

Your World First

C/M/S/ Hasche Sigle

update

Banking & Finance

Aktuelle Informationen des
Fachbereichs Banking & Finance

News from the Banking & Finance practice

Januar/January 2014



Inhalt

4	Editorial
// Fokus	
6	Die Behandlung von Bitcoins nach deutschem Recht
8	Der Preis der Rechtssicherheit – wenn Recht wählen Geld kostet
9	NYSE Euronext neuer Hüter des LIBOR
11	... sind wir nicht alle ein bisschen Benchmark?
// Rechtsprechung	
13	Gesellschafterdarlehen und wirtschaftlich entsprechende Forderungen in der Insolvenz
// Finance	
15	Equator Principles III – Implikationen für Banken und Darlehensnehmer
17	Die Finanzierung von offenen Immobilienfonds nach dem KAGB
19	Unitranche-Finanzierungen – ein neuer Trend
// Tax	
21	Umsatzsteueroptimierung beim Outsourcing durch Banken
22	Umsatzsteuerfreiheit der Anlageberatung
// Wissen	
23	Kurz notiert

Contents

5	Editorial
// Focus	
26	Bitcoins under German law
28	The price of legal certainty – when choosing the applicable law costs extra
29	NYSE Euronext to be new guardian of LIBOR
31	... aren't we all a kind of benchmark?
// Case law	
33	New judgments of the German Federal High Court on shareholder loans and economically equivalent claims in the insolvency of the borrower
// Finance	
35	Equator Principles III – Implications for banks and borrowers
37	The financing of open-ended real estate funds according to the New German Investment Law
39	Unitranche financing – a new trend
// Tax	
41	VAT optimisation in banks through outsourcing
42	Exemption from VAT for investment advice
// Knowledge	
43	In brief

Editorial

Auch in dieser Ausgabe liegt der Schwerpunkt des CMS Banking & Finance Update auf den wichtigsten Rechtsentwicklungen der vergangenen Monate. Über einige der aus aktuellem Anlass in den anliegenden Beiträgen behandelten Themen wird bereits seit längerem in der Tagespresse berichtet. Dies betrifft zunächst die virtuelle Währung Bitcoins. Das Bundesfinanzministerium hat im August 2013 die Meinung vertreten, dass es sich bei Bitcoins weder um ein gesetzliches Zahlungsmittel noch um elektronisches Geld, sondern vielmehr um privates Geld und Recheneinheiten im Sinne des KWG handelt. Die weitreichenden Konsequenzen insbesondere in steuerrechtlicher und bankaufsichtsrechtlicher Hinsicht stellen wir in dem ersten Beitrag dar.

In weiteren Beiträgen liefern wir eine Vorausschau auf das Jahr 2014, in dem als Reaktion auf die jahrelangen Manipulationen bei der Fixierung des LIBOR die Zuständigkeit von der British Bankers' Association auf eine Tochtergesellschaft des transatlantischen Börsenbetreibers NYSE Euronext übergehen soll. In einem Beitrag gehen wir auf die Frage ein, welche Auswirkungen dieser Übergang der Zuständigkeit auf bestehende und künftige Darlehensverträge hat. Ein anderer Beitrag befasst sich mit dem im September 2013 publizierten Vorschlag der EU-Kommission für eine „Verordnung über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Benchmark verwendet werden“. Das Regulierungsvorhaben könnte Umwälzungen im Finanzsektor ebenso wie in der so genannten „Realwirtschaft“ zur Folge haben.

Ein weiterer Dauerbrenner des Jahres 2013 ist die Reformierung des Investmentrechts in Deutschland durch das am 22. Juli 2013 in Kraft getretene KAGB. Nachdem erste Erfahrungen mit dem Anwendungsbereich

des KAGB gewonnen wurden (siehe hierzu unser Beitrag in der Mai 2013 Ausgabe), rücken nun die praktischen Auswirkungen des KAGB stärker in den Mittelpunkt des Interesses. In dieser Ausgabe befasst sich unser Beitrag daher mit der Frage, ob das KAGB die Finanzierungsmöglichkeiten für offene Immobilienfonds erweitert.

Auch in der zweiten Jahreshälfte hat sich der Bundesgerichtshof wiederholt mit der rechtlichen Stellung eines Gesellschafters als Gläubiger der Tochtergesellschaft befasst. Besonders praxisrelevant ist das Urteil des Bundesgerichtshofs vom 18. Juli 2013, mit dem der Bundesgerichtshof in einem obiter dictum eine weitere Verschärfung der insolvenzrechtlichen Anfechtungsmöglichkeiten und der Nachrangregelungen im Bereich von Darlehen mittelbarer Gesellschafter angedeutet hat. Diese Entwicklungen skizziert unser Beitrag auf Seite 13 und die Kurzrezension eines weiteren BGH-Urteils auf Seite 23.

Des Weiteren befassen wir uns in diesem Update mit weiteren aktuellen Gesetzesentwicklungen. Hierzu zählt zunächst das am 1. August 2013 in Kraft getretene Gerichts- und Notarkostengesetz, das bei der Aufnahme von Rechtswahlklauseln in zu beurkundenden Verträgen zu deutlichen Kostensteigerungen führen kann. Mit der Möglichkeit, diese – aus anwaltlicher Sicht kaum zu rechtfertigenden – Kostensteigerungen durch eine entsprechende Vertragsgestaltung zu vermeiden, befasst sich ein Beitrag.

Die sogenannten Equator Principles sind bei internationalen Projektfinanzierungen allgemein akzeptierter Standard. Angesichts des eingeschränkten Anwendungsbereichs und der aus Sicht westeuropäischer Sponsoren eher selbstverständlichen Mindest-

standards waren die Equator Principles aus Sicht der Sponsoren in der Vergangenheit von eher geringer praktischer Relevanz. Mit der Neufassung der Equator Principles im Juni 2013 wird deren Anwendungsbereich erweitert und werden neue sowie ergänzende Berichtspflichten geregelt. Wegen der hiermit einhergehenden zunehmenden praktischen Relevanz der Equator Principles stellen wir die neuen Regelungen in einem Beitrag dar.

Wir runden dieses Update ab mit Beiträgen zu Unitranche-Finanzierungen sowie umsatzsteuerrechtlichen Fragen im Rahmen der Anlageberatung und des Outsourcing durch Banken.

Wir gehen davon aus, dass auch diese neunte Ausgabe unseres Updates Banking & Finance einige für Sie relevante und interessante Beiträge enthält. Für Fragen und Anregungen stehen Ihnen die Autoren wie auch die weiteren Partner und Anwälte unserer Sozietät jederzeit gerne zur Verfügung.

Wir wünschen Ihnen ein erfolgreiches Neues Jahr.



Dr. Marc Riede

ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Hamburg.
E marc.riede@cms-hs.com

Editorial

In this issue of CMS Banking & Finance Update, the focus is once again on the most important legal developments of the past few months. Some of the topical issues dealt with in the following articles have been widely reported in the German press. This applies to virtual currency Bitcoin, for example. In August 2013, the German Ministry of Finance stated that the Bitcoin was neither legal tender nor electronic money, but rather private money and units of account, as defined under the German Banking Act (KWG). The far-reaching consequences of this, particularly with respect to tax law and banking regulation, are discussed in the first article.

In other articles, we look ahead to 2014, when in response to the manipulation of LIBOR over many years the British Bankers' Association will be replaced by a subsidiary of transatlantic stock exchange operator NYSE Euronext as the entity responsible for fixing this key rate. In one article, we focus on the impact this transfer of responsibility will have on existing and future loan agreements. Another article is dedicated to the proposed "Regulation on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts" published by the European Commission in September 2013. This regulatory initiative could have a major impact on the financial sector and also on the so-called "real economy".

Another perennial issue in 2013 was reform of investment law in Germany in the shape of the German Investment Code (KAGB), which came into force on 22 July 2013. Now that initial experience has been gained with the KAGB's scope of application (see our article in the May 2013 issue), interest is switching to the practical impact of the KAGB. In this issue, our article looks at

whether the KAGB extends the financing options available to open-ended real estate funds.

In the second half of the year, the German Federal Court of Justice once again considered the legal status of a shareholder as the debtor of a subsidiary. The judgment issued by the German Federal Court on 18 July 2013 is of particular practical relevance. Here, in an obiter dictum, the Court implied a more extensive interpretation of the scope for contesting transactions under insolvency law and on subordination with regard to loans granted by indirect shareholders. These developments are outlined in our article on p. 33 and in the "In brief" section on p. 43, where a further German Federal Court judgment is discussed.

In this issue of the Update, we also deal with other recent developments in legislation, including the German Court and Notary Fees Act (Gerichts- und Notarkostengesetz), which came into force on 1 August 2013. As a result of this Act, the choice of law clause in a contract subject to the notarial form can lead to significant additional fees. The article looks at ways of avoiding these increased fees – for which there seems little justification from a lawyer's standpoint – by drafting contracts in a specific way.

The Equator Principles are a generally accepted international standard for project financing. In view of the limited scope of application and minimum standards which are often taken for granted by Western European sponsors, the Equator Principles have previously been regarded as having little practical relevance for sponsors. The new version of the Equator Principles adopted in June 2013 sees a broadening of their application, as well as increased

reporting obligations. Due to the greater practical relevance of the Equator Principles, we have dedicated an article to the new regulations.

To round off this issue of our Update newsletter, we have articles on unitranche financing and VAT issues around investment advice and outsourcing by banks.

We are sure that this ninth issue of our Banking & Finance Update will again contain content that is both relevant and of interest to you. If you have any questions or comments, please feel free to contact the authors or other partners and lawyers in our firm.

We wish you a successful New Year.



Dr Marc Riede

is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Hamburg.
E marc.riede@cms-hs.com

Die Behandlung von Bitcoins nach deutschem Recht

Kürzlich, im April 2013, erregte die virtuelle Währung „Bitcoin“ Aufsehen durch ihre starken Kursschwankungen. Im August 2013 waren Bitcoins wieder in der Presse. Zum ersten Mal äußerte das Bundesfinanzministerium seine Ansicht zu Bitcoins als „privates Geld“ und als „Rechnungseinheiten“ im Sinne des Art. 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 7 des Kreditwesengesetzes (KWG). Diese Ansicht erregt einige steuerliche und bankaufsichtsrechtliche Fragestellungen.

1. Was ist Bitcoin und wie funktioniert es?

Bitcoin (informelle Abkürzung „BTC“) ist ein Open-Source-Softwareprojekt hinsichtlich der gleichnamigen digitalen Währung. Ins Leben gerufen wurde Bitcoin von einer Hacker-Gruppe namens „Satoshi Nakamoto“ im Jahre 2009. Dabei werden Bitcoins von sogenannten „Bitcoin-Minern“ auf einer Peer-to-Peer-, also Rechner-Rechner-Basis, generiert. Theoretisch kann jeder, der an das Netzwerk angeschlossen ist, Bitcoins schürfen. Dies erfordert jedoch eine sehr hohe Rechnerleistung. Denn Rechner müssen dabei komplizierte Rechenaufgaben lösen, die immer komplizierter werden, je mehr Bitcoins geschürft werden. Als Belohnung für diese Rechenleistung werden Bitcoins ausgegeben, wobei die Höchstzahl von ausgegebenen Bitcoins auf ein Maximum von 21 Millionen beschränkt ist.

Bitcoins können gegen traditionelle Währungen getauscht werden. Der Wechselkurs ist Resultat von Angebot und Nachfrage. User haben eine digitale Geldbörse („Digital Wallet“), in der ihre Bitcoins gelagert sind. Bitcoins können dann durch eine oder mehrere Bitcoin-Adressen (kryptografische öffentliche Schlüssel) verschickt oder erhalten werden. Folglich können Bitcoins mit einem PC oder Smartphone ohne zwischenge-

schaltete Finanzinstitutionen transferiert werden. Bitcoins sind also innerhalb des Netzwerkes frei fungibel. In Deutschland ist Bitcoin (noch) nicht sehr populär, Kunden können aber bereits mit Bitcoins unter anderem online oder in einigen Szeneläden in Berlin bezahlen.

Befürworter und User umwerben Bitcoin hauptsächlich als dezentralisiertes und anonymes Zahlungsmittel. Dies erregt natürlich Interesse bei deutschen Steuer- und Aufsichtsbehörden.

2. Weder gesetzliches Zahlungsmittel noch E-Geld

Zunächst äußerte sich das Bundesfinanzministerium dahingehend, dass Bitcoins kein gesetzliches Zahlungsmittel sind. Gesetzliches Zahlungsmittel ist eine Zahlungsmethode, die durch ausländisches oder deutsches Recht zugelassen ist. In Deutschland ist das einzige gesetzliche Zahlungsmittel der Euro gemäß Art. 128 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV). Dadurch dass Bitcoins auch nirgendwo anders als gesetzliches Zahlungsmittel per Gesetz zugelassen sind, stellen sie auch keine Devisen dar.

Ferner äußerte sich das Bundesfinanzministerium dahingehend, dass Bitcoins nicht als elektronisches Geld (E-Geld) eingeordnet werden können. Grob gesagt ist E-Geld jeder elektronisch gespeicherte monetäre Wert, § 1a Abs. 3 des Zahlungsdienstleistungsgesetzes (ZAG). Während Bitcoins unzweifelhaft einen elektronisch gespeicherten monetären Wert darstellen, werden Bitcoins aber nicht gegen Zahlung eines Geldbetrags ausgestellt. Bitcoins werden als Gegenleistung für eine Rechnerleistung ausgegeben. Dementsprechend leiten sich Bitcoins nicht von gesetzlichen Zahlungsmitteln oder E-Geld ab.

So stellt sich die Frage, wie Bitcoins sonst nach deutschem Recht qualifiziert werden können.

3. Privates Geld und Steuerrecht

Wie bereits erwähnt, ordnete das Bundesfinanzministerium Bitcoins als „privates Geld“ ein, da sie auf der Grundlage privatrechtlicher Vereinbarungen als Zahlungsmittel in multilateralen Verrechnungskreisen eingesetzt werden können. Aus einer steuerrechtlichen Perspektive bedeutet dies, dass der Tausch von Bitcoins in Euro generell einkommensteuerpflichtig ist, weil der Tausch gemäß § 22 Nr. 2 des Einkommensteuergesetzes (EStG) als Einkünfte aus privaten Veräußerungsgeschäften angesehen werden. Da Bitcoins jedoch auch als Einkünfte aus anderen Wirtschaftsgütern gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 EStG klassifiziert werden, kann momentan davon ausgegangen werden, dass der Tausch von Bitcoins in EUR nach einer Haltefrist von einem Jahr steuerfrei ist. Dies ist ein deutlicher Vorteil im Vergleich zu Einkünften aus Kapitalvermögen. Nichtsdestotrotz werden sich die Finanzbehörden damit beschäftigen müssen, wie der Veräußerungsgewinn bei sukzessiv angeschafften und wieder veräußerten Bitcoins vom gleichen Depot zu bewerten ist.

Bezüglich gewerblicher Aktivitäten auf Bitcoin-Basis ist anzumerken, dass diese prinzipiell umsatzsteuerpflichtig sind – insbesondere kommt konsequenterweise keine Steuerbefreiung aufgrund von Umsätzen von gesetzlichen Zahlungsmitteln gemäß § 4 Nr. 8b des Umsatzsteuergesetzes (UStG) in Betracht. Laut Bundesfinanzministerium kann aber eine Ausnahme nach § 4 Nr. 8c UStG vorliegen (Umsätze im Geschäft mit Forderungen).



