



Stellungnahme Taskforce Verbriefungen - Arbeitsgruppe Rechtlich/National

Deutsches Verbriefungsrahmenwerk

*Lobbyregister-Nr. R001458
EU-Transparenzregister-Nr.
0764199368-97*

*Lobbyregister Nr. R001019
EU-Transparenzregister Nr.
168406021073-77*

Kontakt:

Bundesverband deutscher Banken e.V.

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

True Sale International GmbH

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

Berlin, 26. Juni 2024

1. Einführung und Zielsetzung

Die seit 1. Januar 2019 anwendbare europäische Verbriefungsverordnung (Verordnung (EU) 2017/2402) regelt umfassend und europaweit einheitlich, wie Verbriefungen zu gestalten sind, um einen Mindestsicherheitsstandard einzuhalten und eine effektive behördliche Aufsicht zu gewährleisten. Die Verbriefungsverordnung selbst, die zugehörigen technischen Regulierungs- und Implementierungsstandards (RTS/ITS), die relevanten Leitlinien der EBA und die darauf referenzierenden sonstigen Regulierungen (insbesondere CRR und SolvV) stellen als Antwort des europäischen Gesetzgebers auf die Sub-Prime Krise von 2008 ein umfassendes Regelwerk für einen sicheren und nachhaltigen Verbriefungsmarkt als ein Kernelement der Kapitalmarktunion in Europa dar.

Allerdings ist in der Verbriefungsverordnung nicht geregelt, nach welchen Rechtsvorschriften Verbriefungstransaktionen in den Mitgliedsstaaten durchgeführt werden, also wie beispielsweise der Forderungsverkauf rechtlich bewirkt wird und welche steuerlichen oder insolvenzrechtlichen Vorschriften angewendet werden. Für diese Fragen gilt weiterhin nationales Recht. In vielen europäischen Ländern gibt es (nicht erst seit Einführung der Verbriefungsverordnung) dedizierte Verbriefungsgesetze, um bei Verbriefungen auftretende Probleme zu adressieren, zum Beispiel in Luxemburg, Italien, Spanien und Frankreich. In anderen Ländern bleibt es bei der Anwendung der bestehenden allgemeinen unterschiedlichsten Rechtsvorschriften. Insbesondere in Deutschland gibt es kein spezifisches Verbriefungsgesetz, obgleich es beispielsweise für Pfandbriefe das Pfandbriefgesetz gibt. Daher gelten für steuerliche und rechtliche Fragen bei Verbriefungen in Deutschland die allgemeinen Gesetze, also das BGB, die InsO, die AO, das UStG etc.

Die allgemeinen Gesetze decken mangels spezifischer Regelungen nicht alle Verbriefungsthemen ab; es bestehen hinsichtlich verschiedener (teils ganz zentraler Fragen wie zum Beispiel des *'true sale'*) Unsicherheiten. Neben der Beseitigung von Unsicherheiten und Regelungslücken haben einige europäische Nachbarn durch ihre Verbriefungsgesetze kreative Lösungen gefunden, die es attraktiv machen, Verbriefungen in beispielsweise Luxemburg oder Irland statt in Deutschland aufzusetzen.

Aus diesem Grund ist es zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für eine Kapitalmarktrefinanzierung deutscher Unternehmen (insbesondere KMU) notwendig, ein deutsches Verbriefungsgesetz zu verabschieden, um die steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen zu erleichtern. Dies dient dazu, in den zentralen Bereichen mit den anderen europäischen Mitgliedsstaaten mindestens gleichzuziehen und Verbriefungen in Deutschland günstiger, ohne rechtliche Unsicherheiten und im Zuständigkeitsbereich der deutschen Aufsichtsbehörden aufsetzen zu können. Das Ziel ist, dass Verbriefungszweckgesellschaften in Deutschland gegründet, grenzüberschreitende Rechts- und Steuerprobleme eliminiert und Verbriefungen für mittelständische

Unternehmen, Start-Ups und Leasinggesellschaften erleichtert und attraktiv gemacht werden. Dadurch wird Beschäftigung gesichert, der Finanzstandort Deutschland gestärkt und ein Beitrag zur Finanzierung der digitalen und ökologischen Transformation geleistet.

Die hier gemachten Vorschläge leisten einen Beitrag zur Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte im Rahmen der Europäischen Kapitalmarktunion und der Stärkung des Finanzstandorts Deutschlands. Insbesondere erfordern sie keine Subventionen und sind neutral für das Steueraufkommen.

