

# Eckpunktepapier zur Kapitalmarktunion

für die gezielte Optimierung vertrags- und insolvenzrechtlicher Aspekte  
des Rechtsrahmens für Verbriefungen und sonstiger  
Kapitalmarkttransaktionen

10. Juni 2024

*Lobbyregister-Nr. R001458*

*EU-Transparenzregister-Nr. 0764199368-97*

## I. Überblick

Die Schaffung eines reibungslos funktionierenden und effektiven Binnenmarktes für Kapital durch die Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion ist die zentrale wirtschafts- und rechtspolitische Aufgabe in der Europäischen Union. Dies hat die Eurogruppe zuletzt im März 2024 erklärt und 13 Maßnahmen zur weiteren Verbesserung der Funktionsfähigkeit des europäischen Kapitalmarkts vorgeschlagen. Die Forderungen der Eurogruppe werden durch den Noyer- und Letta-Bericht sowie das Statement der ESMA flankiert. Um dies zu erreichen, ist neben der faktischen Verbesserung der Marktbedingungen die Harmonisierung der regulatorischen Rahmenbedingungen für Kapitalmarktgeschäfte erforderlich. Diese sind maßgeblich durch das jeweils anwendbare Aufsichts-, Bilanz- und Steuerrecht sowie zivil- und insolvenzrechtliche Bestimmungen geprägt.

Der Stand der Rechtsharmonisierung in der Europäischen Union ist auf diesen Gebieten unterschiedlich weit entwickelt. In Teilbereichen des Aufsichts- und Bilanzrechts ist die Harmonisierung erheblich vorangeschritten. Fortschritte beim Steuerrecht sind wegen der restriktiveren primärrechtlichen Grundlagen schwierig. Auf dem Gebiet des Zivil-, Zivilprozess- und Insolvenzrechts erfolgte eine weitreichende Mindestharmonisierung in bestimmten Bereichen (z.B. Gerichts-/ Verfahrenszuständigkeit in Zivil- und Handelssachen (EUGVO)<sup>1</sup>, Zuständigkeit bei Insolvenzverfahren EuInsVO<sup>2</sup>, vorinsolvenzliche Abwicklungsverfahren (EU-Restrukturierungsrichtlinie<sup>3</sup> und Gesellschaftsrecht (z.B. die SE-VO<sup>4</sup>)).

Hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang auch die Finanzsicherheiten-Richtlinie (Financial Collateral Directive - FCD) und die Finalitäts-Richtlinie (Settlement Finality Directive – SFD)<sup>5</sup>. Beide, FCD und SFD, sind inzwischen tragende Säulen in der bestehenden Architektur der europäischen Kapitalmärkte.

Eine umfassende Harmonisierung des Zivilrechts (mit Zivilprozessrecht), des Handels- und Gesellschaftsrechts, sowie des Insolvenzrechts für die Zwecke der Kapitalmarktunion wird aufgrund der Tiefe der Eingriffe in die Rechtssysteme der Mitgliedstaaten und der Komplexität der Aufgabe nur schwer umsetzbar sein.

Eine zielgenaue weitergehende Mindestharmonisierung in bestimmten, klar eingegrenzten Bereichen erscheint hingegen möglich und geboten. Die oftmals auf das allgemeine Zivil- und insbesondere das Insolvenzrecht zielenden Harmonisierungsbestrebungen sollten sich deshalb auf bestimmte, für Kapitalmarkttransaktionen bedeutsame rechtliche Aspekte konzentrieren.

Gezielte Maßnahmen zur Vereinheitlichung zivil- und insolvenzrechtlicher Rahmenbedingungen an diesen für Kapitalmarkttransaktionen besonders relevanten Stellen können einen spürbaren Beitrag zur Stärkung und Vollendung der Kapitalmarktunion leisten.