4. Recheneinheiten und Bankaufsichtsrecht

Darüber hinaus qualifizierte das Bundesfinanzministerium Bitcoins als „Recheneinheiten“ gemäß § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 7 des Kreditwesengesetzes (KWG). Solche Recheneinheiten sind Finanzinstrumente – genauso wie Devisen. Mit anderen Worten: Bitcoins werden genauso wie Aktien oder Derivate behandelt. Als Konsequenz kann der Handel in Bitcoins auf gewerblicher Ebene als Bankgeschäft oder Finanzdienstleistung eingeordnet werden. Wie in den meisten Rechtssystemen erfordert die Ausübung von Bankgeschäften oder die Erbringung von Finanzdienstleistungen regelmäßig eine Erlaubnis, hier von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin). Handeln ohne eine solche Erlaubnis ist eine Straftat.

Mitte Dezember 2013 veröffentlichte die BaFin diesbezüglich ihre detaillierte Ansicht zur aufsichtlichen Bewertung von Bitcoins. Die bloße Schaffung von Bitcoins und deren Einsatz als Zahlungsmittel ist jedoch insoweit erlaubnisfrei.

5. Risiko und Geldwäsche

Pflichten hinsichtlich Geldwäscheprävention nach dem Geldwäschegesetz (GwG), wie zum Beispiel Sorgfaltspflichten und interne

Sicherungsmaßnahmen, beziehen sich primär auf Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen. Demnach sind insbesondere Transaktionen von Bitcoins unbeaufsichtigt und sogar komplett anonym. Zwar sind alle Transaktionen in einer Datei gespeichert und öffentlich zugänglich, User können aber so viele Bitcoin-Adressen haben wie sie wollen. Dies erschwert die Rückverfolgbarkeit. Es gibt sogar Anonymisierungsdienste, die Bitcoins hin- und herschieben, um ihre Herkunft zu verschleiern. Mit anderen Worten gibt es substantielle Geldwäscherisiken. Als Konsequenz dazu planen US-Behörden striktere Regulationen bezüglich digitaler Währungen. Chinas Zentralbank hat den chinesischen Finanzinstituten mittlerweile sogar Transaktionen mit der virtuellen Währung Bitcoin verboten.

Andere Risiken, wie Sicherheitslücken und technische Probleme, drängen sich auf. Nachrichten in der Presse zufolge haben Hacker gesteigertes Interesse daran, illegalen Besitz von Bitcoins zu erlangen. Aus diesen Gründen veröffentlichte die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) Mitte Dezember 2013 einen Warnhinweis für Verbraucher vor virtuellen Währungen.

Alles in allem wird die Zukunft zeigen, ob Bitcoins sich wirklich als Zahlungsmittel in Deutschland etablieren. Hinsichtlich steigen-

der Banken- und Geldwäscheprävention ist zu bezweifeln, dass das Bitcoin-Geschäftsmodell, welches auf Anonymität basiert, in dieser Form lange fortbesteht. ■



Pia Leonhardt, LL. M. (UNSW)

ist Rechtsanwältin im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Frankfurt/Main.
E pia.leonhardt@cms-hs.com

Der Preis der Rechtssicherheit – wenn Recht wählen Geld kostet

Zur Kostensteigerung bei notariellen Verträgen

Mit dem am 1. August 2013 in Kraft getretenen Gerichts- und Notarkostengesetz (GNotKG) hat der Gesetzgeber verfügt, dass eine Rechtswahl in einem notariellen Vertrag nur noch gegen zusätzliche Gebühren zu haben ist. Nach den §§ 111 und 104 GNotKG steigt der Gegenstandswert bei einem Vertrag mit Rechtswahl von 100 % auf 130 % gegenüber einem Vertrag ohne Rechtswahl. Dies hat zur Folge, dass sich, je nach Gegenstandswert des Vertrags, die Beurkundungskosten absolut um circa 10–15 % erhöhen, wenn nicht auf eine Rechtswahl verzichtet wird. Nicht geklärt ist momentan, ob neben der expliziten Rechtswahl durch Rechtswahlklausel auch die implizite Rechtswahl, etwa durch die Bezugnahme im Vertrag auf Normen einer bestimmten Rechtsordnung, der Gebührenpflicht nach §§ 104, 111 GNotKG unterfällt.

In der Finanzierungspraxis werden von der neuen „Rechtswahlgebühr“ vor allen Dingen Geschäftsanteilsverpfändungen und Grundschulden betroffen sein, da diese regelmäßig als einzige Verträge notariell beurkundet werden müssen. Es stellt sich daher die Frage, ob es im Einzelfall möglich ist, auf eine Rechtswahl zu verzichten, um Notarkosten zu sparen.

Im Allgemeinen ist der Verzicht auf eine Rechtswahl immer mit einem gewissen Verlust an Rechtssicherheit verbunden. Die für die Bestimmung des anwendbaren Rechts geltende Verordnung (EG) Nr. 593/2008

(Rom-I-VO) sieht für Verträge ohne Rechtswahl zahlreiche Abwägungsmöglichkeiten vor, die es einem Richter im Einzelfall ermöglichen, das anwendbare Recht im Rahmen sehr weit gesteckter Grenzen zu bestimmen. Zum Beispiel, indem er das Recht mit der „engsten Verbindung“ (Art. 4 Abs. 4 Rom-I-VO) oder der „offensichtlich engsten Verbindung“ (Art. 4 Abs. 3 Rom-I-VO) zum Vertrag anwendet. Für den Verfasser eines Vertrags ist es nicht immer einfach vorherzusagen, zu welchem Recht das Kriterium der engsten Verbindung nach Auffassung eines zukünftigen Richters, der über die Wirksamkeit des Vertrags zu entscheiden hat, führen wird. Eine explizite Rechtswahl beseitigt diese Unsicherheit. Außerdem erlaubt sie dem Rechtsanwalt die Wirksamkeit der vertraglichen Regelungen und die rechtlichen Folgen für die Parteien auf Grundlage des anwendbaren Rechts sicher abzuschätzen.

Allerdings lassen sich einige Fallgestaltungen ausmachen, in denen auch ohne Rechtswahl nach der Rom-I-VO mit Sicherheit deutsches Recht auf einen Vertrag zur Anwendung kommt. Auf eine Rechtswahl kann beispielsweise verzichtet werden, wenn Geschäftsanteile an einer deutschen Gesellschaft verpfändet werden sollen, alle Parteien des Verpfändungsvertrags ihren Sitz in Deutschland haben und der Gerichtsstand ebenfalls in Deutschland liegt. Der Vertrag unterliegt in diesem Fall gemäß Art. 4 Abs. 2 Rom-I-VO auch ohne Rechtswahl deutschem Recht. Andere Konstellationen sind dagegen schwieriger zu beurteilen. Wenn

etwa der Verpfänder seinen Sitz im Ausland hat, lässt sich zwar durch das Einfügen objektiver Anknüpfungskriterien in den Vertrag, wie zum Beispiel einen deutschen Gerichtsstand, einen Erfüllungsort in Deutschland oder durch den Verweis auf Normen des deutschen Rechts, eine enge Verbindung zum deutschen Recht schaffen. Allerdings ist damit nicht garantiert, dass der Richter die so geschaffene Verbindung zum deutschen Recht tatsächlich als die engste im Sinne der Rom-I-VO beurteilt und deutsches Recht anwendet. Es muss daher in jedem Einzelfall genau geprüft werden, ob die jeweilige Vertragskonstellation einen Verzicht auf eine explizite Rechtswahl gestattet, ohne zu einem unverhältnismäßig großen Verlust an Rechtssicherheit zu führen. ■



Jens Benninghofen

ist Rechtsanwalt im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Berlin.
E jens.benninghofen@cms-hs.com

NYSE Euronext neuer Hüter des LIBOR

A. Hintergrund

Im Jahr 2008 charakterisierte Willem Buiters, ein früheres Mitglied des Monetary Policy Committee der Bank of England den LIBOR (London Interbank Offered Rate) als „the rate at which banks don't lend to each other“. Angesichts der Tatsache, dass der LIBOR den maßgeblichen Referenzzinssatz für Finanzprodukte im Wert von mehreren Hundert Billionen Dollar bietet, war die Tragweite dieser Aussage von erheblicher Bedeutung. LIBOR ist der durchschnittliche Zinssatz, zu welchem führende Banken in London am Markt Liquidität von anderen Banken angeboten bekommen. Verschiedene Zinssätze für unterschiedliche Währungen und Laufzeiten wurden bis dato an jedem Arbeitstag von der British Bankers' Association (BBA) – einem Zusammenschluss der wichtigsten in London international tätigen Banken – fixiert und anschließend von Thomson Reuters veröffentlicht.

Im Jahr 2012 wurden jahrelange Manipulationen bei der Fixierung des LIBOR aufgedeckt. Die Enthüllungen belegten, dass die der Fixierung zugrunde liegenden und von den beteiligten Banken angegebenen Interbankenzinsen teilweise wohl jeder wirtschaftlichen Grundlage entbehrten und schlicht frei erfunden waren. Die juristische Aufarbeitung der Manipulationen dauert derzeit noch an. Erste Konsequenzen haben britische Regierung und Finanzaufsicht jedoch bereits gezogen. So wird die BBA als bisherige Verwalterin und Herausgeberin des LIBOR abgelöst. Nachfolgerin der BBA soll eine

Tochtergesellschaft des transatlantischen Börsenbetreibers NYSE Euronext mit Sitz in Großbritannien werden, welche der Kontrolle der britischen Bankenaufsicht unterliegen wird. Der konkrete Übergang soll nach Erhalt der notwendigen Genehmigungen voraussichtlich Anfang 2014 vollzogen werden.

B. Praktische Auswirkungen der Zuständigkeitsübertragung

Auch wenn der tatsächliche Zuständigkeitsübergang noch aussteht, wirken sich die kommenden Änderungen bereits auf derzeit bestehende und zukünftig abzuschließende Darlehensverträge sowie deren vertragliche Gestaltung aus.

In der Praxis rekurren verschiedene Finanzprodukte auf den LIBOR als maßgeblichen Referenzzinssatz. Insbesondere zahlreiche variabel verzinsliche Darlehen enthalten eine Bezugnahme auf den LIBOR. Diese Darlehen sind regelmäßig durch festgelegte Zinsperioden gekennzeichnet. Bezieht sich ein Darlehen auf den LIBOR, so gilt für die jeweilige Zinsperiode ein zu Beginn der Periode festgestellter LIBOR, welcher sich gegebenenfalls durch Margen oder sonstige Posten erhöht. Für die Fixierung des LIBOR verweisen Darlehensverträge häufig auf die konkrete Thomson Reuters Publizierung des jeweiligen von der BBA festgelegten Zinssatzes. Hierbei kann es sich zum Beispiel um den 1-Monats- oder 3-Monats-LIBOR handeln. Dieser Verweis wird zumeist noch durch einen Rückfallmechanismus flankiert, welcher die Fixierung des Zinssatzes sicher-

stellt, sofern eine Feststellung durch die BBA nicht möglich ist. Für die Parteien entsprechender Verträge stellt sich daher nunmehr die Frage, ob der Zuständigkeitsübergang Auswirkungen auf bestehende Darlehensverträge entfaltet und gegebenenfalls einen Anpassungsbedarf auslöst.

Ausgangspunkt für die Beantwortung dieser Frage ist die vertragliche Regelung beziehungsweise Definition des LIBOR. Im Einzelfall kann diese sehr offen gestaltet sein und nicht nur Zinssätze erfassen, welche von der BBA fixiert und publiziert werden. Sollte dies der Fall sein und die zukünftige Ermittlung und Veröffentlichung des LIBOR durch die NYSE Euronext von der vertraglichen Regelung abgedeckt sein, so besteht kein vertraglicher Handlungsbedarf.

Ebenfalls ohne eine formelle Vertragsanpassung lassen sich Fallgestaltungen lösen, welche einem Beteiligten (der Bank oder einem Agenten) ein Bestimmungsrecht, bezogen auf den Herausgeber und die Fundstelle der LIBOR-Fixierung, gewähren. Insbesondere Finanzierungsdokumentationen unter Beteiligung eines Agenten können entsprechende Rechte enthalten. In vielen Fällen wird sich das Bestimmungsrecht jedoch auf die Änderung der Fundstelle – der jeweiligen Thomson Reuters Seite – beschränken. Da die selektive Anpassung der jeweils aktuellen Fundstelle unter Beibehaltung einer Bezugnahme auf die BBA jedoch zu einer Diskrepanz führt, ist auch in diesem Fall eine Vertragsanpassung vorzuziehen.



Eine Vertragsanpassung ist jedenfalls für die Verträge anzuraten, welche eine explizite und ausschließliche Bezugnahme auf die BBA – gegebenenfalls zusätzlich flankiert durch einen Hinweis auf die konkrete Fundstelle der Veröffentlichung durch Thomson Reuters – enthalten. Unabhängig von der potenziellen Existenz des oben beschriebenen Rückfallmechanismus sollte die primäre Bezugnahme auf die LIBOR-Fixierung vertraglich sauber gewährleistet sein. Der vertragliche Anpassungsbedarf wird in den meisten Fällen überschaubar sein und – durch die Wahl einer generischen Formulierung – dem theoretischen Risiko eines nochmaligen Zuständigkeitswechsels entgegenwirken. Vorbehaltlich der Besonderheiten des individuellen Einzelfalls und in Anlehnung an die aktuellen Formulierungsvorschläge der Loan Market Association (LMA) wird eine Überarbeitung der vertraglichen Bezugnahme auf die Online-Publizierung des LIBOR ausreichend sein.

Die Bezugnahme sollte dabei klarstellen, dass sowohl die nach Laufzeit und Währungen untergliederte Ermittlung der LIBOR-

Sätze durch die BBA – als auch deren Ermittlung durch jegliche andere dritte Person, welche diese Aufgabe übernimmt – erfasst ist. Enthält der Vertrag daneben eine explizite Bezugnahme auf die Thomson Reuters Fundstelle der jeweiligen LIBOR-Sätze, so ist ebenfalls klarzustellen, dass nicht nur die aktuelle Fundstelle, sondern jegliche Fundstelle, welche hierfür zukünftig als Ersatz dient, erfasst ist.

Ausgehend von den obigen Erwägungen wird ein vertraglicher Anpassungsbedarf in der Praxis zumeist überschaubar sein. Zur Vermeidung rechtlicher Unsicherheiten ist den Vertragsparteien gleichwohl – bereits im Vorfeld des Vollzugs der Zuständigkeitsübertragung – eine Überprüfung der betroffenen Vertragswerke anzuraten. Sofern die Zuständigkeitsübertragung dazu beiträgt, dass dem LIBOR zukünftig wieder die Charakterisierung „the rate at which banks lend to each other“ gebührt, ist ein durch diese Überprüfung entstehender Aufwand letztlich im Interesse sowohl von Darlehensgebern als auch -nehmern. ■



Dr. Philipp Schäfer, LL.M.

ist Rechtsanwalt im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Köln.

E philipp.schaefer@cms-hs.com



Dr. André Frischemeier

ist Rechtsanwalt im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Köln.

E andre.frischemeier@cms-hs.com

...sind wir nicht alle ein bisschen Benchmark?

Die Vorgänge rund um die Festsetzung der bedeutenden Referenzzinssätze Euribor und LIBOR haben nicht nur die Verhängung von Strafzahlungen in bisher unbekannter Höhe und die Neuordnung bestehender Verantwortlichkeiten zur Folge (siehe den vorstehenden Artikel von Schäfer und Frischmeier).