Die hier gemachten Vorschläge sollten zudem durch Vereinheitlichungsbemühungen auf europäischer Ebene flankiert und ggf. auch vertieft werden. Das deutsche Verbriefungsgesetz kann insoweit auch als Vorbild oder Anstoß für die Entwicklung eines weiter vereinheitlichten europäischen Rechtsrahmens für Verbriefungen in der Kapitalmarktunion dienen.

2. Executive Summary

Die vier zentralen Punkte, die durch ein deutsches Verbriefungsgesetz geregelt werden müssen, um die oben genannten Ziele zu erreichen, sind:

2.1 Deutsche Verbriefungszweckgesellschaft

Schaffen einer Sonderform der GmbH als Verbriefungs-GmbH. Die Verbriefungs-GmbH ist unverändert den allgemeinen Regeln des GmbHG, InsO etc. unterworfen, kann aber in der Satzung bestimmen, eine "Verbriefungsgesellschaft" gemäß Verbriefungsverordnung zu sein. Diese Verbriefungs-GmbH wird damit einem speziellen Regime unterstellt, das zu individuellen Rechtsfragen Sonderregelungen trifft. Dazu gehört insbesondere, dass die Vermögensgegenstände einer solchen Verbriefungs-GmbH in "Compartments" gehalten werden, die voneinander rechtlich und insolvenzrechtlich getrennt sind. Dies folgt dem Modell, das Luxemburg seit 2004 mit überwältigendem Erfolg bereithält und ähnelt dem Sondervermögen, das wir in Deutschland bei Kapitalanlagegesellschaften schon kennen.

2.2 Gewerbesteuer

Ausweitung der Befreiung von gewerbesteuerlicher Doppelbelastung in § 19 Abs. 3 GewStDVO auf alle Verbriefungen. Bisher sind durch § 19 Abs. 3 GewStDVO nur Bankdarlehensverbriefungen befreit. Die Befreiung sollte auf alle Verbriefungen, insbesondere von Leasingforderungen und Forderungen aus Lieferung und Leistung, ausgedehnt werden. Gegenwärtig käme es bei Verbriefungen solcher Forderungen zu einer ungerechtfertigten Verdoppelung der Steuerbelastung. Dieser Punkt dient der Klarstellung der Steuerneutralität von Verbriefungen und führt nicht zu Steuermindereinnahmen in Deutschland.

2.3 True Sale

Regelung, dass ein Forderungsverkauf an eine Verbriefungszweckgesellschaft nach Maßgabe der Verbriefungsverordnung immer (i) sowohl zivilrechtlich (§§ 433, 398 BGB) als auch (ii) insolvenzrechtlich ein 'true sale' ist (d.h. dass die Verbriefungszweckgesellschaft in der Insolvenz des Originators unabhängig von der Art der verbrieften Forderungen stets Aussonderung nach § 47 InsO bzw. Ersatzaussonderung nach § 48 InsO verlangen kann). Gegenwärtig gibt es hierzu keine spezifische gesetzliche Regelung und keine eindeutige Rechtsprechung. Die gesetzliche Präzisierung des 'true sale' folgt dem Beispiel vergleichbarer Regelungen in Spanien und Frankreich.

2.4 Start-up Finanzierung/Lizenzverträge

Festlegen, dass Dauerschuldverhältnisse bei Insolvenz des Originators nicht beendet werden können und §§ 91, 103 InsO keine Anwendung findet, wenn die Forderungen im Rahmen einer Verbriefung als 'true sale' an eine Verbriefungszweckgesellschaft verkauft und abgetreten sind. Hierdurch wird das Potential für Verbriefungen in Deutschland vergrößert und für Branchen ermöglicht, in denen Verbriefungen gegenwärtig nicht möglich sind und in denen sie schmerzlich vermisst werden. Dies nützt insbesondere bei Lizenzverträgen, um bestehende Wettbewerbsnachteile für deutsche Tech Start-Ups zu beseitigen (Stichwort: *Software as a Service, SaaS*) und bei Mietverträgen für Abo-Modelle beispielsweise bei Elektromobilität oder IT-Hardwarenutzung (Stichwort: *Shared Economy*). Eine vergleichbare Regelung gibt es mit § 108 Absatz 1 Satz 2 InsO bereits für Leasingverträge, die sich bewährt hat, deren Anwendungsbereich aber zu eng und deren Voraussetzungen zu kompliziert sind.