---

<sup>1</sup> Verordnung (EU) Nr. 1215/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2012 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen

<sup>2</sup> Verordnung (EU) 2015/848 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2015 über Insolvenzverfahren

<sup>3</sup> Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 über präventive Restrukturierungsrahmen, über Entschuldung und über Tätigkeitsverbote sowie über Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren

<sup>4</sup> Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)

<sup>5</sup> Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems (SFD) and Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements (FCD)

Besonders geeignet für entsprechende punktuelle weitere Vereinheitlichungen sind dabei

- bislang nicht vereinheitlichte zivil- und insolvenzrechtliche Rahmenbedingungen für Verbriefungstransaktionen,
- die Rahmenbedingungen im teilweise harmonisierten Rechtsrahmen für die Finanzsicherheiten, zentrale Kapitalmarktinfrastrukturen und die hier standardmäßig verwendeten Risikominderungstechniken (Netting) und
- die kollisionsrechtlichen Regelungen für Forderungsübertragung (Verordnungsvorschlag für die Drittwirkung von Forderungsübertragungen).

Ziel der Mindestharmonisierung in den nachstehend näher identifizierten Handlungsfeldern wäre die Etablierung unionsweiter Standards, die für mehr Einheitlichkeit, Transparenz und Rechtssicherheit bei Verbriefungen und anderen Kapitalmarkttransaktionen sorgen und so Investitionen für Kapitalgeber im europäischen Kapitalmarkt deutlich attraktiver machen.

Die legislativen Ansätze sollten konkret und strikt auf die Optimierung der Rahmenbedingungen für den europäischen Kapitalmarkt konzentriert werden. Nicht verfolgt werden sollte demgegenüber die in den Diskussionen über den künftigen Rechtsrahmen für die Kapitalmarktunion immer wieder angeregte umfassende Harmonisierung des Insolvenzrechts. Ein solcher breit angelegter Ansatz ist zu dem verfolgten Zweck gar nicht erforderlich. Überdies könnten wichtige und in der Praxis bewährte Regelungen aufs Spiel gesetzt werden.

## **II. Verbriefungstransaktionen**

### **1. Ausgangssituation**

Verbriefungen sind bereits über das europäische Verbriefungsrahmenwerk<sup>6</sup> weitgehend reguliert. Dennoch berühren Verbriefungstransaktionen in besonderem Maße eine Vielzahl überwiegend mitgliedstaatlich geregelter Rechtsgebiete (insbesondere Steuerrecht, Wertpapierrecht, allgemeines Zivil-/Vertragsrecht, Kreditsicherungsrecht, Insolvenzrecht, Gesellschaftsrecht, Datenschutzrecht). Zudem verfügen mehrere EU-Mitgliedstaaten (u.a. FRA/ITA/LUX) über eigene spezielle Verbriefungsgesetze, die auch zivil-/insolvenzrechtliche Aspekte von Verbriefungstransaktionen regeln.

Harmonisierungsmaßnahmen sollten so kalibriert werden, dass nationale Ausgestaltungen weiterhin möglich sind. Denn die Etablierung von Standards für eng begrenzte Aspekte dürften eine Einpassung in die Rechtssysteme der Mitgliedstaaten erleichtern und zugleich für eine hinreichend spürbare Verbesserung der Rahmenbedingungen in der EU sorgen. Dieser auf den ersten Blick widersprüchliche Ansatz trägt der unterschiedlichen Verwobenheit von EU- und nationalem Recht in den Mitgliedstaaten Rechnung.

Bei Verbriefungsstrukturen die auf einer tatsächlichen (echten) Übertragung von Verbriefungsforderungen aufbauen (nicht-synthetische Verbriefungen/True Sale) resultieren die

---

<sup>6</sup> Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012.

Risiken aus den Unterschieden zwischen den zivil- und insolvenzrechtlichen Regimen der Mitgliedstaaten. Problematisch sind vor allem

- die rechtliche Angreifbarkeit der Forderungsübertragungen in der Kette vom originären Forderungsinhaber (Originator) innerhalb der Transaktionsstruktur an die Verbriefungs-Zweckgesellschaft(en) sowie
- die Angreifbarkeit des Bestands, der Übertragung und der etwaigen Verwertung von Sicherheiten.