Zuletzt veröffentlichte die EU-Kommission – weitgehend unbemerkt von der Öffentlichkeit – im September 2013 einen Vorschlag für eine „Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Benchmark verwendet werden“.

Der Inhalt des Vorschlags lässt aufhorchen und könnte eine Reihe von Umwälzungen sowohl im Finanzsektor als auch in gänzlich anderen Bereichen der mittlerweile so genannten „Realwirtschaft“ zur Folge haben.

Was soll reguliert werden?

Gegenstand des Entwurfs sind „Indizes“, bei denen es sich um eine „Benchmark“ handelt.

Die Begriffe sind sehr technisch gewählt und können leicht missverstanden werden. Schnell denkt man: „Eben noch war von Euribor und LIBOR die Rede – das sind aber doch keine Indizes?“ Weit gefehlt: wo der Vorschlag von „Indizes“ spricht, meint er (auch) Marktreferenzzinssätze wie die beiden genannten, denn: Ein Index im Sinne der vorgeschlagenen Verordnung ist

- jede Zahl beziehungsweise jeder Wert,
- die beziehungsweise der auf Werten, Sätzen, Preisen oder sonstigen Bemessungsgrößen von Finanzinstrumenten, sonstigen Vermögenswerten oder anderen vergleichbaren Bezugsobjekten beruht,
- regelmäßig berechnet oder festgestellt und
- veröffentlicht wird.

Noch fehlen ausreichende Anhaltspunkte dazu, wie diese bisher recht vagen Begriffe auszulegen sind. Für den Moment muss daher gelten:

- auch die Benzinpreisanzeige der Tankstelle um die Ecke ist ein Index im Sinne des Verordnungsvorschlags.

Eine Regulierung greift allerdings erst dann, wenn aus dem „Index“ eine „Benchmark“ wird. Das geschieht dadurch, dass

- die Bedingungen von gehandelten Finanzinstrumenten (beispielsweise Schuldverschreibungen, die an einer Börse notiert sind) auf den Index Bezug nehmen; oder
- der Index maßgeblich für die Höhe von Zinsen oder sonstigen Zahlungen in Kreditverträgen (mit Verbrauchern) ist; oder
- der Index die Wertentwicklung eines Fonds reflektiert.

Grundsätzlich gelten dabei keine weiteren Einschränkungen, wie etwa eine Mindest-

Anzahl oder -Größenordnung der betreffenden Wertpapiere/Kredite/Fonds. Solche zusätzlichen Eintrittshürden gelten nach dem Vorschlag nur für eine noch schärfere Regulierung bestimmter Indizes – sogenannter „kritischer Benchmarks“.

Fraglich ist auch, inwieweit der „Betreiber“ eines Index überhaupt entscheiden kann, ob sein Index eine Benchmark wird: nach dem Vorschlag hat er tatsächlich keine Kontrolle über diese Frage. Lediglich eine Informationspflicht gegenüber dem Betreiber soll es geben (beispielsweise für den Emittenten einer Schuldverschreibung, deren Verzinsung sich nach der Entwicklung des Index bestimmt), damit dieser von seinem neuen Status als Benchmark-Betreiber erfährt. Leider findet sich eine Bezugnahme auf diese Verpflichtung bislang nur in den einleitenden Erläuterungen zum Verordnungsvorschlag – in den eigentlichen Regelungen wurde dieser Punkt offenbar bislang schlicht vergessen.

Wer soll reguliert werden?

Handelt es sich bei einem Index um eine Benchmark, so werden sowohl das Betreiben des Index, als auch seine Berechnung sowie die Bereitstellung der Daten für diese Berechnung reguliert. Dies geschieht durch eine Regulierung der handelnden Personen.

Der Betreiber des Index wird als „Administrator“ einer Regulierung unterworfen, da er „die Kontrolle über die Bereitstellung einer Benchmark“ hat. Der Administrator

muss sich registrieren lassen und soll unter anderem einen „für alle Parteien rechtlich bindenden“ Verhaltenskodex aufstellen und sanktionieren.

Die anderen Parteien sind vor allem die sogenannten „Kontributoren“, die die Daten liefern, aus denen sich der Index zusammensetzt.

Administratoren und Kontributoren müssen sich nach dem Vorschlag auf eine Vielzahl an Pflichten und Einschränkungen gefasst machen. Insbesondere gelten eine Reihe von Vorschriften für die Handhabung des Index und der ihn ausmachenden Daten sowie eine Reihe von Einschränkungen für die Quellen, aus denen sich die Daten für einen Index überhaupt speisen dürfen. Beides ist problematisch.

Der Vorschlag kann zum einen unsachgemäße Hürden für den einzelnen Index zur Folge haben: wenn beispielsweise „Over the counter trades“ (das heißt außerbörslich geschlossene Transaktionen) in einem Index reflektiert werden sollen, die Verordnung aber dafür nur Preise von Börsentransaktionen erlaubt.

Auf der anderen Seite kann die gesamte Organisation des Indexbetreibers in Frage gestellt werden: hohe Anforderungen an Corporate Governance, Organisation, Compliance, Aufsichtsfunktionen, Meldepflichten und Auslagerung – für ein bisher nicht beaufsichtigtes oder generell nicht dem Finanzsektor zuzurechnendes Unternehmen sind solche Folgen potenziell überwältigend. Viele, die durch die Verordnung auf einmal zu „regulierten Einheiten“ werden, können voraussichtlich einige der daraus folgenden organisatorischen Vorschriften gar nicht erfüllen. Sie müssen sich grundsätzlich umstrukturieren oder die Bereitstellung der betreffenden Indizes ganz einstellen.

Was droht an Rechtsfolgen?

Auf jeden Fall müssen (künftige) regulierte Administratoren und Kontributoren den Vorschlag sehr ernst nehmen. Nicht zuletzt drohen scharfe Rechtsfolgen – vorgesehen sind unter anderem:

- Zugriff auf bereits existierende Aufzeichnungen von Telefongesprächen, elektronische Kommunikation oder andere Datenverkehrsaufzeichnungen,

die sich im Besitz beaufsichtigter Unternehmen befinden;

- Einfrieren und/oder Beschlagnahme von Vermögenswerten;
- Verhängung vorübergehender Berufsverbote.

Wird der Vorschlag Wirklichkeit?

Es ist nicht zu erwarten, dass der Vorschlag im Sand verläuft – die Regulierung von Benchmarks ist richtig und wird kommen. Nötig ist aber auch, dass die endgültige Verordnung besser wird als der derzeitige Entwurf:

- die Entwurfsregulierung geht zu weit; und
- der Vorschlag differenziert zu wenig und verwässert damit seinen eigentlichen Zweck.

Anlass und Grund des Vorschlags sind klar erkennbar: die mutmaßlichen und weiterhin befürchteten Manipulationen bei der Festsetzung bedeutender Markt(Zins)Sätze (allen voran, der „LIBOR-Skandal“). Hier gibt es vor allem Parallelen zum Thema Rating:

Ähnlich wie Ratings sind Referenzsätze wie LIBOR und Euribor von außerordentlicher Bedeutung für die Finanzwirtschaft und ganze Volkswirtschaften.

Während sich aber mittlerweile kaum mehr ein unregulierter Fleck auf der Weltkarte der Finanzindustrie findet, ist hier ein Bereich von signifikanter wirtschaftlicher Bedeutung bislang praktisch regelungslos geblieben.

Daher sehen viele Experten eine Regulierung solcher bedeutender Benchmarks, denen eine gesamtwirtschaftliche Wirkung zukommt, als berechtigt und sinnvoll an. Dabei lässt es der Verordnungsvorschlag jedoch leider nicht bewenden – vielmehr nimmt er ein ganzes Heer an völlig anders gelagerten Sachverhalten in Geiselschaft und verliert dabei seinen eigentlichen Regelungskern fast aus dem Auge.

Nicht zuletzt erfasst der Vorschlag nämlich auch unzählige „kleine“ Indizes, die zur Umsetzung von Investmentstrategien etwa in strukturierten Anleihen dienen. Ein typisches Beispiel kann ein Index sein, der sich nur in den Bedingungen einer einzelnen Schuldverschreibung findet, und die Kursentwicklung von einigen Aktien aus dem DAX

reflektiert, die eine bestimmte Dividendenpolitik verfolgen.

Ein solcher Index ist nur für den Emittenten der Schuldverschreibung und deren Investoren relevant – gesamtwirtschaftlich hat er keine Bedeutung. Beim Kauf der Schuldverschreibung muss der Investor zudem vom Anlageberater über die Funktionsweise und die Risiken der Schuldverschreibung – einschließlich aller Aspekte, die sich aus dem Index ergeben – aufgeklärt werden.

Eine spezielle „Indexregulierung“ bringt in all diesen Fällen keinen Mehrwert, vielmehr überfrachtet sie nur alle Beteiligten mit Regeln, die letztlich leerlaufen oder sogar Rechtsunsicherheit herbeiführen.

Die endgültige Verordnung muss vor allem diese Fehlentwicklung verhindern, indem sie sachgerecht differenziert: wirkliche „Benchmarks“, die gesamtwirtschaftliche Bedeutung haben, sollten künftig reguliert werden. Indizes, die keine solche Bedeutung aufweisen, haben im Regelungsbereich der Verordnung nichts zu suchen. ■



Oliver Dreher,
LL. M. (King's College London)
ist Partner im Fachbereich Bank-,
Finanz- und Kapitalmarktrecht bei
CMS Hasche Sigle in Frankfurt/Main
E oliver.dreher@cms-hs.com

Gesellschafterdarlehen und wirtschaftlich entsprechende Forderungen in der Insolvenz

Aktuelle Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs

Im Update Banking & Finance Ausgabe Mai 2013 hatten wir uns bereits mit einem Urteil des Bundesgerichtshofs vom 21. Februar 2013 (BGH IX ZR 32/12) beschäftigt, überwiegend unter dem Gesichtspunkt der potenziellen Adressaten einer insolvenzrechtlichen Anfechtung. Weniger Beachtung fand diese Entscheidung hingegen zunächst im Hinblick auf einen anderen Aspekt, nämlich der Frage, unter welchen Voraussetzungen es sich bei Ansprüchen aus Krediten, die nicht von einem direkten Gesellschafter des Kreditnehmers gewährt werden, um Forderungen handelt, die im Sinne der insolvenzrechtlichen Anfechtungsvorschriften Gesellschafterdarlehen gleichzustellen sind. Ein am 18. Juli 2013 verkündetes weiteres Urteil des Bundesgerichtshofs (BGH IX ZR 219/11) gibt Anlass, dieser Frage nochmals nachzugehen. In dieser Entscheidung nimmt das Gericht außerdem Stellung zum Verhältnis verschiedener Anfechtungsvorschriften zueinander.

A. Gesellschafterdarlehen und gleichgestellte Forderungen in der Insolvenz des Darlehensnehmers

Nach der Insolvenzordnung (InsO) sind Forderungen auf Rückgewähr eines Darlehens, das die Schuldnerin von einem Gesellschafter erhalten hat, der mit mehr als 10 % an ihr beteiligt ist, in der Insolvenz der Schuldnerin erst nach den Forderungen der übrigen Insolvenzgläubiger zu befriedigen (§ 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO).

Soweit die Forderung aus einem solchen Gesellschafterdarlehen im letzten Jahr vor dem Eröffnungsantrag befriedigt wurde, ist die Darlehensrückzahlung anfechtbar (§ 135 Abs. 1 Nr. 2 InsO). Für Rechtshandlungen im Zusammenhang mit der Bestellung von Sicherheiten für entsprechende Gesellschafterdarlehen besteht die Anfechtungsmöglichkeit sogar bis zu zehn Jahre, wenn sie innerhalb dieses Zeitraums vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens erfolgt sind.

Vorstehende Grundsätze gelten nach der Insolvenzordnung entsprechend für Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem vom direkten Gesellschafter gewährten Darlehen wirtschaftlich entsprechen. Offen lässt das Gesetz hierbei, unter welchen Voraussetzungen eine solche wirtschaftliche Entsprechung anzunehmen ist.

B. Darlehen des mittelbaren Gesellschafters

Im eingangs genannten, vom Bundesgerichtshof im Februar dieses Jahres entschiedenen Fall wurde das fragliche Darlehen der später insolventen Kommanditgesellschaft nicht von einem unmittelbaren Gesellschafter gewährt, sondern vom Inhaber deren alleiniger Kommanditistin.

Für diese Konstellation hat der Bundesgerichtshof in seiner Entscheidung zunächst klargestellt, dass der lediglich mittelbar an einer Gesellschaft Beteiligte hinsichtlich seiner Kredithilfen für die Gesellschaft wie ein unmittelbarer Gesellschafter zu behandeln ist.

Dies gelte jedenfalls für den Gesellschafter-Gesellschafter, also denjenigen, der – wie im entschiedenen Fall – an der Gesellschafterin der Gesellschaft beteiligt ist und aufgrund einer qualifizierten Anteilsmehrheit einen beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft ausüben kann. Diese Rechtsauffassung ist nicht weiter überraschend.

Bemerkenswerter sind in diesem Zusammenhang allerdings darüber hinausgehende Ausführungen des Gerichts. Aufgrund der klaren Beteiligungsverhältnisse im entschiedenen Fall, das heißt der jedenfalls mittelbaren 100 %-Beteiligung des Darlehensgebers an der insolventen Darlehensnehmerin, konnte dahinstehen, ob auch bereits nach Überschreiten der Kleinstbeteiligungsschwelle von 10 % (§ 39 Abs. 5 InsO) ein von dem Gesellschafter-Gesellschafter gewährtes Darlehen dem insolvenzrechtlichen Nachrang und den entsprechenden Anfechtungsmöglichkeiten unterliegt. Gleichwohl sah sich das Gericht in den Entscheidungsgründen zu der Aussage veranlasst, dass diese Annahme naheliegt. Eine weitere Verschärfung der insolvenzrechtlichen Anfechtungsmöglichkeiten im Bereich von Gesellschafterdarlehen und damit vergleichbarer Forderungen deutet das Gericht hierdurch zumindest an. Dabei lässt sich derzeit noch schwer einschätzen, wie weit diese gehen werden. Im vertikalen Beteiligungsbereich sind danach insbesondere Fälle problematisch und fraglich, in denen der direkt am Darlehensnehmer beteiligte Gesellschafter, an dem wiederum der Darlehensgeber beispielsweise lediglich einen Anteil von knapp über der Kleinstbeteiligungsschwelle hält, am später insolventen

Darlehensnehmer nicht allein beteiligt ist und eine „prozentuale Durchrechnung“ zu einer mittelbaren Beteiligung des Darlehensgebers am Darlehensnehmer von 10 % oder weniger führen würde. Dies vor allem dann, wenn der direkte Gesellschafter am Darlehensnehmer lediglich eine Minderheitsbeteiligung hält und diesen auch in sonstiger Weise nicht beherrschen kann.

C. Darlehen im horizontalen Beteiligungsverhältnis

Neben Darlehen in vertikalen Beteiligungsverhältnissen behandelt der Bundesgerichtshof auch Darlehen zwischen Gesellschaften, die horizontal verbunden sind, unter bestimmten Voraussetzungen wie Darlehen eines unmittelbaren Gesellschafters mit der Folge, dass die entsprechenden Rückzahlungsansprüche nachrangig sind und die insolvenzrechtlichen Anfechtungstatbestände eingreifen können. Das war in dem eingangs erwähnten Urteil des Gerichts vom Juli dieses Jahres der Fall. Dort war an der darlehensnehmenden und später insolventen GmbH ein Gesellschafter beteiligt, der zugleich auch Gesellschafter der darlehensgewährenden Gesellschaft war. Solche Darlehen stehen nach dem Bundesgerichtshof denen eines unmittelbaren Gesellschafters jedenfalls dann gleich, wenn die Beteiligung an der darlehensgewährenden Gesellschaft einen Umfang von über 50 % hat. Alternativ soll nach dem Gericht ausreichen, dass der Gesellschafter des Darlehensnehmers am Darlehensgeber zu genau 50 % beteiligt ist, wenn er zugleich auch alleinvertretungsberechtigter Geschäftsführer des Darlehensgebers ist.