3. Enger Anwendungsbereich auf regulierte Verbriefungen

Alle Vorschläge, die gemacht werden, beziehen sich ausschließlich auf Verbriefungen, die der Verbriefungsverordnung unterliegen. Die 'Privilegierung' dieser Verbriefungen ist gerechtfertigt, weil wegen der sehr engmaschigen Regelung der Verbriefungsverordnung bei diesen Verbriefungen ein striktes Regime vorliegt, bei dem (i) Vertragsinhalte, (ii) ausgewogene Verteilung von Informationen und (iii) Gläubigerschutz gesetzlich vorgegeben sind, und zwar zwingend, detailliert und sanktionsbewehrt. Fragen des Verbraucherschutzes werden nicht berührt, denn die beteiligten Parteien bei einer Verbriefung sind Unternehmen, Banken und professionelle Investoren. Retailverbriefungen sind extrem limitiert und streng reguliert (vgl. Artikel 3 Verbriefungsverordnung).

4. Europäische Dimension

Die nachstehend näher beschriebenen Vorschläge können durch Vereinheitlichungsinitiativen auf EU-Ebene in Form der Setzung von Mindeststandards und/oder eines optionalen Rahmenwerks flankiert oder auch vertieft werden. Diese

würden sich an dem deutschen Verbriefungsgesetz und den bereits bestehenden entsprechenden mitgliedstaatlichen Verbriefungsregimen orientieren.

5. Regelungsvorschläge im Einzelnen

5.1 Deutsche Verbriefungszweckgesellschaft

Verbriefungszweckgesellschaften im Sinne des Artikels 2 Absatz 2 der Verbriefungsverordnung müssen leicht und mit geringen Kosten zu gründen sein und bestimmten Transaktionsvoraussetzungen genügen. Gegenwärtig erfolgt in Deutschland in hohem Maße ein Ausweichen auf Verbriefungszweckgesellschaften im Ausland. Ganz weit vorne liegt dabei Luxemburg, weil das Luxemburger Verbriefungsgesetz seit 2004 ideale Bedingungen für die Umsetzung von Verbriefungen geschaffen hat. Es muss deutschen Marktteilnehmern möglich sein, deutsche Verbriefungszweckgesellschaften ohne finanzielle, rechtliche oder strukturelle Nachteile im Vergleich zu anderen europäischen Ländern nutzen. Daher schlagen wir vor, eine GmbH als Verbriefungs-GmbH ("**V-GmbH**") zu schaffen. Dabei handelt es sich um eine 'normale' GmbH, die den allgemeinen Regeln des GmbHG, InsO etc. unterworfen ist, aber in der Satzung bestimmen kann, eine "Verbriefungsgesellschaft" gemäß Verbriefungsverordnung zu sein. Durch diese Bestimmung wird die V-GmbH einem speziellen Regime unterstellt, das in einzelnen Bereichen Sonderregelungen trifft. Dieser Vorschlag ist eine Kombination des Luxemburger Modells und des Konzepts des 'Sondervermögens' im deutschen Kapitalanlagegesetz (KAGB, siehe dort § 92).

Diese Sonderregelungen für die V-GmbH sind:

(a) Gründung

Eine V-GmbH kann mit 1 Euro Stammkapital gegründet werden. Der Gründungsprozess wie bei der Unternehmergesellschaft gemäß § 5a GmbHG.

(b) Compartments

Die Vermögensgegenstände einer V-GmbH können in sog. 'Compartments' gehalten werden, die voneinander rechtlich und insolvenzrechtlich getrennt sind, ähnlich der Sondervermögen bei Kapitalverwaltungsgesellschaften gemäß § 92 KAGB. Die Bezeichnung "Compartment" ist nicht zwingend, sondern wird hier verwendet, weil sich dieser Begriff im Verbriefungsmarkt allgemein etabliert hat.

In Luxemburg kann eine Verbriefungsgesellschaft einzelne Compartments gründen, die gegeneinander und gegen die Verbriefungsgesellschaft selbst abgegrenzt sind (sog. '*ringfencing*'). Compartments sind eigene Vermögensmassen, die Verträge abschließen und Assets erwerben und halten können. Zwar haben sie formell keine eigene Rechtsfähigkeit (sie sind keine juristischen Personen), in der

Rechtsanwendung kommen sie einer Rechtsfähigkeit aber nahe. Ein Vertrag, den ein Compartment abschließt, verpflichtet kein anderes Compartment oder die Verbriefungsgesellschaft an sich. Die Insolvenz eines Compartments lässt andere Compartments und die Verbriefungsgesellschaft selbst unberührt. Compartments werden durch Beschluss der Geschäftsführung gegründet und ins Handelsregister eingetragen. Der Aufwand ist minimal. Compartments selbst haben kein Stammkapital.

Das Gründen eines Compartments für eine neue Verbriefung spart im Vergleich zur Gründung einer kompletten Verbriefungszweckgesellschaft pro Verbriefung Zeit, Aufwand, Dokumentation und Geld (sowohl einmalig als auch fortlaufend). So muss zum Beispiel die Geschäftsführung nur einmal für die Gesellschaft an sich bestellt (und bezahlt) werden, nicht für jedes Compartment. Die Jahresabschlussprüfung erfolgt einmalig für die gesamte Gesellschaft und es gibt in diesem Rahmen Synergieeffekte für die Prüfung der Compartments.

