministerialverwaltung führt dies dazu, dass ein einheitliches Anliegen, nämlich die effiziente Nutzung von Verbriefungsinstrumenten über einheimische Plattformen, einer Vielzahl von Zuständigkeiten unterliegt. Die überaus hohe steuerrechtliche Umschlaggeschwindigkeit sowie der Umstand, dass bei steuerlichen Gesetzesänderungen die spezifischen Belange von Verbriefungszweckgesellschaften in aller Regel nicht im Fokus des Steuergesetzgebers stehen, haben überdies zur Folge, dass die Vermeidung (ungewollter) Kollateralschäden substanzielle Ressourcen bindet. Die Beibehaltung des Status quo bindet auf allen Seiten Zeit und Kraft, die für die Weiterentwicklung der rechtlichen Rahmenbedingungen fehlen.

Es ist deswegen sicherlich kein Zufall, dass bei anderen innovativen Neuerungen, wie den Immobilien-Aktiengesellschaften, die verschiedenen rechtlichen, steuerlichen und bilanziellen Fragen durch ein einheitliches Gesetz verklammert wurden. Nachdenklich sollte auch stimmen, dass andere Länder versuchen, sich durch spezielle Verbriefungsgesetze Vorteile zu schaffen (Abbildung 3).⁴⁾

Wie einheimische SPV-Infrastrukturen durch ein Verbriefungsgesetz gefördert werden können, zeigt zum Beispiel Luxemburg. Luxemburg war bis 2004 eher als Fondsstandort, denn als Jurisdiktion für Verbriefungsvehikel etabliert. Verbriefungszweckgesellschaften wurden bis dahin vorwiegend in Irland, den Niederlanden oder auf den Kanalinseln gegründet. Am 22. März 2004 trat dann das Luxemburger Verbriefungsgesetz (LVG) in Kraft. Zweck war es, alle gesellschafts-, aufsichts- und steuerrechtlichen Fragestellungen in einem einheitlichen Regelwerk zu adressieren. Strukturierungen sollten aus einem Guss sicher und effizient durchgeführt werden können.

Ob das LVG dieses Versprechen zur Gänze einlöst, mag mit Recht bezweifelt werden. Tatsache ist jedoch, dass das LVG einen vergleichsweise einfachen, in sich ge-

schlossenen Rahmen bildet, der den Finanzstandort Luxemburg im Verbriefungsbereich – auch zulasten Deutschlands – vorangebracht hat. Dies beruht nicht nur auf der Signalwirkung des LVG. Für das LVG sprechen auch inhaltliche Gründe. Anders als in Deutschland können in Luxemburg sämtliche Assetklassen verbrieft werden.

Zwar unterliegen auch Luxemburger Zweckgesellschaften der Körperschafts- und Gewerbesteuer. Zinsaufwendungen können aber steuerlich voll geltend gemacht werden, sodass die steuerliche Bemessungsgrundlage in aller Regel gering sein wird. Eine Hinzurechnungsbesteuerung findet nicht statt. Das LVG erklärt „limited recourse“- und „non petition“-Klauseln ausdrücklich für zulässig und erlaubt die Gründung von sogenannten Multi-Issuer-Gesellschaften, bei denen das Gesamtvermögen des Vehikels in selbstständige Teilvermögen segregiert werden kann.⁵⁾ Dies ermöglicht es, eine Vielzahl von Transaktionen über dasselbe Vehikel abzuwickeln.

Neuer Impuls

Die Verbriefung von Vermögensgegenständen ist ein zu intelligentes Werkzeug, als dass deutsche Unternehmen und Banken darauf verzichten könnten. Auf die hohe Qualität deutscher Assets sei nochmals hingewiesen. Wer diese Instrumente mittel- und langfristig fördern will, muss den regulatorischen Rahmen kontinuierlich weiterentwickeln. Ein deutsches Verbriefungsgesetz könnte einen neuen Impuls für eine solche Weiterentwicklung setzen. Die Etablierung von Immobilien-Aktiengesellschaften sowie die jüngsten Entwicklungen in europäischen Konkurrenzjurisdiktionen haben es vorgemacht.

Fußnoten

¹⁾ So hat die EU-Kommission die europäische Verbriefungsindustrie aufgefordert, bis Ende Januar 2008 Vorschläge zu unterbreiten, wie zukünftig ähnliche (Liquiditäts-)Krisen vermieden werden können.

²⁾ Vgl. Abschnitt III.2 (Finanzmarktpolitik).

³⁾ Vgl. hierzu Fleckner/Frese, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 17/2007, S. 924 f.

⁴⁾ Dass sich in UK auch ohne Verbriefungsgesetz ein prosperierender ABS-Markt entwickelt hat, mag auch daran liegen, dass sich dort die Rechtspraxis eher von gewünschten ökonomischen Ergebnissen als von Prinzipien leiten lässt.

⁵⁾ In Jersey kann seit dem Jahre 2005 der gleiche Effekt durch die Verwendung sogenannter „Protected Cell Companies“ erreicht werden. ■■■■■