D. Anfechtbarkeit einer Sicherheitsgewährung über ein Jahr nach Verwertung der Sicherheit

Bemerkenswert ist die Entscheidung vom Juli dieses Jahres auch unter einem weiteren Aspekt. In dem zu entscheidenden Fall wurde die für den Darlehensrückzahlungsanspruch gewährte Sicherheit über ein Jahr vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens verwertet. Entsprechend war die mit der Verwertung einhergehende Befriedigung nach § 135 Abs. 1 Nr. 2 InsO nicht mehr anfechtbar. Daher stellte sich die Frage, ob der Ausschluss der Anfechtbarkeit einer Befriedigung nach § 135 Abs. 1 Nr. 2 InsO eine Sperrwirkung in der Weise entfaltet, dass auch die zeitlich vorausgegangene Gewährung der Sicherheit nicht mehr nach § 135 Abs. 1 Nr. 1 InsO angefochten werden kann.

Eine solche Sperrwirkung verneint der BGH unter Heranziehung allgemeiner anfechtungsrechtlicher Grundsätze. Danach seien Sicherheitsgewährung und Befriedigung jeweils als selbstständige Rechtshandlungen mit unterschiedlichen Rechtswirkungen individuell auf ihre gläubigerbenachteiligenden Auswirkungen hin zu untersuchen und bei Vorliegen der jeweiligen gesetzlichen Voraussetzungen auch unabhängig voneinander anfechtbar.

Die hiernach vom Gericht bejahte Anfechtbarkeit der Sicherheitsgewährung führte im entschiedenen Fall dazu, dass der Gegenwert der verwerteten Sicherheit an die Insolvenzmasse zu erstatten war.

E. Fazit

Eine längere Kette von Entscheidungen lässt eine Tendenz der Rechtsprechung dahingehend erkennen, insolvenzrechtliche Anfechtungsvorschriften stetig extensiver auszulegen. Für direkte und indirekte, unmittelbare und mittelbare Gesellschafter des Darlehensnehmers ist daher mittlerweile bei der Wahl nahezu sämtlicher Gestaltungen Vorsicht angezeigt. ■



Dr. Andreas Grunert

ist Rechtsanwalt im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Stuttgart.
E andreas.grunert@cms-hs.com



Dr. Peter Ruby

ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Stuttgart.
E peter.ruby@cms-hs.com

Equator Principles III – Implikationen für Banken und Darlehensnehmer

Die Equator Principles („EP“) tragen ihren umfassenden Geltungsanspruch bereits im Namen. Inhaltlich handelt es sich bei den EPs um ein internationales Rahmenwerk zur Erfassung, Bewertung und zum Management von Kreditrisiken. Das Regelungswerk weist einen besonderen Charakter auf, da die Verpflichtungen zum einen lediglich selbstverpflichtender Natur sind und zum anderen – anstelle monetärer Kreditrisiken – die Wahrung von Umwelt- und Sozialstandards im Fokus steht. Im Juni 2013 wurde eine Neufassung der EPs verabschiedet (EP III), deren Regelungsgehalt sich nach Ablauf einer Übergangsfrist auf alle Neu-Transaktionen ab dem 1. Januar 2014 auswirkt. Da sich die Bedeutung der EPs nicht auf den Kreis der teilnehmenden Institutionen beschränkt, sollen die wesentlichen Änderungen im Folgenden dargestellt werden.

A. Ursprung, Bedeutung und Inhalt der EPs

Die Entstehungsgeschichte der EPs reicht in das Jahr 2003 zurück. Im Kontext von Umweltskandalen schlossen sich zehn führende Finanzinstitute zusammen und erarbeiteten Umwelt- und Sozialstandards für Projektfinanzierungen. Motivation der Initiative war – neben dem wachsenden Druck von Nichtregierungsorganisationen – unter anderem die Erkenntnis, dass die Wahrung von Mindeststandards nicht nur der Reputation der jeweiligen Institute (Marketingeffekt), sondern auch dem eigenen Risikomanagement

und letztlich sämtlichen Beteiligten einer Finanzierungstransaktion dient. Die zehn formulierten Prinzipien basieren auf Umweltstandards der Weltbank und Sozialstandards der International Finance Corporation (IFC). Im Jahr 2006 erfuhren die EPs eine erste Überarbeitung durch die Equator Principles II. Den Schlusspunkt der aktuellen Entwicklung bilden nunmehr die EP III, welche ab dem 1. Januar 2014 gelten.

Ein Blick auf die wirtschaftlichen Fakten verdeutlicht, dass sich die Bedeutung der EPs nicht auf eine Neueinkleidung des schillernden Begriffs der Nachhaltigkeit reduziert. Setzte sich die ursprüngliche Initiative noch aus einem begrenzten Teilnehmerkreis von zehn Instituten zusammen, so hat sich das Bild bis dato grundlegend gewandelt. Derzeit haben insgesamt 78 Finanzinstitute aus 35 verschiedenen Ländern die EPs unterzeichnet. Nach Angaben der beteiligten Institute decken die EPs mittlerweile einen Großteil der internationalen Projektfinanzierungen ab. Insbesondere bei Finanzierungen in Entwicklungsländern finden die Regularien demnach in 70 Prozent der länderübergreifenden Projektfinanzierungen Anwendung. Aufgrund dieses Volumens und der Tatsache, dass sich in bestimmten Regionen bei fehlender Wahrung der EPs nur unter erschwerten Umständen Partner für ein Finanzierungs-konsortium finden lassen, legen nicht nur altruistische Motive eine nähere Befassung mit den Prinzipien nahe.

Prinzip Nr. 1 verlangt zunächst eine Kategorisierung der Risiken, welche zwischen den Stufen A (signifikante Risiken), B (begrenzte

Risiken) und C (minimale oder keine Risiken) differenziert. Projekte der Kategorien A und gegebenenfalls B sind anschließend einer Umwelt- und Sozialverträglichkeitsprüfung zu unterziehen (ESA). Diese dient der Identifizierung und Evaluierung der ökologischen und sozialen Risiken und Auswirkungen des Projekts. Als Referenzmaßstab für die Prüfung erklärt Prinzip Nr. 3 zum einen die jeweiligen nationalen Gesetze und zum anderen die IFC-Performance-Standards und Richtlinien der World Bank Group für anwendbar. Abgestuft nach Investitionsland und Risikokategorie halten die Prinzipien 4 bis 6 weitere Verpflichtungen vor. Der Kreditnehmer muss demnach unter anderem einen Plan für das Management von Umwelt- und Sozialrisiken entwickeln, die anforderungsgerechte Information und Konsultation sämtlicher Stakeholder – insbesondere unter Beachtung der Belange indigener Gruppen – gewährleisten sowie ein speziell für die Risiken und negativen Einflüsse des Projekts konzipiertes Beschwerdemanagement einrichten. Prinzip 7 statuiert darauf aufbauend eine verpflichtende Überprüfung sämtlicher Entscheidungsvorgänge und Maßnahmen durch einen unabhängigen Experten. Prinzip 8 sieht die Absicherung des Bündels umwelt- und sozialspezifischer Pflichten mittels eigenständiger Auflagen und Verhaltenspflichten innerhalb des Darlehensvertrags vor. Die Prinzipien 9 und 10 widmen sich abschließend der unabhängigen Überwachung der Pflichten des Darlehensnehmers sowie der Berichterstattung. Dabei beschränkt sich die Berichtspflicht nicht nur auf das Verhältnis zwischen Darlehensnehmer und -geber. Finanzinstitute, welche sich zur

Wahrung der EPs verpflichteten, unterliegen ebenfalls einer jährlichen und öffentlichen Berichtspflicht über die Implementierung und Umsetzung der EPs.

B. Änderungen durch EP III

Im Kern trägt die Mitte August 2012 vorgelegte und im Juni 2013 verabschiedete Neufassung der EPs zwei Entwicklungen Rechnung. Zum einen stellt sie eine Reaktion auf in der Vergangenheit häufig geäußerte Kritikpunkte dar, zum anderen reflektieren die EP III Neuerungen der im Jahr 2012 von der IFC überarbeiteten Nachhaltigkeitsbestimmungen (Sustainability Framework). Unter Ausblendung redaktioneller Angleichungen lassen sich die inhaltlich relevantesten Änderungen dabei wie folgt skizzieren.

Die EPs sahen sich insbesondere der Kritik eines zu limitierten Anwendungsbereichs ausgesetzt. Einen ersten Schritt zur Erweiterung des Anwendungsbereichs hatten bereits die EP II unternommen und den maßgeblichen Schwellenwert für Projekte auf ein Finanzierungsvolumen von USD 10 Millionen abgesenkt. Die EP III widmen sich dagegen der Ausweitung des Merkmals der Projektfinanzierung. Nunmehr werden auch bestimmte projektbezogene Unternehmens- und Überbrückungskredite erfasst. Unternehmenskredite unterfallen demnach dem Regime der Prinzipien, wenn (i) mehr als die Hälfte der Darlehensvaluta zur Finanzierung eines einzelnen – der Kontrolle des Darlehensnehmers unterliegenden – Projekts aufgewendet wird, (ii) das Darlehen insgesamt mindestens USD 100 Millionen und die Verpflichtung der Äquator-Bank vor Syndizierung zumindest USD 50 Millionen beträgt und (iii) die Darlehenslaufzeit mindestens zwei Jahre beträgt. Überbrückungskredite mit einer Darlehenslaufzeit von weniger als zwei Jahren können ebenfalls den erweiterten Anforderungen unterfallen, wenn diese mittels einer Projektfinanzierung oder eines projektbezogenen Unternehmenskredits, entsprechend den vorstehenden Voraussetzungen, abgelöst werden sollen.

Ein weiterer Kritikpunkt widmete sich der Berichterstattung. Auch diesen Aspekt greifen die EP III auf und verlangen sowohl

Darlehensgebern als auch -nehmern eine stringenter und transparentere Berichterstattung ab. Insbesondere die dem Darlehensgeber auferlegten Berichtspflichten erfahren im Anhang B der EP III eine eingehende Präzisierung. Neben gänzlich neuen und erweiterten Berichtspflichten statuiert Anhang B unter anderem die Pflicht zur Veröffentlichung eines Reports auf der institutseigenen Homepage des Darlehensgebers, welcher Einzelheiten zur Implementierung der EPs und deren Umsetzung im Geschäft mit Darlehensnehmern enthält.

Neben der Ausweitung des Anwendungsbereichs und der Berichtspflichten bewirken die EP III auch inhaltliche Änderungen und führen zu einer Intensivierung der Pflichten. Enthalten sind unter anderem neue Anforderungen an das Management von Klimafolgen. So müssen Darlehensgeber bei Finanzierungsanträgen für Projekte, die jährlich voraussichtlich mehr als 100 000 Tonnen CO²-Äquivalente emittieren, nunmehr technische und klimafreundlichere Alternativen analysieren lassen. Der Darlehensnehmer seinerseits muss über das Ausmaß der Emission öffentlich berichten. Weiterhin fordern die EP III eine stärkere Beachtung der Menschenrechte ein. In Abhängigkeit von der Risikostruktur der Finanzierungstransaktion wird die Durchführung einer spezifischen Menschenrechts-Due-Diligence angeraten. Als Orientierungshilfe dienen hierbei die UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte.

Nicht übersehen werden darf, dass die Änderungen nicht auf risikosensible Transaktionen beschränkt sind, sondern auch Projekte der Kategorie C (minimale oder keine Risiken) erfassen. Begnügten sich die EP II noch damit, lediglich für Projekte der Risikokategorien A und B die Aufnahme von umwelt- und sozialspezifischen Verhaltenspflichten im Darlehensvertrag einzufordern, ändert sich dies unter der Geltung der EP III. Gemäß Prinzip Nr. 8 ist in jedem Fall – und damit unabhängig von einer bestimmten Risikokategorie – die Einhaltung der jeweiligen nationalen Umwelt- und Sozialstandards (Gesetze, Auflagen und Genehmigungen) erforderlich.

C. Fazit

Trotz ihres selbstverpflichtenden Naturells gelten die Equator Principles als international akzeptierter Standard bei Projektfinanzierungen. Insbesondere Finanzinstitute und Sponsoren, die zumindest einen Teil ihrer wirtschaftlichen Tätigkeit in Entwicklungsländern entfalten, ist eine inhaltliche Auseinandersetzung mit den Neuerungen der EP III dringend anzuraten. Durch EP III erfahren die Equator Principles nicht nur eine Ausweitung ihres bisherigen engen Anwendungsbereichs, sondern zudem eine Intensivierung und Erweiterung der Pflichten. Hiervon sind Darlehensnehmer wie -geber gleichermaßen betroffen. ■



Dr. Herbert Wiehe

ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Köln.
E herbert.wiehe@cms-hs.com



Dr. André Frischemeier

ist Rechtsanwalt im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Köln.
E andre.frischemeier@cms-hs.com

Die Finanzierung von offenen Immobilienfonds nach dem KAGB

Mit dem am 22. Juli 2013 in Kraft getretenen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ist das Investmentrecht in Deutschland grundlegend reformiert worden. Im Fokus der Reformer haben vor allem aufsichtsrechtliche Fragen und die Umsetzung der AIFM-Richtlinie gestanden. Darüber hinaus ist die Investmentkommanditgesellschaft (InvestmentKG) als zulässiges Investmentvehikel eingeführt und die Investmentaktiengesellschaft (InvestmentAG) als Anlageform für geschlossene Fonds etabliert worden.

Im Folgenden soll untersucht werden, in welchem Umfang die Finanzierungsmöglichkeiten von offenen Immobilienfonds unter dem KAGB gegenüber dem InvestG reformiert wurden.

I. Neue Begrifflichkeiten

Das KAGB hat den Begriff des offenen Immobilienfonds zugunsten der mit der AIFM-Richtlinie eingeführten Fondsbezeichnungen abgeschafft. Der offene Immobilienfonds nach dem InvestG ist nunmehr ein offener „Alternativer Investment Fond (AIF)“ in der Form des Sondervermögens. Ein AIF gilt nach dem KAGB als „offen“, wenn die Anleger mindestens einmal im Jahr das Recht haben, ihre Anteile zurückzugeben. Offene Immobilien-AIF können als „Publikums-AIF“, als „Spezial-AIF“ oder als „Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen“ aufgelegt werden. Letzterer entspricht – wahrscheinlich auch steuerlich – dem Spezialfond nach § 91

InvestG. Die Unterscheidung zwischen Publikums- und Spezial-AIF richtet sich nach der Art der Anleger. In einen Spezial-AIF dürfen nur professionelle und semiprofessionelle Anleger investieren, während der „Publikums-AIF“ für jedermann offen ist. Der Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen ist gemäß § 284 KAGB auf bestimmte Anlagegegenstände beschränkt.

Für offene AIF, die in Immobilien investieren, steht nach § 91 Abs. 3 KAGB nur das Sondervermögen als Rechtsform zur Verfügung. Die InvestmentKG und InvestmentAG dürfen nur als geschlossene Fonds verwendet werden. Sie werden daher in diesem Beitrag ausgeklammert.