Weiterhin führen Compartments zu planbaren Fristen und Erhöhung der Transaktionssicherheit: In Luxemburg kann jedes neue Compartment zuverlässig innerhalb von zehn Tagen gegründet werden. In Deutschland besteht hohe planerische Unsicherheit, die in Kapitalmarkttransaktionen schädlich ist, weil die Prüfungsfristen der Registergerichte und ggf. der BaFin nicht zuverlässig abgeschätzt werden können. Nach Erfahrungen aus den letzten fünf Jahre kann die Prüfungsdauer in Deutschland zwischen sechs Wochen und sechs Monaten betragen.

Alle relevanten deutschen Verbriefungsstrukturen werden wegen dieser Zweckmäßigkeit gegenwärtig in Luxemburg durchgeführt und verwenden Compartments (zum Beispiel BMW/Bavarian Sky; VW/VCL und Driver Master; LeasePlan/Bumper; Deutsche Leasing/Limes; BayernLB/ Corelux; Commerzbank/Silver Tower). Dazu gehören zu einem relevanten Teil auch Verbriefungen von Bankdarlehen, die eigentlich wegen des für sie geltenden Steuerprivilegs nach § 19 Abs. 3 GewStDVO in Deutschland hätten aufgesetzt werden können (siehe Ziffer 2.2 und Ziffer 5.2).

Die Compartment-Struktur wurde in Frankreich für die FCTs (*fonds communs de titrisation*) nachgebildet. Gleiches gilt für Spanien für den *fondo de titulización de activos*, FTA und in Italien für Verbriefungsgesellschaften nach dortigem Verbriefungsgesetz (Gesetz 130/1999).

Vor diesem Hintergrund empfehlen wir, das Compartment-Modell auch in Deutschland nachzubilden und bei der Regelung desselben Anleihen bei Sondervermögen des KAGB zu nehmen.

(c) Non Petition; Limited Recourse

Es wird gesetzlich ausdrücklich geregelt, dass alle Verpflichtungen und Verbindlichkeiten der V-GmbH gegenüber Transaktionsbeteiligten "*non petition*" und "*limited recourse*" sind. Darunter ist zu verstehen, dass den Gläubigern der V-GmbH nur die Vermögenswerte des konkreten Compartments zur Verfügung stehen und Verbindlichkeiten, die mit diesem Vermögen nicht gedeckt werden können, erlöschen. Die Insolvenz des Compartments bzw. der Verbriefungsgesellschaft ist auf diese Weise praktisch nicht möglich, sodass die Abwicklung und Verteilung der Gelder unter allen Bedingungen geordnet nach Massgabe der Transaktionsdokumentation erfolgt.

Das Konzept von "*non petition*" und "*limited recourse*" ist die Grundvoraussetzung in der Dokumentation einer jeden Verbriefung. Sie macht das Wesen einer Verbriefungszweckgesellschaft aus: Bei einer Verbriefung investieren die Investoren in das Risiko des verbrieften Asset-Portfolios und nicht in das Kreditrisiko der Verbriefungszweckgesellschaft. Daher muss die Trennung der verschiedenen Assets für verschiedene Verbriefungen rechtssicher ausgestaltet sein und der Zugriff der Gläubiger einer Verbriefung sich auf die Assets aus der konkreten eigenen Transaktion beschränken. Dabei werden die Gelder nur und jederzeit in der Rangfolge an die Gläubiger verteilt, wie es zwischen den Parteien in der Transaktionsdokumentation vereinbart ist. Gegenwärtig wird dies in Deutschland durch vertragliche Abreden erzielt. Da es keine gesetzliche Regelung oder eindeutige höchstrichterliche Rechtsprechung zur Frage gibt, in welcher Form und bis zu welchem Grad Rangfolgeabreden und Haftungsbeschränkungen wirksam sind, ist nicht sicher, dass diese vertraglichen Abreden unter allen Bedingungen wirksam sind. Dies wird besonders problematisch, wenn vertragliche Abreden der Parteien in den Bereich der AGB-Kontrolle fallen können. In anderen Ländern, neben dem vielzitierten Luxemburg beispielsweise Spanien, Italien und Frankreich, gibt es spezifische Regelungen zu "*non petition*" und "*limited recourse*".