Weniger kritisch sind hingegen die wertpapier-, zivil- und insolvenzrechtlichen Rahmenbedingungen für die eigentliche Verbriefung (Emission/Platzierung).

## 2. Ansatzpunkte für die Gesetzgebung

Daraus ergeben sich folgende, für Vereinheitlichungsmaßnahmen besonders geeignete Ansatzpunkte:

### a) Gesellschaftsrecht

- Rahmenbedingungen für die Verbriefungszweckgesellschaften (SPV): Prüfung der Schaffung eines eigenständigen gesellschaftsrechtlichen Regimes für eine „Europäische Verbriefungs-SPV“ in Orientierung an der europäischen SE<sup>7</sup> und unter Berücksichtigung bereits in einigen Mitgliedstaaten entwickelten Lösungsansätzen<sup>8</sup>.

### b) Zivilrecht und internationales Privatrecht/IPR:

- Drittwirkung von Forderungsübertragungen und anwendbares Recht: Verabschiedung der EU-Verordnung über das für die Drittwirkung von Forderungsübertragungen anzuwendende Recht<sup>9</sup> (= Rechtssicherheit über das für Ansprüche Dritter im Hinblick auf Forderungsübertragungen anwendbare Recht).
- Zivilrechtliche Wirksamkeit des Erwerbs bestehender und künftiger Verbriefungsforderungen: Prüfung der Etablierung eines Standards für die zivilrechtlichen Wirkungen der Forderungsübertragung für Verbriefungszwecke (= Rechtsicherheit hinsichtlich der Wirksamkeit von Übertragungen; zu Bezügen zum Insolvenzrecht siehe nachstehend).

### c) Kreditsicherungs- und Insolvenzrecht

- Insolvenzfestigkeit (qualifizierter) Forderungsübertragungen: Prüfung der Etablierung von Standards für die insolvenzrechtliche Anerkennung der Wirksamkeit (qualifizierter) Forderungsübertragungen bzw. der Nichtanwendbarkeit entgegenstehender insolvenzrechtlicher Bestimmungen (analog/angelehnt an die Finanzsicherheiten-RL).
- Parallel: Entsprechende Sicherstellung der Insolvenzfestigkeit der Sicherheitenübertragung (ggf. in Kombination mit der Einrichtung eines EU-Verbriefungsregisters).
- Insolvenzfestigkeit der Sicherheiten-Treuhand: Prüfung der Entwicklung eines Standards für die insolvenzrechtliche Anerkennung qualifizierter Sicherheiten-Treuhandmodelle.

<sup>7</sup> Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE).

<sup>8</sup> Etwa hinsichtlich der Möglichkeit der Bildung von Sondervermögen („Compartments“).

<sup>9</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über das auf die Drittwirkung von Forderungsübertragungen anzuwendende Recht, COM (2018) 96 final.

## III. Marktinfrastrukturen/Finanzsicherheiten/Netting

### 1. Ausgangssituation

Zentrale Risikominderungs- und -steuerungsinstrumente bei Kapitalmarkttransaktionen sind

- die Abwicklung über Marktinfrastrukturen (Zahlungs- und Wertpapier-Settlement sowie für das Clearing bei Wertpapieren, Wertpapierfinanzierungsgeschäften und Derivaten),
- die Verwendung von Finanzsicherheiten und
- der Einsatz der vertraglichen Risikominderungstechnik des Nettings (häufig aber nicht zwingend kombiniert).

Die Finanzsicherheiten-Richtlinie von 2002 (FCD) und die Finalitäts-Richtlinie (SFD) von 1998 sorgen hier in der EU für einen relativ hohen Harmonisierungsgrad, in dem sie einheitliche Standards für den insolvenzrechtlichen Schutz

- von Finanzsicherheiten-Vereinbarungen sowie Nettingvereinbarungen in Verbindung mit Finanzsicherheiten-Vereinbarungen (FCD) und
- für Aufträge, Buchungen und Verrechnungen in „Systemen“ im Sinne der SFD festlegen.