II. Die Fremdfinanzierung von offenen Immobilienfonds

Sondervermögen in der Form des Spezial-AIF ohne feste Anlagebedingungen können gemäß § 274 KAGB ein unbegrenztes Leverage einsetzen, solange die BaFin keine Beschränkungen zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems nach § 215 Abs. 2 KAGB erlässt. Allerdings wird der Spezial-AIF ohne feste Anlagebedingungen wahrscheinlich steuerlich ungünstiger behandelt werden als der Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen, sodass sein Einsatz für viele Fonds voraussichtlich nicht infrage kommt. In dieser Frage wird aber erst das noch zu erlassende AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz endgültige Klarheit bringen.

Der „Publikums-AIF“ und der Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen sind dagegen im Hinblick auf den Einsatz von Leverage beschränkt. Eine Kreditaufnahme ist für diese beiden Fondstypen nur zulässig, wenn sie ausnahmsweise erlaubt ist.

Wie auch schon das InvestG unterscheidet das KAGB zwischen lang- und kurzfristigen Krediten. Kurzfristige Kredite mit einer maximalen Laufzeit von einem Jahr dürfen nur unter den Voraussetzungen der §§ 199, 230 KAGB aufgenommen werden. Kredite mit längerer Laufzeit müssen die Voraussetzungen von § 254 KAGB erfüllen. Da das Sondervermögen keine Rechtspersönlichkeit hat, erfolgt die Kreditaufnahme durch die für das Sondervermögen zuständige Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG). Alternativ kann aber auch eine für Rechnung des Sondervermögens gehaltene Immobilien-gesellschaft den Kredit aufnehmen.

1. Die Aufnahme kurzfristiger Fremddarlehen

Kurzfristige Kreditaufnahmen von „Publikums-AIF“ sind, wie auch schon nach § 53 InvestG, gemäß § 199 KAGB auf 10 % des Wertes des Sondervermögens begrenzt. Zusätzlich müssen die Kreditbedingungen marktüblich und die Kreditaufnahme muss in den Anlagebedingungen vorgesehen sein. Für Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gilt nach § 284 Abs. 4 eine Grenze von 30 %. Hier hat sich im Vergleich zum Investmentgesetz praktisch nichts geändert.

2. Die Aufnahme langfristiger Fremddarlehen

Wesentlich interessanter für Immobilienfonds als kurzfristige Kredite ist die Möglichkeit gemäß § 254 KAGB, auch langfristige Kredite zur Fremdfinanzierung des Immobilienvermögens aufzunehmen. Die Regelung entspricht dem § 80a InvestG. Gestattet ist danach eine Aufnahme langfristiger Kredite bis zu 30 % des Verkehrswertes der im Sondervermögen gehaltenen Immobilien. Für Spezial-AIF ist eine Kreditaufnahme bis 50 % des Verkehrswertes zulässig. Im Unterschied zu kurzfristigen Krediten ist dabei wichtig, dass die Kreditgrenzen über die gesamte Laufzeit der Kredite eingehalten werden müssen. Dies wurde bereits unter der Vorgängervorschrift § 80a InvestG so vertreten, nun aber durch die Einfügung des Wortes „halten“ in § 254 KAGB klargestellt. Bei einem Wertverlust der Immobilien während der Kreditlaufzeit müssen folglich Kredite anteilmäßig zurückgeführt werden, sofern die Grenze von 30 % beziehungsweise 50 % überschritten wird. Die Rückführung ist jedoch zum Schutz von Anlegerinteressen und der Vermeidung hoher Vorfälligkeitsentschädigungen nicht an starre Fristen gekoppelt.

3. Sicherheiten

Eine wesentliche Verbesserung hat das KAGB im Bereich der Sicherheitenbestellung gebracht. Nach § 231 Abs. 1 Nr. 7, § 234 KAGB können nun auch die Geschäftsanteile an Immobiliengesellschaften als Sicherheit für Kredite verpfändet werden.

III. Gesellschafterdarlehen an Immobiliengesellschaften

Gesellschafterdarlehen der KVG an Immobiliengesellschaften im Sondervermögen von „Publikums-AIF“ und Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen unterliegen unter dem KAGB denselben Sonderregelungen wie unter dem Investmentgesetz. Gemäß § 240 Abs. 1 und 2 KAGB (= § 69 Abs. 1 InvestG)

darf die Summe aller Gesellschafterdarlehen, die einer im Sondervermögen gehaltenen Immobiliengesellschaft (von der KVG) gewährt werden, maximal 50 % des Wertes der Grundstücke der Immobiliengesellschaft betragen. Darüber hinaus darf die Summe aller Gesellschafterdarlehen, die allen Immobiliengesellschaften im Sondervermögen zusammen gewährt werden, 25 % des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigen. Nach § 240 Abs. 3 KAGB sind Darlehen, die der Immobiliengesellschaft von Dritten (also nicht von der KVG) im eigenen Namen aber für Rechnung des Sondervermögens gewährt werden, als Gesellschafterdarlehen zu behandeln.

Die Bedeutung des Ausdrucks „für Rechnung des Sondervermögens“ in § 240 Abs. 3 KAGB war schon unter der gleichlautenden Vorgängervorschrift § 69 Abs. 2 InvestG umstritten. Eine verbreitete (wenn auch wenig überzeugende) Meinung in der Literatur vertrat die Auffassung, § 69 Abs. 2 InvestG erfordere, dass sämtliche Fremdfinanzierungen von Dritten im Auftrag der KVG bei der Ermittlung der 50 % beziehungsweise 25 %-Quote des § 69 Abs. 1 InvestG mit zu berücksichtigen seien. Dementsprechend gewährten viele Fremdfinanzierer Immobiliengesellschaften, die zum Beispiel schon 20 % des Wertes ihrer Grundstücke an Gesellschafterdarlehen von der KVG aufgenommen hatten, nur noch Darlehen in Höhe von 30 % des Wertes ihrer Grundstücke. Diese Praxis widerspricht jedoch der eigentlichen Bedeutung von § 240 Abs. 3 KAGB. Der Ausdruck „für Rechnung des Sondervermögens“ legt nämlich nahe, dass nur solche Darlehen von Dritten in die Höchstaufnahmequoten einzurechnen sind, für die das Sondervermögen selbst haftet, nicht jedoch Darlehen, die ein Fremdfinanzierer auf eigene Rechnung und lediglich im Auftrag der KVG an die Immobiliengesellschaft vergibt. Für letztere gilt lediglich § 254 KAGB, der nicht isoliert an den Wert der Grundstücke der kreditnehmenden Immobiliengesellschaft, sondern an den Wert der Immobilien im Son-

dervermögen insgesamt anknüpft. Leider hat es der Gesetzgeber versäumt, dies im KAGB klarer herauszustellen. So ist anzunehmen, dass auch weiterhin bestehende Gesellschafterdarlehen die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten von Immobiliengesellschaften im Rahmen der 50 %- beziehungsweise 25 %-Grenze beschränken werden.

IV. Fazit

Das KAGB erweitert die Finanzierungsmöglichkeiten für Immobilienfonds in Vertragsform nur für den Spezial-AIF ohne feste Anlagebedingungen, der voraussichtlich steuerliche Nachteile mit sich bringen wird. Die Anleger aller anderen Arten von offenen Immobilienfonds müssen auch unter dem KAGB mit den altbekannten Einschränkungen des Investmentgesetzes leben. Als wesentliche Neuerung des KAGB ist jedoch die Möglichkeit zu sehen, auch Geschäftsanteile an Immobiliengesellschaften als Sicherheit zu verpfänden. Damit wird dem Sicherungsbedürfnis von Banken entsprochen, was Fremdfinanzierungen in Zukunft erleichtern sollte. ■



Jens Benninghofen

ist Rechtsanwalt im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Berlin.

E jens.benninghofen@cms-hs.com

Unitranche-Finanzierungen – ein neuer Trend

Unitranche-Finanzierungen kamen in den vergangenen Monaten verstärkt auch in Deutschland zum Einsatz. Aus den USA zu uns herübergeschwappt, verspricht dieser Markttrend bessere Finanzierungsbedingungen, vornehmlich für das mittlere Marktsegment.

Was ist Unitranche?

In den überkommenen Kreditstrukturen gewähren nachrangig besicherte Kreditgeber ihre Kredite auf Basis separater Kredittranchen. Diese sind zum Teil im Senior-Kreditvertrag selbst enthalten (so typischerweise bei Second-Lien-Finanzierungen) oder, wie bei Mezzanine-Finanzierungen, in einer völlig separaten Darlehensdokumentation. Bei Unitranche-Finanzierungen hingegen gibt es nur eine einheitliche Kredittranche (unitranche), an der sowohl die vorrangigen Kreditgeber (sogenannte „First-Out-Lenders“) als auch die nachrangigen Kreditgeber (sogenannte „Last-Out-Lenders“) beteiligt sind. Unitranche-Finanzierungen werden typischerweise von Spezialfinanzierern (zum

Beispiel Kreditfonds) oder durch einen (kleineren) Hausbankenclub angeboten.

Wie werden Unitranche-Kredite dokumentiert?

Es gibt nur eine einheitliche Kredit- und Sicherheitendokumentation mit einheitlichen Auflagen und Kündigungsgründen. Die Kredite werden auf Basis eines einheitlichen Zinssatzes (blended rate) ausgereicht. Der Zinssatz ist höher als bei typischen Senior-Finanzierungen, umgekehrt aber auch niedriger als bei typischen Mezzanine-Finanzierungen. In einem zwischen den Kreditgebern, also ohne Beteiligung des Kreditnehmers, geschlossenen „All Lenders Agreement (ALA)“ regeln die Kreditgeber dann unter sich, wer welchen Anteil von den Zins- und Tilgungsleistungen erhält, wie die Verteilung im Falle der Sicherheitenverwertung aussieht und wie innerhalb des Konsortiums Mehrheitsentscheidungen herbeigeführt werden. Dabei hat sich für die ALAs noch kein Marktstandard etabliert und vieles ist hier noch im Fluss.

Vorteile für den Kreditnehmer

Für den Kreditnehmer liegen die Vorteile einer Unitranche-Finanzierung auf der Hand. Zunächst einmal ermöglichen Unitranche-Finanzierungen den Zugang zu Fremdkapitalgebern außerhalb der klassischen Bankenwelt. Dadurch können deutlich höhere Kreditvolumina finanziert werden als durch reine Senior-Finanzierungen. Auch weisen Unitranche-Finanzierungen häufig eine geringere Amortisierung als Senior-Finanzierungen auf und enthalten zuweilen auch Covenant-Lite-Aspekte. Deswegen sind Unitranche-Finanzierungen attraktiv als alternatives Finanzierungsinstrument für Sponsoren des mittleren Marktsegments oder zur Finanzierung kleinerer Akquisitionen oder von Sonderdividenden. Da es nur eine Kreditdokumentation und ein Sicherheitenpaket für alle Kreditgeber gibt, ist der Dokumentations- und Verhandlungsaufwand für Unitranche-Finanzierungen erheblich geringer als bei klassischen Senior-/Mezzanine-Finanzierungen. Dadurch werden Zeit und Kosten gespart. Aber auch die Verwaltung

Vor- und Nachteile von Unitranche-Finanzierungen aus Kreditnehmersicht

- + Zugang zu alternativen Finanzierungen, dadurch gegebenenfalls höheres Finanzierungsvolumen
 - + Gegebenenfalls geringere Amortisierung
 - + Einheitliche Kredit- und Sicherheitendokumentation (gegebenenfalls Covenant Lite), dadurch Zeit- und Kostenersparnis
 - + Keine Syndizierung, da durch Spezialfinanzierer oder Bankenclubs angeboten; daher auch kein Market-Flex-Risiko
 - + Vereinfachte Administration während Kreditlaufzeit
-
- Höherer Zins als bei reinen Senior-Finanzierungen
 - Intransparenz des „Agreement Among Lenders“



des Kredits während seiner Laufzeit vereinfacht sich für den Kreditnehmer. Er muss seinen Reporting-Verpflichtungen nur einmal nachkommen (und nicht, wie in typischen Senior-/Mezzanine-Gestaltungen, auch gegenüber dem nachrangigen Kreditgeber/Konsortium). Auch wenn der Kreditnehmer eine Änderung des Kreditvertrags wünscht, muss er diese nur mit einem Konsortium besprechen.

Sicht der Kreditgeber

Auch für die Kreditgeber zahlt sich der geringere Dokumentationsaufwand durch einen schnelleren Financial Close aus. Auch dass das ALA typischerweise ohne Beteiligung des Kreditnehmers verhandelt wird, ist aus Sicht der Kreditgeber vorteilhaft. Hinsichtlich des ALA konzentriert sich die Verhandlung der Kreditgeber zumeist auf die Definition des „Waterfall Trigger Event“, also der Festlegung derjenigen Kündigungsgründe im Kreditvertrag, deren Eintritt dazu führt, dass die First-Out-Lender vorrangig aus eingehenden Zahlungen bedient werden. Ferner spielen die Regelungen zu den Mehrheitsentscheidungen innerhalb des Konsortiums eine große Rolle. Zum Standard gehört es, dass zur Herbeiführung eines Mehrheits-

beschlusses des Konsortiums sowohl die Mehrheit der First-Out-Lender als auch die Mehrheit der Last-Out-Lenders erforderlich ist. Darüber hinaus können weitere Fragen eine Rolle spielen. So zum Beispiel, welche Stimmrechte ein Kreditgeber hat, der sowohl First-Out- als auch Last-Out-Lender ist oder ob es Buy-Out-Rechte für eine Kreditgebergruppe gibt, wenn die andere Kreditgebergruppe bei bestimmten Maßnahmen nicht mitmacht. Aufgrund des geringen Standardisierungsgrades der ALAs gibt es für Unitranche-Finanzierungen bislang kaum einen Sekundärmarkt, zumal die ALAs selbst häufig Übertragungsbeschränkungen vorsehen. Ein „Exit“ ist also nicht so einfach.

Zusammenfassung

Unitranche-Finanzierungen bieten dem mittleren Marktsegment die Chance, Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen zu erschließen, und zwar unter Einbeziehung ihrer bisherigen Hausbanken. Der Charme von Unitranche-Finanzierungen liegt darüber hinaus in ihrer abgespeckten Dokumentation und ihrer einfacheren Verwaltung auch während der Laufzeit des Kredits, was den erhöhten Zinsaufwand ausgleichen kann. ■



Axel Dippmann

ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Berlin.

E axel.dippmann@cms-hs.com

Umsatzsteueroptimierung beim Outsourcing durch Banken

Banken und andere Finanzinstitute lagern häufig Dienstleistungen auf externe Serviceprovider aus. Dies betrifft zum Beispiel IT-Dienstleistungen und Callcenterleistungen. Vielfach werden die ausgelagerten Leistungen gegenüber der Bank insgesamt umsatzsteuerpflichtig abgerechnet. Dies führt, da Banken nur in sehr begrenztem Umfang zum Vorsteuerabzug berechtigt sind, zu einer zusätzlichen Kostenbelastung. Angesichts eines Umsatzsteuersatzes von 19 % ist diese Zusatzbelastung in aller Regel erheblich.

In diesem Zusammenhang stellt sich regelmäßig die Frage, ob und inwieweit die Umsatzsteuerbelastung durch Anpassung der Vertragsverhältnisse und die praktische Umsetzung des Outsourcings reduziert werden kann. Dabei geht es darum, die für viele Bankdienstleistungen geltenden Umsatzsteuerbefreiungen auch auf die ausgelagerten Dienstleistungen anzuwenden. Dies gilt zum Beispiel im Bereich des Zahlungsverkehrs oder im Kreditgeschäft.

