



LAW CORNER

von
Dr. Mirko Sickinger (li.), RA und Partner, und
Sven Radke, RA und Salaried Partner,
HEUKING

Wertpapierprospekte für Asset-backed Securities

Bundesfinanzminister Christian Lindner hat sich jüngst im Rahmen einer Grußbotschaft an den Bankentag 2024 dafür ausgesprochen, im Rahmen der Beratungen zur Kapitalmarktunion den Verbriefungsmarkt in Europa neu zu beleben. Angesprochen ist damit die Unternehmensfinanzierung durch Ausgabe von Asset-backed Securities oder auch ABS. Nachdem ABS in der Finanzkrise 2007 als deren Mitauslöser in Verruf geraten sind, hat der EU-Gesetzgeber bereits durch einen Katalog von Maßnahmen reagiert. Der folgende Beitrag zeigt auf, welche besonderen Anforderungen an Wertpapierprospekte für ABS bestehen.

Gegenstand und Vorteile von Verbriefungen

Die Verbriefung ist eine Sonderform der Unternehmens(re-)finanzierung, bei der an sich illiquide Vermögenswerte eines Unternehmens (regelmäßig, aber nicht notwendig, Forderungen wie z.B. Kredit-, Leasing-, Mietforderungen) „verbrieft“ und somit in liquide Aktiva umgewandelt werden. Hierfür verkauft das Unternehmen als „**Originator**“ seine zu verbriefenden Assets regelmäßig an eine hierfür gegründete Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehikel, „**SPV**“). Die Vermögenswerte („**Assets**“) dienen sodann als Unterlegung („**backed**“) für die von dem SPV am Kapitalmarkt platzierten Wertpapiere („**Securities**“, regelmäßige Anleihen), indem sie die Zahlungen für das ABS-Wertpapier an die Anleger generieren. Der vom SPV durch Ausgabe der Anleihen erzielte Emissionserlös wird dafür verwendet, den Kaufpreis für die Assets an den Originator zu zahlen. Verbriefungen sind attraktiv für Unternehmen, weil sie es ähnlich wie bei Fac-

toring-Transaktionen ermöglichen, bestehende Forderungen **vor ihrer Fälligkeit zu refinanzieren** und Liquidität zu generieren. Ferner erlaubt der Verkauf der Assets eine **Risikoauslagerung** und damit auch eine Entlastung der Bilanz. Verbriefungen können daher ein wichtiger Baustein für die Unternehmensfinanzierung und damit für die Steigerung der Effizienz des Kapitalmarkts insgesamt sein.

ABS aus Sicht der Anleger

Für den Anleger besteht der entscheidende Unterschied zwischen ABS und einer besicherten Anleihe darin, dass den Anleihegläubigern durch die Einschaltung des SPV wirtschaftlich **als Haftungsmasse lediglich die verbrieften Assets** zur Verfügung stehen. Denn das SPV wird regelmäßig neben den verbrieften Assets über keine nennenswerten Vermögensgegenstände verfügen. Die wirtschaftliche Substanz von ABS besteht daher allein in der Werthaltigkeit der verbrieften Assets und nicht in der Bonität des Emittenten

(sprich: des SPV) oder des Originators. Diesem Umstand trägt das EU-Prospektrecht durch ein gesondertes Regime für den Inhalt des Wertpapierprospekts bei ABS Rechnung.

Spezieller Inhalt von Wertpapierprospekten für ABS

Die delegierte EU-Verordnung 2019/980, welche die EU-Prospektverordnung EU 2017/1129 ergänzt, regelt den Inhalt der verschiedenen Formen von Wertpapierprospekten. Dabei besteht jeder Prospekt, neben einer Zusammenfassung, aus Angaben zum Emittenten (dem „**Registrierungsformular**“, praktisch die Emittentenbeschreibung), und Angaben zum Wertpapier (die „**Wertpapierbeschreibung**“).

Für ABS ist eine spezielle **Emittentenbeschreibung** vorgesehen. Diese weist allerdings keine nennenswerten Besonderheiten zu den Emittentenbeschreibungen für „reguläre“ (d.h. nicht ABS-) Anleihen auf. Grund hierfür ist der Umstand, dass wegen der Einschaltung

einer Zweckgesellschaft als Emittent die relevanten Informationen für den Anleger ohnehin nicht in den Informationen über den Emittenten liegen, sondern in den verbrieften Assets.