Die FCD und die SFD sind seit inzwischen mehr seit 20 Jahren unverzichtbare Bausteine der europäischen Finanzmarkt-Architektur. Beide Instrumente bedürfen aber angesichts der erheblichen Fortentwicklung der Finanzmärkte einer gezielten Modernisierung unter Beibehaltung ihrer Kernbestandteile und unter Verzicht auf opt-outs.<sup>10</sup>

### 2. Ansatzpunkte

#### a) SFD

Prüfung der Erweiterung und Modernisierung des sachlichen und persönlichen Anwendungsbereichs sowie der Reichweite des gewährten Schutzes:

- „System“-Begriff - Art. 1 (c) / Art. 2 (a): Überprüfung/Sicherstellung der Erfassung aller relevanten Infrastrukturen, einschließlich Drittstaaten-Infrastrukturen.
- „Teilnehmer“-Begriff bzw. „indirekter Teilnehmer“-Begriff - Art. 1 (b)/Art. 2 (f) und (g): Überprüfung/Erweiterung.
- Ergänzend oder im Zusammenhang mit Erweiterung des Teilnehmer-Begriffs zur Schließung bestehender Schutzlücken/Unsicherheiten: Erstreckung der Schutzwirkungen der SFD auf die Leistungskette des Systems über die direkten Teilnehmer (Clearingmitglieder) hin zu den angeschlossenen indirekten Teilnehmern (ggf. sogar über vorgeschaltete indirekte Teilnehmer) zumindest beim Clearing (hier im Hinblick auf die Anforderungen aus Art. 39 und 48 EMIR an die Segregierung von Kundenpositionen und deren Schutz bei Ausfall des zwischengeschalteten Clearingmitglieds (derzeit in Deutschland begrenzt durch Art. 102b § 1 EGIInsO adressiert)). Eine solche Festigung/Sicherstellung des Schutzes würde auch das EU-Clearing stärken.
- „Institut“-Begriff (Art. 2 (b)): Überprüfung/Erweiterung (unter Orientierung/Angleichung an erweiterten Anwendungsbereich der FCD).

<sup>10</sup> Eine Modernisierung der FCD und SFD würde auch einen spürbaren Beitrag zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für das Clearing in der EU leisten und damit die Zeile der EMIR 3.0 unterstützen.

- „Wertpapier“ Begriff - Art. 2 (h) und Begriff der „dinglichen Sicherheit“ - Art. 2 (h): Überprüfung/Modernisierung zur Sicherstellung der Erfassung aller relevanten Instrumente unter Berücksichtigung der technologischen Entwicklungen und Marktpraktiken (wiederum unter Orientierung/Angleichung an erweiterten Anwendungsbereich der FCD).