Rechtliche Grundlage der umsatzsteuerlichen Optimierung ist die neuere Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs und des Bundesfinanzhofs. Die Rechtsprechung lässt sich in den folgenden Kernaussagen zusammenfassen:

- Für die Befreiung kommt es auf die Art der Leistung an – zum Beispiel Kreditgewährung –, nicht jedoch darauf, ob sie von einer Bank oder einem Dritten

erbracht wird (siehe zuletzt EuGH, Urteil vom 7. März 2013, Rs. C-275/11, GfBk, Rn. 20).

- Die im Umsatzsteuergesetz enthaltenen Befreiungen können demnach auch von Nichtbanken in Anspruch genommen werden.
- Ausgelagerte Leistungen können befreit sein, wenn sie hinreichend verselbstständigt sind. Dies ist der Fall, wenn sie ein im Großen und Ganzen einheitliches Ganzes bilden und die spezifischen und wesentlichen Funktionen der steuerbefreiten Tätigkeit erfüllen (vergleiche hierzu Beratungsleistungen an eine Kapitalanlagegesellschaft EuGH, Urteil vom 7. März 2013, Rs. C-275/11, GfBk, Rn. 21; zum Überweisungsverkehr BFH, Urteil vom 13. Juli 2006, V R 57/04 und Urteil vom 12. Juni 2008, V R 32/06).

Die Finanzverwaltung hat sich im Grundsatz dieser Rechtsprechung angeschlossen (vergleiche zum Beispiel Abschn. 4.8.13 Abs. 14 und 15 UStAE). Unserer Erfahrung nach ist es daher grundsätzlich möglich, die umsatzsteuerliche Behandlung eines Auslagerungssachverhalts mit dem zuständigen Finanzamt zu besprechen und abzustimmen. Auf dieser Basis kann dann eine hinreichend rechtssichere Implementierung des umsatzsteuerfreien Outsourcings erfolgen.

Zu beachten ist noch, dass dem Kostenvorteil auf Bankseite beim Outsourcing-Partner der vollständige oder teilweise Wegfall des Vorsteuerabzugs gegenübersteht. In der Regel überwiegt jedoch der Vorteil auf der

Bankseite den Steuernachteil beim Outsourcing-Partner. Üblicherweise stellen die nicht steuerbelasteten Personalkosten zwischen 80 % und 90 % der Gesamtkosten des Outsourcing-Partners dar und ermöglichen eine sehr weitreichende Optimierung. Ferner kann der Vorteil durch vertragliche Regelung zwischen den beteiligten Parteien aufgeteilt werden. ■



Dr. Thomas Link

ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Frankfurt/Main.
E thomas.link@cms-hs.com



Dr. Tillman Kempf

ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Frankfurt/Main.
E tillman.kempf@cms-hs.com



// Tax

Umsatzsteuerfreiheit der Anlageberatung

Das BMF hat die jüngste Rechtsprechung des EuGH und BFH zur Umsatzsteuerfreiheit der an eine Kapitalanlagegesellschaft erbrachten Anlageberatungsleistung in ein BMF-Schreiben umgesetzt, durch das der Umsatzsteuer-Anwendungserlass geändert wird (BMF-Schreiben vom 28. Oktober 2013, IV D 3 – S 7160-h/08/10002).

Das Schreiben stellt klar, dass „Leistungen, die in der Abgabe von Empfehlungen zum An- und Verkauf von Vermögenswerten (zum Beispiel Wertpapiere oder Immobilien) gegenüber einer Kapitalanlagegesellschaft bestehen, unter die Steuerbefreiung [fallen], wenn eine enge Verbindung zu der spezifischen Tätigkeit einer Kapitalanlagegesellschaft besteht“.

Damit wird auch geklärt, dass eine umsatzsteuerfreie Anlageberatung nicht nur bei Wertpapierfonds, sondern – trotz Letztent-

scheidungsbefugnis der KAG/KVG – auch bei offenen Immobilienfonds möglich ist.

Nach Ansicht des BMF ist von einer steuerbefreiten Anlageberatung auszugehen, wenn die Empfehlungen „konkret an den rechtlichen und tatsächlichen Erfordernissen der jeweiligen Wertpapieranlage ausgerichtet“ sind, „aufgrund ständiger Beobachtung des Fondsvermögens erteilt“ werden und „auf einem stets aktuellen Kenntnisstand über die Zusammensetzung des Vermögens“ beruhen. Diese Anforderungen dürften in der Praxis regelmäßig erfüllt sein, sollten jedoch – zwecks Dokumentation gegenüber dem Finanzamt – im Beratungsvertrag möglichst explizit adressiert werden.

„Die Umsatzsteuerbefreiung gilt im Übrigen nur, wenn sich die Beratung auf ein Investmentvermögen im Sinne des früheren Investmentgesetzes oder auf Investmentfonds im Sinne des jüngst durch das AIFMSteuer-

Anpassungsgesetz neu gefassten Investmentsteuergesetzes (InvStG) bezieht. Nicht befreit ist daher zum Beispiel die Beratung geschlossener Immobilienfonds und Private Equity Fonds. ■



Dr. Tillman Kempf

ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Frankfurt/Main.
E tillman.kempf@cms-hs.com

Kurz notiert

„Einmal gezahlt, zweimal befreit“ geht in der Insolvenz nicht!

Mit seinem Urteil vom 4. Juli 2013 (Az. IX ZR 229/12) hat der Bundesgerichtshof (BGH) entschieden, dass sich ein Gesellschafter durch ein und dieselbe Zahlung an die Gesellschaft nicht zugleich von einem gegen ihn gerichteten Rückgewähranspruch nach §§ 143, 135 InsO und von seiner Haftung für ein Drittdarlehen aufgrund einer von ihm gestellten Sicherheit befreien kann.

Im konkreten Fall hatte ein Gesellschafter der Insolvenzschuldnerin ein Gesellschafterdarlehen gewährt und darauf Rückzahlungen in nach § 135 InsO anfechtbarer Weise erhalten. Diese Rückzahlungen zahlte er daraufhin in Erfüllung des Anspruchs aus § 143, 135 InsO an die Insolvenzmasse zurück. Dabei überwies er jedoch auf ein im Soll befindliches Konto der Gesellschaft, für das er der kontoführenden Bank Sicherheiten bestellt hatte. Durch die Überweisung verringerte sich daher insgesamt nicht nur die Forderung der Masse aus § 143, 135 InsO gegen den Gesellschafter, sondern auch die Summe, für die der Gesellschafter als Sicherungsgeber einzustehen hatte. Der BGH akzeptierte dieses Ergebnis so nicht und führte eine wirtschaftliche Betrachtungsweise ein. Der Gesellschafter soll sich nicht gleichzeitig von dem Rückforderungsanspruch nach § 143 InsO befreien und seine Haftung aus der Sicherheit reduzieren können. Der Gerichtshof billigte daher dem Insolvenzverwalter einen Rückforderungsanspruch gemäß § 135, 143 InsO zu, der der Höhe nach auf die Summe begrenzt war, um die der Gesellschafter seine Haftung aus der Sicherheit durch die Zahlung reduziert hatte. ■

Rückgewähransprüche müssen auch bei der Geschäftsverlagerung auf eine neue Bank erfüllt werden!

Mit seinem Urteil vom 19. April 2013 (Az. V ZR 47/12) hat der BGH nunmehr klargestellt, dass die Abtretung einer vorrangigen Grundschuld an einen Dritten entgegen einer bestehenden Verpflichtung zur Abtretung an den nachrangigen Grundschuldgläubiger Schadensersatzpflichten des abtretenden vorrangigen Grundschuldgläubigers auslöst.

Im konkreten Fall hatte der Eigentümer und persönliche Schuldner seinen Rückgewähranspruch aus der vorrangigen Grundschuld an den nachrangigen Grundschuldgläubiger abgetreten und dem vorrangigen Grundschuldgläubiger diese Abtretung angezeigt. Anschließend entschied sich der Schuldner, die Geschäftsverbindung mit dem vorrangigen Grundschuldgläubiger (einer Bank) endgültig zu beenden und seine Bankgeschäfte auf eine neue Bank zu verlagern. Die alte Bank (der vorrangige Grundschuldgläubiger) übertrug daraufhin die nicht mehr vollständig valutierende vorrangige Grundschuld an die neue Bank des Schuldners, die diese neu valutieren ließ. Der nachrangige Grundschuldgläubiger trat daraufhin an die alte Bank des Schuldners heran und forderte Schadensersatz.

Das Berufungsgericht (OLG Rostock) lehnte den Anspruch zunächst ab und argumentierte, dass die nach der Sicherungsabrede zwischen Schuldner und vorrangigem Grundschuldgläubiger zulässige Revalutierung der vorrangigen Grundschuld einen Schadensersatzanspruch des nachrangigen Gläubigers ausschließe. Es dürfe keinen Unterschied

machen, ob der Zedent der vorrangigen Grundschuld selbst eine nach der Sicherungsabrede zulässige Revalutierung vornehme oder ob diese erst nach der Abtretung und Beendigung der Geschäftsverbindung durch den Zessionar vorgenommen wird.

Der BGH widersprach und bejahte einen Schadensersatzanspruch aus § 280 Abs. 1, Abs. 3, 283, 275 BGB, weil der Zedent die Unmöglichkeit der Erfüllung des Rückgewähranspruchs des nachrangigen Grundschuldgläubigers zu vertreten habe. Auch wenn nach der Sicherungsabrede eine Revalutierung der vorrangigen Grundschuld zulässig sei, beziehe sich dies nur auf den jeweiligen Inhaber der Grundschuld, mit dem die Sicherungsabrede geschlossen wurde. Wenn der ursprüngliche vorrangige Grundschuldgläubiger seine Geschäftsbeziehungen zum Schuldner beende, entfalle der Sicherungszweck der Grundschuld und es entstehe regelmäßig ein Rückgewähranspruch in Bezug auf die vorrangige Grundschuld zugunsten des persönlichen Schuldners. Da der Rückgewähranspruch wirksam an den nachrangigen Grundschuldgläubiger abgetreten war und seine Erfüllung durch die Abtretung der Grundschuld an die neue Bank vereitelt wurde, haftete die alte Bank dem nachrangigen Grundschuldgläubiger auf Schadensersatz. ■

Kurz notiert

Britische Wettbewerbshüter verpflichten Kreditgeber zum Verzicht auf „Big-Four-only“-Klauseln

Die britische Wettbewerbsbehörde (UK Competition Commission) hat am 15. Oktober 2013 ihren finalen Bericht zu den Wettbewerbsbedingungen auf dem Wirtschaftsprüfermarkt vorgestellt (Statutory Audit Services for Large Companies Market Investigation, verfügbar unter: <http://www.competition-commission.org.uk/our-work/directory-of-all-inquiries/statutory-audit-services>). Darin werden verschiedene Maßnahmen beschlossen, die nach ihrer Umsetzung den gegenwärtigen Automatismus der Beauftragung von lediglich einem von vier marktbeherrschenden Wirtschaftsprüfergesellschaften (KPMG, EY, PriceWaterhouseCoopers und Deloitte – auch „Big Four“ genannt) durch große Unternehmen durchbrechen sollen. Unter anderem beabsichtigen die Wettbewerbshüter Kreditgeber dazu zu verpflichten, zukünftig auf soge-

nannte „Big-Four-only“-Klauseln in Kreditverträgen zu verzichten. Mithilfe der „Big-Four-only“-Klauseln beschränken Kreditgeber in Kreditverträgen die Wahlmöglichkeiten des Kreditnehmers hinsichtlich seines Wirtschaftsprüfers auf einen der vorgenannten Big Four. Die Kreditgeber sollen jedoch auch weiterhin die Anforderungen an den Wirtschaftsprüfer des Kreditnehmers auf Grundlage objektiver Kriterien bestimmen dürfen. Nach aktueller Planung sollen die Beschlüsse der Competition Commission im Laufe des nächsten Jahres in bindendes Recht („Order“) überführt werden, das voraussichtlich am 1. Oktober 2014 in Kraft treten wird. Das Verbot für „Big-Four-only“-Klauseln soll nur für bilaterale und syndizierte Kredite gelten, die nach dem Inkrafttreten der Order von Unternehmen abgeschlossen werden, deren Jahresabschlüsse nach Teil 16 des britischen Companies Act zu prüfen sind. Nicht gelten soll das Verbot dagegen für öffentlich angebotene Schuldverschreibungen und für bereits bestehende Kreditverträge. ■



Axel Dippmann

ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Berlin.

E axel.dippmann@cms-hs.com



Bitcoins under German law

Recently, in April 2013, the virtual currency “Bitcoin” attracted a good deal of public attention because of its strong price fluctuations. Now, in August 2013, Bitcoins are again in the media. For the first time, the German Federal Ministry of Finance made public its opinion on Bitcoins as “private money” and as “units of account” according to Section 1 (11) (1) No. 7 of the German Banking Act (Kreditwesengesetz – KWG). This raises a number of tax and regulatory questions.

1. What is Bitcoin and how does it work?

Bitcoin (informal abbreviation BTC) is an open-source software project, which is behind the digital currency of the same name. It was developed by a hacker group called Satoshi Nakamoto in 2009. So-called “Bitcoin miners” generate Bitcoins on a peer-to-peer basis. Everybody who is connected to the network can theoretically mine Bitcoins. However, this requires high computing power. Computers have to execute complex number-crunching tasks, which become more and more difficult with every mined Bitcoin. As a reward for this computing power, Bitcoins are issued. However, the total number of Bitcoins to be awarded is limited to a maximum of 21 million.

Bitcoins can be exchanged for traditional currency, with the exchange rate being determined by supply and demand. Users have a digital wallet in which their Bitcoins are stored. Bitcoins can be sent or received by means of one or more Bitcoin addresses (cryptographic public keys). Thus, Bitcoins can be transferred using a personal computer or smartphone without an intermediate financial institution. Hence, Bitcoins are freely fungible within the network. In

Germany, the Bitcoin is not (yet) very popular. However, customers can already pay with Bitcoins online and in some fashionable shops in Berlin, for example.

Proponents and users advertise Bitcoin primarily as being a decentralised and anonymous means of payment. This of course has triggered some interest amongst German tax and regulatory authorities.

2. Neither legal tender nor e-money

The German Federal Ministry of Finance initially stated that Bitcoins are not legal tender. Legal tender is a payment method authorised by domestic or foreign law. In Germany, the euro is the exclusive legal tender according to Article 128 of the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU). As Bitcoins are also, not deemed legal tender anywhere else, they do not qualify as foreign currency either.

Further, the German Federal Ministry of Finance stated that Bitcoins cannot be considered as electronic money (e-money). Broadly speaking, e-money is electronically stored monetary value, as per Section 1a (3) of the German Payment Services Supervision Act (Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz – ZAG). While Bitcoins undoubtedly represent electronically stored monetary value, they are not issued on receipt of funds. Bitcoins are issued in return for computing power. Therefore, they are not derived from legal tender or e-money.

The question then arises as to how else Bitcoins can be categorised under German law.