(d) Liquidation

Die V-GmbH profitiert von vereinfachten Regeln zu ihrer Liquidation vor; insbesondere ist ein Sperrjahr gemäß § 73 GmbHG bei Verbriefungen nicht erforderlich, weil eine Verbriefungszweckgesellschaft immer erst nach Abschluss der Verbriefung liquidiert wird, die Gläubiger abschließend bekannt sind und wegen der bei Verbriefungen zwingenden "*non petition*" und "*limited recourse*"-Behandlung nach Abschluss der Transaktion keine offenen Verbindlichkeiten verbleiben. Diese Thematik ist weniger relevant, wenn der Vorschlag zur Bildung von Compartments (siehe Ziffer (b) 5.1) umgesetzt wird wie beispielsweise in Luxemburg, wo Compartments vereinfacht aufgelöst werden können und keine Gesellschaft liquidiert werden muss.

(e) Keine Genehmigungspflicht

Die V-GmbH unterliegt weiterhin, wie auch bisher verwendete Verbriefungszweckgesellschaften, nicht der Genehmigungspflicht durch die BaFin. Eine Beaufsichtigung auf europäischer und nationaler Ebene erfolgt (sowieso) nach den allgemeinen Regeln der Verbriefungsverordnung.

Eine Genehmigungspflicht existiert in anderen Ländern. Nach spanischem Verbriefungsgesetz beispielsweise bedarf die Gründung einer dortigen Verbriefungszweckgesellschaft (*fondo de titulización de activos*, FTA) der Genehmigung der Aufsicht (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*, CNMV). Dies ist aufwendig und zeitraubend und führt dazu, dass kleinvolumige Transaktionen für KMU unattraktiv sind.

5.2 Gewerbesteuer

Mit Ausnahme der Verbriefung von Bankdarlehen sind bisher bei Verbriefungszweckgesellschaften mit Sitz in Deutschland keine Verbriefungen ohne gewerbesteuerliche Doppelbelastung möglich.

Bei Berechnung der Bemessungsgrundlage der Gewerbesteuer sind 25 % der Entgelte für Schulden dem Gewerbeertrag zuzurechnen. § 19 Absatz 1 GewStDV befreit Banken von dieser Regel. Seit 2003 erweitert § 19 Absatz 3 GewStDV diese Freistellung auf Verbriefungen von Bankdarlehen, nicht aber auf Verbriefungen von Leasingforderungen und Forderungen aus Lieferung und Leistung. Bei Verbriefungen von Leasingforderungen und Forderungen aus Lieferung und Leistung mittels Verbriefungszweckgesellschaften mit Sitz in Deutschland kommt es daher zu einer Doppelbesteuerung, da die Gewerbesteuer sowohl (weiterhin) beim Originator anfällt als auch (ein zweites Mal) bei der Verbriefungszweckgesellschaft. Dies ist neben den Möglichkeiten des Luxemburger Rechts, Compartments zu nutzen, der entscheidende Grund, weswegen Verbriefungen von Leasingforderungen und Forderungen aus Lieferung und Leistung nicht in Deutschland aufgesetzt werden. Die Ausweitung des § 19 Absatz 3 GewStDVO auf alle Verbriefungen, insbesondere Leasingforderungen und Forderungen aus Lieferung und Leistung führt aus diesem Grund nicht dazu, dass nach Umsetzung dieser Vorschläge Steuererträge in Deutschland reduziert werden.

Gelänge es, ein Umfeld zu schaffen, in dem deutsche und ggf. auch Originatoren aus anderen Mitgliedsstaaten ihre Verbriefungszweckgesellschaften in Deutschland gründen statt in Luxemburg oder Irland, würde die Wertschöpfung nebst Arbeitsplätzen (insbesondere bei Corporate Service Providern und um diese herum gelagerte Dienstleistungen) nach Deutschland zurückgeholt werden können. Sämtliche Tätigkeiten auf Seiten der Rechts- und Steuerberater etc. würden in Deutschland erfolgen und besteuert. Übersetzungen können entfallen. Eine Missbrauchsgefahr existiert wegen der

hohen Anforderungen und deren enger Beaufsichtigung unter der Verbriefungsverordnung nicht.

5.3 True Sale

Bei den Verbriefungen, die im Zentrum unserer Vorschläge stehen (sog. *'true sale'* Transaktionen im Unterschied zu sog. synthetischen Transaktionen), muss die Verbriefungszweckgesellschaft die Forderungen vom Originator im Sinne eines *'true sale'* vollumfänglich erwerben. Damit ist gemeint, dass sich die Übertragung der Forderungen vom Originator an die Verbriefungszweckgesellschaft als Forderungskauf qualifiziert und nicht als bloße Sicherungsabtretung. Die Kriterien, wann dies der Fall ist, sind trotz der ganz zentralen Bedeutung dieser Frage nicht eindeutig. Dass die Parteien den zugrundeliegenden Vertrag als Kaufvertrag bezeichnen, ist zum Beispiel kein hinreichendes Kriterium. Vielmehr würde ein Gericht den Gehalt des Vertrages prüfen und abschätzen, ob sich in der Gesamtabwägung das zugrundeliegende Geschäft als Kauf qualifiziert.