## b) FCD

- Persönlicher Anwendungsbereich - Art. 1 (2): Erweiterung/Sicherstellung der Erfassung aller relevanten professionellen/regulierten Finanzmarktteilnehmer einschließlich Drittstaaten-Gegenparteien sowie Drittstaaten-Infrastrukturen und Abschaffung der opt-outs.
- Sachlicher Anwendungsbereich - Art. 1 (4): Erweiterung der erfassten Sicherheiten (aktuell: Barsicherheiten, Finanzinstrumente oder Kreditforderungen) auf weitere Finanzmarkt-relevanten Instrumente, Vermögenswerte und Forderungsarten (u. a. Rohwaren, mit EU-Emissionsrechten vergleichbare Drittstaaten-Emissionsrechte, Forderungen aus Garantien und Nettingvereinbarungen).
- Schutz vertraglicher Nettingvereinbarungen - Art. 7 / Art. 2 (1) (n):
  - Entkopplung des Schutzes von Nettingvereinbarungen von dem Erfordernis einer Verknüpfung mit einer Finanzsicherheiten-Vereinbarung (eigenständiger Schutz von Nettingvereinbarungen im Hinblick auf die praktische Bedeutung als Risikominderungstechnik auch unabhängig von Finanzsicherheiten-Vereinbarung, etwa bei Geschäften mit/zwischen Nichtfinanzunternehmen).
  - Aktualisierung/Präzisierung des Schutzes vertraglicher Nettingvereinbarungen (Sicherstellung der eindeutigen Erfassung der marktüblichen vertraglichen Nettingbestimmungen bzw. Nettingbestimmungen in Regelwerken von Finanzmarktinfrastrukturen und auch im Hinblick auf die ergänzende Nennung der in der Praxis nicht relevanten gesetzlichen Nettingbestimmungen in Art. 2 (1) (n)).
- Erfordernis der Besitz/Kontrollverschaffung - Art. 2(2)): Modernisierung/Klarstellung.
- Verständnis des Begriffs „im Effekten giro übertragbare Wertpapiere“ / “book entry securities collateral“- Art. 2 (1) (g): Modernisierung/Erweiterung.
- Unberührt bleiben von Anfechtungsrechten/Nichtigkeitsregelungen - Art. 8(4): Klarstellung der Reichweite der Ausnahme und Definition der ausgenommenen Anfechtungsregelungen.
- Anwendbares Recht - Art. 9(1): Überprüfung im Hinblick auf die häufig vorkommende Einschaltung von/Kontenführung durch Niederlassungen und Intermediäre.<sup>11</sup>

## IV. Bewährte Regelungen des Insolvenzrechts

Kapitalmarktrecht und Insolvenzrecht stehen in einer engen Beziehung. Für den Kapitalmarkt zentral sind hier z. B. die Wirksamkeit von Sicherheitenvereinbarungen bzw. -übertragungen und anderer Risikominderungstechniken (wie etwa vertragliches Close-out Netting), die Wirksamkeit von Forderungsabtretungen sowie die Reichweite der Wirkung von Moratorien<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Siehe Fn 11.

<sup>12</sup> Für einen funktionierenden Kapitalmarkt besonders kritisch und ggf. schädlich sind Moratorien, da diese zentrale Risikominderungstechniken (z.B. Sicherheitenstellung und Close-out Netting) aushebeln können.

Im geltenden Recht sind die allgemeinen nicht kapitalmarktspezifischen Aspekte des materiellen Insolvenzrechts sachgerecht geregelt. In diesem Sinne hervorzuheben sind insbesondere:

- Sachgerecht formulierte Insolvenzgründe.
- Pflicht des Unternehmers zur Insolvenzantragstellung.
- Adäquate Begleitung eines Insolvenzverfahrens durch Gerichte und Insolvenzverwalter.
- Vermeidung von Massearmut, insbesondere durch Verzicht auf eine generelle Privilegierung bestimmter Gläubigergruppen, allerdings unter Anerkennung.
- Privilegierung gesicherter Gläubiger zur Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Kreditvergabe
- Mitbestimmung der Gläubiger, etwa bei der Auswahl des Insolvenzverwalters
- Möglichkeit der Fortführung des Unternehmens durch den Insolvenzverwalter.

Im Übrigen ist die enge Verwobenheit des Insolvenzrechts mit anderen Rechtsgebieten wie dem Gesellschaftsrecht, dem Arbeitsrecht, dem Kreditsicherungsrecht und dem Steuerrecht zu berücksichtigen. Auch vor diesem Hintergrund ist der Gedanke einer umfassenden (über gezielte kapitalmarktspezifische Regelungsbereiche hinausgehenden) Harmonisierung des Insolvenzrechts nicht für eine effektive Vertiefung der Kapitalmärkte oder zur Steigerung ihrer Wettbewerbsfähigkeit geeignet.