3. Private money and tax law

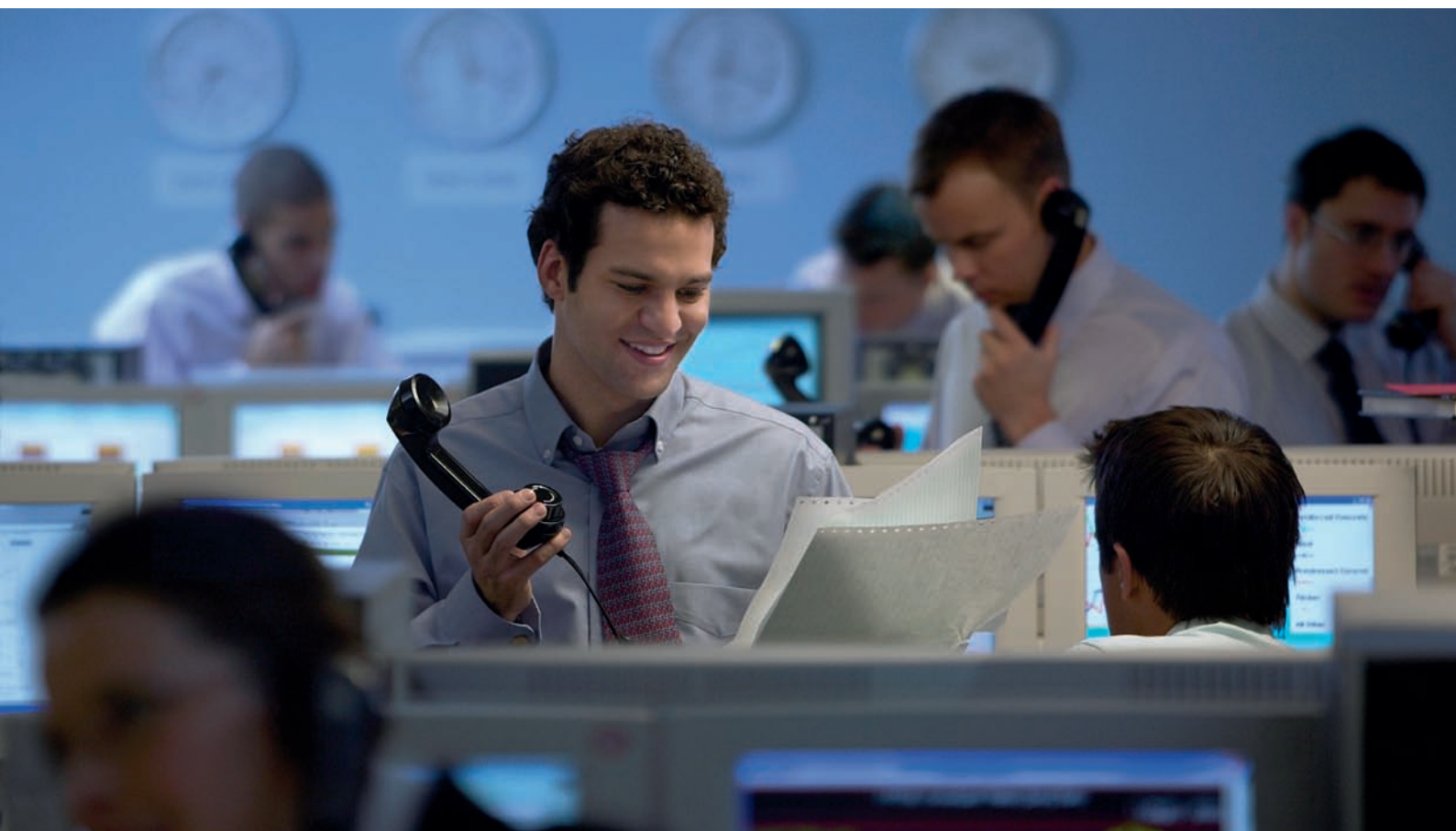
As previously mentioned, the German Federal Ministry of Finance classified Bitcoins as

“private money”, because they are used as a payment method in multilateral clearing circles based on agreements under private law. From a tax law perspective, this means that the exchange of Bitcoins for euros is generally subject to income tax, because this exchange is considered as income from private sale transactions according to Section 22 No. 2 of the German Income Tax Act (Einkommenssteuergesetz – EStG). However, due to the fact that Bitcoins are classified as “other economic assets” according to Section 23 (1) (1) No. 2 EStG, there are reasonable grounds for assuming that the conversion of Bitcoins into euros is tax-free after a one-year holding period. This is a definite advantage compared to income received from capital assets. Nevertheless, the tax impact of incoming and outgoing payments in Bitcoin currency will have to be handled by tax authorities.

With regard to business activity that uses the Bitcoin currency, there is generally no exemption from value added tax – especially for turnover from legal tender according to Section 4 No. 8 (b) Value Added Tax Act (Umsatzsteuergesetz – UStG). However, the German Federal Ministry of Finance stated that there could be an exemption according to Section 4 Nr. 8 (c) UStG (turnover from transactions concerning debts).

4. Units of account and banking supervision law

Moreover, the German Ministry of Finance held that Bitcoins are to be regarded as “units of account” according to Section 1 (11) (1) No. 7 of the German Banking Act (KWG). Such units of account, exactly like foreign currencies, constitute financial instruments. In other words, Bitcoins are treated like shares and derivatives. As a result, trading in them on a commercial



scale may qualify as banking or financial services. As in most jurisdictions, rendering banking or financial services requires permission from the German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin). Trading without the required permission is a crime.

In the middle of December 2013, the BaFin issued its detailed view on its regulatory assessment of Bitcoins in this regard.

However, simply generating and using Bitcoins as a payment method does not require a license.

5. Risks and money laundering

Obligations regarding money laundering prevention according to the German Money Laundering Act (Geldwäschegesetz – GwG), such as know-your-customer and internal safety measures, refer primarily to banking businesses and financial services. As a result transactions in Bitcoins in particular are unsupervised and even completely

anonymous. Although, all transactions are stored in a file and publicly available, users can have as many Bitcoin addresses as they want to and this complicates the traceability. There are even anonymisation services, which shift Bitcoins back and forth to disguise their origin. This means there is a substantial money laundering risk. Consequently, US authorities plan stricter regulation concerning digital currencies. In the meantime, China's central bank even banned Chinese financial institutions from conducting transactions in the virtual currency Bitcoin.

Other risks, such as security breaches and technical problems, are evident. According to press reports, hackers are increasingly interested in gaining illegal possession of Bitcoins. On these grounds, the European Banking Authority (EBA) issued a warning to consumers on virtual currencies in the middle of December 2013.

Only the future will show whether the Bitcoin really has a chance of being accepted as a payment method in Germany. Faced with

increasing banking and money laundering regulation, there are doubts as to whether the Bitcoin business model, which is based on anonymity, will be able to continue in its current form for long. ■



Pia Leonhardt, LL. M. (UNSW)

is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Frankfurt.

E pia.leonhardt@cms-hs.com

The price of legal certainty – when choosing the applicable law costs extra

On the increase of notarial fees

In the new German Court and Notary Fees Act (Gerichts- und Notarkostengesetz – GNotKG) which entered into force on 1 August 2013, the German legislator has decreed that a choice of law clause in a contract subject to the notarial form will cost an additional fee. According to Section 111 and 104 GNotKG, the fee value (“Gegenstandswert”; the amount used to calculate the notarial fee) of a notarised contract with a choice of law clause rises from 100% to 130% compared to a contract without such a clause. As a consequence, the notarial fee payable for notarisation of the contract increases by about 10–15% depending on the value of the contract if a choice of law clause is included. For the time being it is still unclear whether an implicit choice of law (by reference to specific national rules of law, for example) also triggers the additional fee according to Section 104, 111 GNotKG.

In the practice of finance, share pledge agreements concerning shares in a German limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung – GmbH) and land charge deeds will be predominantly affected by the new “choice of law fee”. Both types of document are regularly concluded in connection with credit arrangements and require mandatory notarisation. This begs the question whether it is possible to dispense with a choice of law clause in contracts subject to notarisation to avoid the additional notarial fees.

Generally speaking, dispensing with a choice of law clause in a contract always implies a certain loss of legal certainty. The reasons for this are the soft assessment criteria contained in EU Regulation No. 593/2008 for the determination of the law applicable to contractual obligations (Rome I Regulation). In the absence of a choice of law clause, the Rome I Regulation allows a judge to determine the law applicable to a particular contract with a high degree of discretion.

For example, in many instances the judge may apply the national law which is “most closely connected” (Article 4 para. 4 Rome I Regulation) or the law which is “manifestly more closely connected” (Article 4 para. 3 Rome I Regulation) to the contract. Understandably, it is not always easy for the drafter of a contract to predict to which national law the contract is most closely connected in the opinion of a future judge who has to decide upon the validity of the contract. An explicit choice of law clause avoids this uncertainty. It also enables the drafting lawyer to evaluate the validity of the contractual terms on the basis of the applicable law with certainty and advise the client accordingly.

However, in quite a few constellations the application of German law to a contract even without an explicit choice of law is quite certain. For example, a pledge agreement by which the shares of a German GmbH are pledged and which is concluded between parties all of whom have their place of business in Germany and which is subject

to the jurisdiction of German courts will be subject to German law according to Article 4 para. 2 Rome I Regulation even in the absence of a choice of law clause. Thus, the choice of law clause can be dispensed with in this type of contract to save notarial fees. Other constellations are harder to evaluate, however. If, for example, the sole pledgor of a pledge agreement has his place of business outside of Germany, a judge may consider this fact sufficient to subject the pledge agreement to the law in force at the place of business of that pledgor in the absence of an explicit choice of law, regardless of any other objective criteria creating a close connection to German law. Thus, every single contract needs to be examined and evaluated in detail to determine whether an explicit choice of law can be dispensed with without risking legal uncertainty. ■



Jens Benninghofen

is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Berlin.

E jens.benninghofen@cms-hs.com

NYSE Euronext to be new guardian of LIBOR

Background

In 2008, Willem Buiter, a former member of the Bank of England's Monetary Policy Committee, described LIBOR (London Interbank Offered Rate) as "the rate at which banks don't lend to each other". The implications of this statement were significant, given that LIBOR provides the essential reference interest rate for financial products worth hundreds of trillions of dollars. LIBOR is the average interest rate at which leading banks are offered liquid funds by other banks in the London market. Up to now, various interest rates have been fixed each working day for different currencies and terms by the British Bankers' Association (BBA) – a group comprising the major banks operating internationally in London – before being published by Thomson Reuters.

In 2012, it was discovered that LIBOR had been manipulated for many years. The revelations showed that the interbank rates stated by the participating banks and used to fix LIBOR were in some cases not based on economic reality and had simply been

made up. The legal process of investigating and punishing this behaviour is still ongoing. Meanwhile, the British government and financial regulator have already taken action, with the BBA due to be replaced as the administrator and publisher of LIBOR. The BBA's successor will be a UK-based subsidiary of transatlantic stock exchange operator NYSE Euronext which will be overseen by the British Financial Conduct Authority. The actual transfer is set to complete in early 2014 once all the required approvals have been obtained.

Practical effects of the transfer of responsibility

Although responsibility has not been transferred yet, the pending changes already affect current and future loan agreements, along with the contractual wording of these agreements.

Various financial products commonly refer back to LIBOR as the crucial reference interest rate. In particular, a large number of loans with variable interest rates include a reference to LIBOR. Fixed interest periods are often a feature of these loans. If a loan refers to LIBOR, then a LIBOR rate determined at the

start of the period applies for the relevant interest period; the rate may also end up higher as a result of margins or other items. When defining LIBOR, loan agreements frequently make reference to specific publication by Thomson Reuters of the relevant interest rate as fixed by the BBA. This may be 1-month or 3-month LIBOR, for example. This reference is also typically accompanied by a fall-back mechanism, which ensures that the interest rate is fixed in cases where the BBA is unable to determine a rate. Accordingly, the parties to corresponding agreements now face the question of whether the transfer of responsibility will have an impact on existing loan agreements and whether any amendments will be required as a result.

The starting point for answering this question is the relevant contractual provision or definition of LIBOR. This can be worded very broadly in a given agreement and may not only cover interest rates fixed and published by the BBA. If this is the case and future determination and publication of LIBOR by NYSE Euronext is covered by the existing contractual provision there is no need for action.



Scenarios which grant one of the parties involved (the bank or an agent) a right of determination in relation to the publisher and source for fixing LIBOR can also be resolved without any formal contractual amendment. Financing documentation where an agent is involved is particularly likely to contain corresponding rights. In many cases, however, the right of determination will be restricted to changing the location of the relevant Thomson Reuters web page. Since selective amendment of the current source while retaining a reference to the BBA gives rise to a discrepancy, modifying the agreement is preferable in this case (see below for more on this point).

Contractual amendment is recommended for all agreements which include an explicit and exclusive reference to the BBA, possibly accompanied by an indication of the specific source of publication by Thomson Reuters. Irrespective of any fall-back mechanism which may be in place as described above, the primary reference to LIBOR fixing should be properly defined in the agreement. The extent of the contractual amendments will be modest in most cases and should take account of the theoretical risk of a new transfer of responsibility in the future by using generic wording. Subject to the special features of the individual case and based on the current proposals on the

wording of agreements from the Loan Market Association (LMA), modification of the contractual reference to online publication of LIBOR will suffice.

The reference should make clear that determination of LIBOR rates by the BBA for specific terms and currencies is covered along with determination of these rates by any third party which takes over responsibility. If the agreement also includes an explicit reference to the Thomson Reuters source for the relevant LIBOR rates then clarification is additionally required to the effect that it is not only the current source which is being referred to but also any other source that may be used in future.

Based on the considerations outlined above, any need for contractual amendment is likely to be limited in scope in most cases. Nevertheless, the parties to the agreement should still review relevant agreements ahead of the upcoming transfer of responsibility in order to avoid legal uncertainty.

Assuming that the transfer of responsibility contributes to LIBOR once again becoming "the rate at which banks lend to each other", any effort and expense incurred as a result of this review will ultimately be in the interests of both lenders and borrowers. ■



Dr Philipp Schäfer, LL.M.

is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Cologne.
E philipp.schaefer@cms-hs.com



André Frischemeier

is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Cologne.
E andre.frischemeier@cms-hs.com

... aren't we all a kind of benchmark?

The events surrounding the fixing of key reference interest rates – Euribor and LIBOR – have resulted in unprecedented fines being imposed and existing responsibilities being reassigned (see the previous article by Schäfer and Frischmeier).

In addition, largely unnoticed by the public, the European Commission published a proposal in September 2013 for a “Regulation of the European Parliament and of the Council on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts”.

The content of the proposed Regulation is highly interesting and could result in a series of radical changes, both in the financial sector and in completely different areas of what is now termed the “real economy”.

What will be regulated?

The draft legislation covers “indices” which act as “benchmarks”.

The terms are highly technical and can easily be misunderstood. You might think, “we were talking just now about Euribor and LIBOR, but those aren't indices, are they?” Actually, they are: when the proposal talks about indices, it (also) means market reference rates such as these two, since an index for the purposes of the proposed Regulation is

- any figure or value
- which is based on values, rates, prices or other measurement characteristics of financial instruments, other assets or other comparable reference objects,

- is regularly calculated or determined and
- is published.

It is currently still unclear how these rather vague terms are to be understood. For now, one can only assume the following:

the petrol prices displayed at the local filling station are also an index for the purposes of the proposed Regulation.

However, regulation only takes place when the index becomes a benchmark. This occurs when

- the terms of traded financial instruments (such as debt securities quoted on a stock exchange) make reference to the index; or
- the index is crucial in determining the amount of interest or other payments in loan agreements (with consumers); or
- the index reflects the performance of a fund.

There are no other restrictions on application, such as a minimum number or size/value of the relevant securities, loans or funds. Under the proposal, any additional entry barriers of this kind apply only to even stricter regulation of indices described as “critical benchmarks”.