Für Verbriefungen gibt es keine festgelegten Abgrenzungskriterien, weder aus Gesetz noch aus der Rechtsprechung. Vielmehr behilft sich die Praxis damit, Analogien aus der Rechtsprechung des BGH zu Factoring zu ziehen. Grob vereinfacht zusammengefasst liegt danach ein *'true sale'* vor, wenn das Delkredererisiko vom Forderungsverkäufer auf den Forderungskäufer übergeht und der Forderungskäufer sich darauf verlassen kann, den erhaltenen Forderungskaufpreis behalten zu können, während der Forderungskäufer sich darauf verlassen kann, über die erworbene Forderung frei verfügen zu können, insbesondere nicht damit rechnen muss, die Forderungen wieder an den Forderungsverkäufer zurückabtreten zu müssen. Die Details sind hochumstritten, beispielsweise wann das Delkredererisiko übergeht und in welcher Höhe der Forderungskäufer einen Risikoabschlag auf den Kaufpreis einbehalten kann. Die Vorgabe des BGH beschränkt sich in der Regel auf die vage Aussage, dass ein "angemessener" Risikoabschlag den Übergang des Delkredererisikos nicht verhindert. Konkrete Vorgaben lassen sich hieraus für die Praxis nicht ableiten.

Dies führt zu zwei Nachteilen: Zum einen führt dies dazu, dass die Rechtsberater bei Verbriefungen oft komplexe Rechtsgutachten anfertigen müssen, um zu prüfen, ob ein *'true sale'* vorliegt. Eine solche sogenannte Legal Opinion wird von der Verbriefungsverordnung für STS-Transaktionen sogar zwingend verlangt. Diese Komplexität erhöht die Kosten der Verbriefung, ohne den Adressaten der Legal Opinion eine Aussage zu geben, die in fast allen Fällen nicht über eine Abwägung der Argumente, was für und was gegen den *'true sale'* spricht, hinausgeht. Zum anderen führt die Rechtsunsicherheit zu dem Effekt, dass die Kriterien, wann ein *'true sale'* vorliegt, in der Praxis übermäßig konservativ ausgelegt werden (müssen). Dies führt dazu, dass wünschenswerte Verbriefungen unterlassen werden, gerade in Bereichen wie zum

Beispiel Start-ups, bei denen mangels Kredithistorie zum Schutz der Investoren höhere Risikoabschläge geboten sind.

Unser Vorschlag ist daher, ausdrücklich gesetzlich zu regeln, dass ein Forderungsverkauf an eine Verbriefungszweckgesellschaft nach Verbriefungsregime immer (i) sowohl zivilrechtlich (§§ 433, 398 BGB) (ii) als auch insolvenzrechtlich ein *'true sale'* ist (d.h. dass eine V-GmbH in der Insolvenz des Originators unabhängig von der Assetklasse stets Aussonderung nach § 47 InsO und Ersatzaussonderung nach § 48 InsO verlangen kann; dies gilt auch im Hinblick auf § 21 Absatz 1 Nr. 5 InsO. Der *'true sale'* ist unabhängig davon, in welcher Höhe ein Risikoeinbehalt erfolgt und wie der Risikoeinbehalt gestaltet ist; es wäre also nicht mehr relevant, ob es einen Kaufpreisabschlag gibt (fix oder erfolgsabhängig), eine Barreserve, eine Garantiezusage, eine nachrangige Investorenposition oder Nachrangdarlehen durch den Originator etc.

Die vorgeschlagene Regelung führt weiterhin dazu, dass auch sonst kein Dritter auf die von der Verbriefungsgesellschaft erworbene Forderung zugreifen kann, z.B. durch Pfändung der Forderung. Die Regelung sollte darüber hinaus so formuliert werden, dass der nach der Regelung erreichte *'true sale'* automatisch auch immer den STS-Anforderungen der Artikel 20 (1) – (4) und Artikel 24 (1) – (4) der Verbriefungsverordnung genügt. Diese Besserstellung der Gläubiger in einer Verbriefung gegenüber Gläubigern im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ist gerechtfertigt, weil im Rahmen des *'true sale'* dem Originator direkt eine unmittelbare Gegenleistung in Gestalt des Forderungskaufpreises zufließt; im Fall der Insolvenz wird der Masse kein Wert entzogen. Hinzukommt, dass die Zahlungen und Geldflüsse bei einer Verbriefung akribisch dokumentiert sind.