Die Informationen zu den verbrieften Assets sind **in einem speziellen Anhang** geregelt, der zusätzlich zu der ansonsten für die Anleihe jeweils einschlägigen Wertpapierbeschreibung zur Anwendung kommt. Zu den gemäß der speziellen ABS-Wertpapierbeschreibung zusätzlich aufzunehmenden Angaben zählen zunächst Informationen zu den verbrieften Assets („Basiswerte“), z.B. Angaben zu der Rechtsnatur der Forderungen, deren Schuldern und etwaigen Besicherungen.

Sofern es sich bei den Schuldern oder Garantiegebern der Forderungen um bis zu fünf Schuldner/Garantiegeber handelt oder einem Schuldner/Garantiegeber 20% oder mehr der Forderungen zuzurechnen sind, sind darüber hinaus zusätzliche Angaben zu machen. Dabei sind für jeden Schuldner/Garantiegeber diejenigen Angaben zu machen, die er als Emittent in einer Emittentenbeschreibung für Anleihen an Großanleger machen müsste. Dies bedeutet eine **wesentliche Erweiterung des Wertpapierprospekts**, quasi eine Art „Prospekt im Prospekt“.

Ferner ist auch die Struktur der Transaktion insgesamt zu erläutern. Diese kann oftmals sehr komplex sein, da es neben dem Originator und dem Emittenten (SPV) eine Vielzahl von weiteren Beteiligten geben kann (etwa Banken, Verwaltungsgesellschaften, diverse Treuhänder). Daher ist ein **Überblick über die Transaktion**, die beteiligten Unternehmen einschließlich deren Besitz- und Kontrollverhältnisse und die Kapitalflüsse zu geben. Hierfür ist ein **Strukturdiagramm beizufügen**. Insbesondere ist zu erläutern, wie die der Emission zugrunde liegenden verbrieften Assets die Erwirtschaftung von Finanzströmen gewährleisten, um sämtlichen Verpflichtungen gegenüber den Anleihegläubigern nachzukommen.

Angaben zur Einhaltung der EU-Verbriefungsverordnung

Zusätzlich können Angaben zur Einhaltung der Vorschriften der **EU-Verbriefungsverordnung** aufzunehmen sein. Bei der EU-Verbriefungsverordnung handelt es sich um ein weiteres Instrument zur Regulierung von ABS, das von der EU als Reaktion auf die Finanzkrise geschaffen wurde und eine hochwertige Verbriefung sicherstellen soll. Die Verordnung regelt Kriterien für einfache, transparente und standardisierte (simple, transparent and standardised – kurz: **STS**) Verbriefungen. Dabei ist

unter anderem vorgesehen, dass nicht mehr 100% der Risiken ausgelagert werden können, sondern es zu einem **Risikolastbehalt** des Originators i.H.v. mindestens 5% kommen muss.

Zu beachten ist allerdings, dass die EU-Verbriefungsverordnung nicht für alle Verbriefungen anwendbar ist. So setzt die EU-Verbriefungsverordnung für ihre Anwendbarkeit voraus, dass es im Rahmen der Transaktion zu **einer „Tranchierung“ des Kredit- bzw. Ausfallrisikos** kommt, regelmäßig durch Ausgabe mindestens zweier Klassen von ABS (Junior- /Senior-Notes). Fehlt eine solche Risikotranchierung, sind die Regelungen der EU-Verbriefungsverordnung nicht anwendbar.

Fazit

Verbriefungen können ein wichtiges Mittel sein, die Finanzierung von Unternehmen zu verbessern. Das EU-Prospektrecht sieht für ABS eine Reihe von zusätzlichen Angaben vor, um die Anleger angemessen zu informieren. Insgesamt sind diese zusätzlichen Anforderungen **sachgerecht und für Emittenten letztlich auch beherrschbar**. Es bleibt daher zu hoffen, dass mit der nunmehr geplanten Wiederbelebung des Marktes für Verbriefungen künftig mehr ABS-Wertpapiere begeben werden.

Anzeige

SCHÜTZT DIE ARKTIS


GREENPEACE