Unser Vorschlag zum *'true sale'* entspricht den Gepflogenheiten in anderen Ländern, die Verbriefungsgesetze haben:

- (a) In Frankreich gelten für den Forderungsverkauf an einen FCT (*fonds communs de titrisation*) nach französischem Verbriefungsgesetz Erleichterungen bezüglich der Form und Wirkung (*inter partes* und gegenüber Dritten). Gleichzeitig werden alle Sicherheiten ohne weitere Formalitäten automatisch mit den Forderungen übertragen und die Abtretung kann in der Insolvenz des Forderungsverkäufers nicht angegriffen werden.
- (b) In Spanien profitieren die *fondos de titulización de activos*, FTAs, von eingeschränkter Insolvenzanfechtung. Anfechtung ist nur möglich, wenn der Insolvenzverwalter beweist, dass die angefochtene Handlung mit betrügerischer Absicht vorgenommen wurde.
- (c) In Italien wird die Übertragung der Assets im Staatsanzeiger veröffentlicht; damit sind alle Formalitäten erfüllt und auch Sicherheiten gehen automatisch mit über. Anfechtungsfristen sind auf die Hälfte reduziert.

5.4 Start-Up Finanzierung / Lizenzverträge und Miete

Ein verbreitetes Geschäftsmodell von Tech Start-Ups besteht in der Entwicklung von Softwareanwendungen, die an Kunden lizenziert werden. Es ist heute nicht mehr üblich, eine App zu kaufen. Vielmehr ist es ganz überwiegend so, dass Abonnements abgeschlossen werden. Tech Start-Ups stellen IT-Lösungen zur Verfügung und erhalten vom Kunden im Gegenzug periodische Zahlungen, meistens monatlich (Stichwort: *Software-as-a-Service*, SaaS). Betriebswirtschaftlich besteht die Herausforderung darin, dass die am Anfang entstehenden Entwicklungskosten für Software oder Anschaffungskosten für Hardware nicht sofort durch die Zahlungen des Kunden erlöst werden können, sondern erst ratenweise über einen mehr oder minder langen Zeitraum. Die Kosten müssen daher vom Tech Start-Up vorfinanziert werden, wobei Tech Start-Ups von den üblichen Banken zu den üblichen Konditionen nicht finanziert werden. Daher sind Tech Start-Ups daran interessiert, direkt nach Abschluss eines Lizenzvertrages die zukünftigen monatlichen Raten im Wege des *'true sale'* zu verkaufen und kurzfristig Liquidität in Höhe der gesamten Raten zu erzielen. Diese Situation ist sehr ähnlich der von Leasingunternehmen; diese müssen auch anfänglich die Anschaffung des Leasingobjekts finanzieren und erhalten den Erlös auch erst über die Laufzeit des Leasingvertrages.

Eine Finanzierung über Verbriefung ist für diese Unternehmen ideal, denn sie trennt das allgemeine (erhöhte) Kreditrisiko des Start-Ups vom Portfolio ab und die Investoren können sich durch angepasste Risikoabschläge zielgenau nach eigenem Risikoappetit engagieren. Das Problem ist aber, dass ein *'true sale'* von Lizenzforderungen gegenwärtig unter deutschem Recht nicht möglich ist. Gemäß § 103 InsO kann im Fall der Insolvenz des Lizenzgebers der Insolvenzverwalter frei wählen, ob er den Lizenzvertrag fortsetzt oder nicht. Lehnt er die Fortsetzung ab, wird der Lizenzvertrag beendet; die bis dahin nicht bezahlten Raten, die die Verbriefungszweckgesellschaft gekauft hat, gehen unter. Die Verbriefungszweckgesellschaft kann diese Lizenzraten nicht mehr vom Lizenznehmer einziehen. Zwar hätte die Verbriefungszweckgesellschaft einen Schadenersatzanspruch gegen die Insolvenzmasse, dieser ist aber unbesichert und wird nur nach Tabelle befriedigt. Auch wenn der Insolvenzverwalter die Fortsetzung des Lizenzvertrages wählt, geht die Verbriefungszweckgesellschaft leer aus, denn die zukünftigen Raten stehen dann der Insolvenzmasse zu. Selbst wenn in einer Verbriefung vertraglich vereinbart würde, dass diese zukünftigen Raten der Verbriefungszweckgesellschaft zustehen sollen, wäre diese Vereinbarung wegen § 91 InsO unwirksam.

Die oben bereits genannten Leasinggesellschaften können *'true sale'*-Verkäufe von Leasingforderungen relativ problemlos durchführen, weil die spezielle Regelung des § 108 Absatz 1 Satz 2 InsO zur Verfügung steht. § 108 Absatz 1 Satz 2 InsO ist aber eine enge Ausnahme und gilt nur für Leasing. Für Lizenzverträge gibt es keine solche Regelung.

Ähnlich ist die Problematik bei der Verbriefung von Mietverträgen. Weil der BGH geurteilt hat, dass Mietforderungen befristete Forderungen sind (im Unterschied zu Leasingforderungen, die sog. betagte Forderungen sind), können Mietforderungen nicht vorausabgetreten werden (§ 91 InsO). Dies wirkt sich negativ auf Unternehmen aus, die im Sinne der Shared Economy alternative Mobilitätslösungen anbieten. In diesem Sektor werden Lösungen angeboten, bei denen Kunden beispielsweise Elektroautos oder -fahrräder per App auf dem Smart-Phone für einen bestimmten Zeitraum mieten können. Der Anbieter übernimmt im Sinne von *'full service'* alle Dienste wie zum Beispiel Anmeldung, Inspektion, Reifenwechsel, Reparaturen etc. Da sich diese *'full service'*-Verträge juristisch als Miete qualifizieren, können sie nicht durch Verbriefung refinanziert werden, denn die Abtretung der zukünftigen Raten nach Insolvenz gilt aus Vorausabtretung nach § 91 InsO. Ähnliches gilt für das Geschäftsmodell, bei dem Hardware, Mobiltelefone, Tablets etc. gemietet werden. Ausweichtechniken (Auslagern des Geschäfts und der Mietgegenstände in eine neue Tochtergesellschaft, die als sog. *'ring-fenced AssetCo'* angelegt wird) sind aufwendig, teuer, steuerlich problematisch und lösen die Probleme nicht vollständig bzw. schaffen andere Probleme.

In anderen Ländern gibt es diese insolvenzrechtliche *'true sale'*-Problematik gar nicht oder nicht in dieser Schärfe, weswegen deutsche Start-Ups an dieser Stelle einen Wettbewerbsnachteil insbesondere im Vergleich zu englischen haben.

Unser Vorschlag ist daher, ausdrücklich gesetzlich zu regeln, dass (i) alle Raten aus Dauerschuldverhältnisse als betagte Forderungen behandelt und § 91 InsO ausgeschlossen wird und (ii) Dauerschuldverhältnisse jeder Art (d.h. Leasing, Lizenzen, Miete oder andere) nicht beendet werden können und § 103 InsO keine Anwendung findet, wenn die Forderungen im Wege der Verbriefung nach Maßgabe der Verbriefungsverordnung an eine Verbriefungszweckgesellschaft verkauft und abgetreten sind. Weitere Voraussetzungen werden nicht verlangt. Dies bedeutet insbesondere auch, dass nicht wie bei § 108 Abs. 1 Satz 2 InsO verlangt wird, dass Sicherungsübereignung des Gegenstands erfolgt, der drittfinanziert sein muss bei zeitlichem und sachlichem Zusammenhang zwischen Anschaffung und Fremdfinanzierung. Die praktischen Erfahrungen mit § 108 Absatz 1 Satz 2 InsO haben gezeigt, dass diese sehr detaillierten Vorgaben unverhältnismäßig kompliziert sind. § 108 Absatz 1 Satz 2 InsO bleibt dabei anwendbar auf die Fälle, bei denen es sich nicht um eine Verbriefung im Sinne der Verbriefungsverordnung handelt.

5.5 Flankierung durch EU-Vereinheitlichungsinitiativen auf dem Gebiet des Zivil- und Insolvenzrechts

Mit Blick auf das Ziel der Vollendung der Kapitalmarktunion sollte das deutsche Verbriefungsgesetz (wie die bereits in einigen Mitgliedstaaten bestehenden Verbriefungsregime) durch einen EU-Rahmen flankiert werden. Dieser könnte Mindeststandards setzen und/oder den Marktteilnehmern die Wahl eines europäischen

Rahmenwerks ermöglichen. Der Schwerpunkt sollte dabei auf folgenden Elementen liegen:

- Insolvenzzrechtliche Absicherung/Anerkennung der Wirksamkeit des '*true sale*' (Forderungsübergang sowie gestellte Sicherheiten).
- Für die Drittwirkung von Forderungsübertragungen geltendes Recht (Weiterverfolgung des Vorschlags für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über das auf die Drittwirkung von Forderungsübertragungen anzuwendende Recht, COM (2018) 96).
- Mindeststandards für Verbriefungsgesellschaften, insbesondere Möglichkeit der Bildung von Compartments und deren Insolvenzfestigkeit.