The extent to which an index “operator” is able to decide whether their index will become a benchmark is also questionable: they have no say in the matter under the proposal. The proposal merely provides for a duty to inform the operator (e.g. on the part of the issuer of a debt security for which the interest is determined based on

the performance of the index), so that the latter is aware of their new status as a benchmark operator. Unfortunately, the only reference to this duty up to now is contained in the introductory comments on the proposed Regulation; this point seems to have been forgotten in the actual provisions.

Who will be regulated?

If an index is a benchmark, regulation extends to operating and calculating the index as well as providing the data required for calculation. This takes the form of regulation of the parties involved.

The operator of the index is subject to regulation as the “administrator” – i.e. this party has “control over the provision of a benchmark”. The administrator must obtain authorisation and should adopt and enforce a code of conduct which is “legally binding on all parties to it”.

The other parties are primarily the so-called “contributors” who supply the data which forms the index.

Under the proposal, administrators and contributors face a wide range of obligations and restrictions. In particular, there are a number of rules applicable to managing the index and the input data, plus a number of restrictions regarding the sources which can be used for the input data. Both of these areas are problematic.

On the one hand, the proposal may result in an inappropriate obstacle for an individual index, e.g. if over-the-counter trades (i.e. transactions entered into outside of a stock

exchange) are to be reflected in the index but the Regulation only permits the use of prices from stock exchange transactions.

On the other hand, the index operator's entire organisation may be called into question due to tough requirements related to corporate governance, organisational structure, compliance, supervisory functions, reporting obligations and outsourcing. Such consequences are potentially overwhelming for a company which has not previously been subject to supervision or regarded as part of the financial sector. Many organisations which suddenly find themselves "supervised entities" as a result of the Regulation will probably be unable to comply with some of the associated organisational requirements and will need to completely restructure themselves or stop providing the relevant indices.

What are the legal consequences?

Administrators and contributors who would come under the new regime definitely need to take the proposal very seriously, partly because of the threat of serious legal consequences. The planned powers include:

- access to existing records of telephone calls, electronic communications or other records of data traffic in the possession of a supervised company;
- freezing and/or seizure of assets;
- imposition of temporary professional bans.

Will the proposal become a reality?

Nobody expects that the proposal will come to nothing, because regulation of benchmarks is the correct approach and will be implemented. However, the final Regulation will need to be an improvement on the current draft:

- the draft Regulation goes too far, and
- the proposal is not nuanced enough, thereby diluting its real purpose.

The reasoning and motives behind the proposal are obvious: ongoing fears of alleged manipulation of leading market (interest) rates (first and foremost the LIBOR scandal). In particular, there are parallels with the issue of ratings here:

like ratings, reference rates such as LIBOR and Euribor are extremely significant for the financial sector and for entire economies.

While there is now barely a single aspect of the financial industry which is unregulated, this area is of significant economic importance and has remained practically free from regulation up to now.

As such, many experts view regulation of these highly significant benchmarks as justified and sensible, given their effect on the wider economy. However, the proposed Regulation unfortunately does not simply leave it at that – it takes a whole host of entirely different circumstances hostage and almost loses sight of the core regulatory objective in the process.

In fact, the proposal covers countless "small" indices used for implementing investment strategies in structured bonds and the like. One typical example could be an index which is only found in the terms of an individual debt security and reflects the performance of a small number of DAX-listed stocks that pursue a specific dividend policy.

An index of this type is only relevant to the issuer of the debt security and investors in the security; it has no significance for the wider economy. Furthermore, it is already a requirement that an investor purchasing such a debt security should receive information

from their investment adviser on how the security works and on its risks – including all the aspects associated with the index.

Special "index regulation" adds no value in any of these cases. On the contrary, it merely overloads the participants with rules which are ultimately pointless or even introduce legal uncertainty.

Above all, the final Regulation must avoid this undesirable outcome by ensuring the appropriate focus. Real "benchmarks" which have significance for the overall economy ought to be regulated in future, while indices that lack such significance have no place within the Regulation's remit. ■



Oliver Dreher,
LL.M. (King's College London)
is a partner in the Banking, Finance
and Capital Markets practice group
at CMS Hasche Sigle in Frankfurt.
E oliver.dreher@cms-hs.com

New judgments of the German Federal High Court on shareholder loans and economically equivalent claims in the insolvency of the borrower

In the May 2013 issue of *Update Banking & Finance* we discussed a judgment passed on 21 February 2013 by the German Federal Court of Justice (Bundesgerichtshof) (BGH IX ZR 32/12). In that issue we focused primarily on who the potential addressees are in the event of a contestation under insolvency law. However, we thereby left aside another aspect of that judgment, namely under what circumstances claims not arising from loans which were granted by a direct shareholder of the borrower must be regarded as shareholder loans within the meaning of the provisions on contestation under German insolvency law. On 18 July 2013, the Bundesgerichtshof issued another judgment (BGH IX ZR 219/11) which gives cause to take a closer look at this issue. In this judgment the Court also adopts a position on the relationship between the various provisions concerning contestation of the repayment of shareholder loans.

A. Shareholder loans and equivalent claims in the event of insolvency of the borrower

The German Insolvency Code (Insolvenzordnung) states that where a loan has been granted to the debtor by a shareholder who holds more than 10% in the debtor, the

shareholder's claims against the debtor for repayment of the loan are subordinated by law to those of other insolvency creditors in the event that the debtor becomes insolvent (Section 39 (1) No. 5 German Insolvency Code).

If the claim under such a shareholder loan was satisfied in the year immediately preceding the application for the institution of insolvency proceedings, repayment of the loan can be contested (Section (1) No. 2 German Insolvency Code). Legal acts associated with the creation of security for such shareholder loans can be contested for up to ten years if such legal acts were effected during the ten-year period before the application for the institution of insolvency proceedings.

Under the German Insolvency Code the above applies accordingly to claims arising from legal acts which are economically equivalent to a loan granted by a direct shareholder. However, the Insolvency Code does not state the criteria for such economic equivalence.

B. Loans granted by an indirect shareholder

The loan in the case mentioned above, which led to the Bundesgerichtshof judgment of February of this year, was granted to a

limited partnership (Kommanditgesellschaft) – which later became insolvent – not by one of the direct partners, but by the owner of its sole limited partner. The Bundesgerichtshof made it clear that in this scenario a creditor who only holds an indirect interest in a company is to be treated in the same way as a direct shareholder. It ruled that this applies in any event to the shareholder shareholder, i.e. such lender who – as in the case ruled on – holds an interest in the borrower's shareholder and is able to exercise a controlling influence on the direct shareholder by virtue of its qualified majority. This legal position adopted by the Bundesgerichtshof does not come as a surprise.

However, what was remarkable was the additional comment made by the Court. It stated that owing to the clear ownership structure in the present case, where the insolvent borrower was at least indirectly wholly owned by the lender, it was of no relevance to the decision whether also a loan granted by an indirect shareholder shareholder whose interest was above the 10% threshold (Section 39 (5) German Insolvency Code) could be subject to subordination and the relevant contestation options. At the same time, in the grounds for its decision, the Court stated that there were good reasons for such an assumption. The Court thereby indicates an even more

extensive interpretation with respect to contestation of repayment of shareholder loans and hence the repayment of equivalent claims.

At this stage it is hard to predict how far this will go. In particular, cases of vertical interests where the shareholder with a direct interest in the borrower, in which the lender's interest is only just above the statutory 10% threshold, is not the only party which holds an interest in the borrower who subsequently becomes insolvent, and a calculation taking into account the participations on both shareholder levels would lead to the lender holding an indirect interest of 10% or less in the borrower appear to be problematic and uncertain. This applies in particular if the direct shareholder in the lender only holds a minority interest and has no other means of controlling the borrower.

C. Loans in a horizontal shareholding structure

In addition to vertical shareholding structures the Bundesgerichtshof also treats loans between companies linked horizontally under certain conditions like loans of a direct shareholder. As a result, the repayment claims are again subordinate and can be contested under insolvency law. This was the case in the judgment in July of this year mentioned in the introduction above. In that case, a shareholder held at the same time shares in the company that granted the loan and in the borrower – a limited liability company – which later became insolvent. According to the Bundesgerichtshof such loans are deemed equivalent to that of a direct shareholder if

the share in the company granting the loan is more than 50%. Alternatively, according to the Court it is sufficient if the shareholder of the borrower holds exactly 50% of the lender's shares if he is at the same time also a director of the lender with power of sole representation.

D. Contestation of a security more than one year after its realisation

There is another notable aspect of the judgment from July of this year. In that case, the security provided for the loan repayment claim was realised more than one year prior to commencement of the insolvency proceedings. Satisfaction associated with realisation could therefore no longer be contested pursuant to Section 135 (1) No. 2 German Insolvency Code. This gave rise to the question as to whether the exclusion of contestation of satisfaction pursuant to Section 135 (1) No. 2 German Insolvency Code automatically results in contestation rights pursuant to Section 135 (1) No. 2 German Insolvency Code also being excluded.

The Bundesgerichtshof denies any such exclusion on the basis of general principles of the law on contestation. Accordingly, granting securities and satisfaction are each to be examined individually as independent legal acts with different legal consequences regarding disadvantages vis-à-vis the creditor and, if the legal conditions have been fulfilled, are also voidable individually.

As a result, in the case at hand the value of the collateral realised two years prior to the insolvency had to be reimbursed to the insolvency estate.

E. Conclusion

A long chain of decisions indicates a tendency of German courts to interpret statutory contestation rights ever more extensively. It is therefore advisable to exercise caution in respect of almost all possible structures in connection with the granting of loans to a borrower in which the lender holds any kind of direct or indirect interest. ■



Dr Andreas Grunert

is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Stuttgart.

E andreas.grunert@cms-hs.com



Dr Peter Ruby

is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Stuttgart.

E peter.ruby@cms-hs.com

Equator Principles III – Implications for banks and borrowers

The comprehensive claim to applicability of the Equator Principles (EP) is already reflected in their name. In terms of content, the EPs are an international framework for understanding, assessing and managing credit risks. The set of rules has a special nature because, for one, the commitments are only self-commitments and, for another, the focus is not on monetary credit risks, but on compliance with environmental and social standards. In June 2013, a new version of the EPs was adopted (EP III), the content of which will affect all new transactions as of 1 January 2014 after expiry of a transition period. Owing to the fact that the significance of the EPs is not restricted to the group of participating institutions, our aim in the following is to outline the major changes.

A. Origin, significance and content of the EPs

The history of the EPs goes back to 2003. In the context of environmental scandals, ten leading financial institutions joined forces and created environmental and social standards for project financing operations. The motivation of the initiative was – in addition to the growing pressure from NGOs – inter alia, the realisation that complying with minimum standards not only serves the reputation of the respective institutions (marketing effect), but also their own risk management and ultimately all parties involved in a financing transaction. The ten formulated principles are based on environmental standards of the World Bank and on social standards of the International Finance Corporation (IFC).

In 2006, the EPs were revised for the first time by way of Equator Principles II. The EP IIIs – applicable as of 1 January 2014 – now constitute the final step of the current development.

If we take a look at the economic facts, it becomes clear that the significance of the EPs has not been reduced to dressing up the laudable concept of sustainability in a new way. The original initiative was made up of a limited group of participants from a total of ten institutions: the picture has now changed fundamentally. Currently, a total of 78 financial institutions from 35 different countries have signed the EPs. According to information from the participating institutions, the EPs meanwhile make up a large part of international project financing operations. Accordingly – in particular in the case of financing operations in developing countries – the rules are applied in 70% of cross-border project financing operations. Based on this volume and on the fact that in certain regions where the EPs are not adhered to it is extremely difficult to find partners for a financing consortium, a closer examination of the principles is not only suggested by altruistic motives.

Principle No. 1 initially requires risk categorisation which differentiates between categories A (significant risks), B (limited risks) and C (minimal or no risks). Level A and possibly category B projects then have to be subjected to an assessment under the environmental and social compatibility perspective (ESA). This aims at identifying and evaluating the ecological and social risks and impacts of the project. As a benchmark for this assessment, Principle No. 3 declares as

applicable on the one hand, the respective national laws and, on the other, the IFC performance standards and guidelines of the World Bank Group. Principles 4 to 6 provide for other obligations graduated according to the investment country and the risk category. According to these principles, the borrower must inter alia develop a plan for the management of the environmental and social risks that guarantees information and consultation in line with the requirements of all stakeholders – in particular observing the concerns of indigenous groups – and that sets up a complaint management system specially designed for the risks and negative influences of the project. Building on this, Principle 7 provides for mandatory review by an independent expert of all decision-making processes and measures. Principle 8 provides for safeguarding of the bundle of environmental and social obligations by means of autonomous obligations and covenants within the loan agreement. Finally, Principles 9 and 10 are dedicated to independent monitoring of the borrower and to reporting. In the course of this, the duty to report is not only limited to the relationship between the borrower and lender. Financial institutions which have undertaken to adhere to the EPs are also subject to a public duty to report annually on the implementation and realisation of the EPs.

B. Changes as a result of EP IIIs

Essentially, the new version of the EPs that was presented in mid-August 2012 and adopted in July 2013 takes account of two developments. On the one hand, it constitutes a reaction to the points of

criticism frequently expressed in the past and, on the other, the EP III innovations reflect the sustainability framework revised by the IFC in 2012. Ignoring editorial adjustments, the most relevant changes in terms of content can be outlined as follows:

The EPs were notably subjected to the criticism of having a scope of application that was too limited. The EP IIs had already taken a first step towards enlarging the scope of application and the relevant threshold value for projects was lowered to a financing volume of USD 10 million. The EP IIIs are dedicated to broadening the criterion of project financing. Now certain project-related company loans and bridging loans are also captured. Accordingly, bridging loans come under the regime of the principles if (i) more than half of the value of the loan is used for the financing of a single project – subject to the control of the borrower, (ii) the loan as a whole amounts to at least USD 100 million and the obligation of the Equator Bank amounts to at least USD 50 million prior to syndicating and (iii) the term of the loan is at least two years. Bridging loans with a loan term of less than two years can also come under the enlarged requirements if the latter are to be redeemed by means of project financing or a project-related company loan in accordance with the above prerequisites.

A further point of criticism is targeted at reporting. The EP IIIs also take up this aspect and require more stringent and more transparent reporting by both lenders and borrowers. In particular, in Annex B of the EP IIIs the reporting requirements imposed on the lender undergo thorough clarification. In addition to completely new and enlarged reporting requirements, Annex B outlines inter alia the duty to publish a report on the lender's own homepage which includes details on the introduction of the EPs and their implementation in business with borrowers.

In addition to the broadening of the scope of application and the reporting requirements, the EP IIIs also include amendments and result in an intensification of duties. They include new requirements placed on the management of climate change impact. To illustrate, in terms of financing applications for projects that will presumably emit more than 100,000 tonnes of CO₂ equivalents annually, lenders will now have to have more environmentally friendly alternatives analysed. The borrower, in turn, must publicly report on the extent of the emissions. Furthermore, the EP IIIs call for greater attention to be paid to human rights. As a function of the risk structure of financing transactions, performing specific human rights due diligence is recommended. In this regard, the UN guiding principles in terms of the economy and human rights serve as an orientation aid.

It must not be overlooked that the changes are not restricted to risk-sensitive transactions but also include category C projects (minimal or no risks). Whereas the EP IIs still made do with only demanding the inclusion of environmental and social business conduct guidelines for projects in risk categories A and B, this has changed under the application of the EP IIIs. Under Principle No. 8, at all events – and thus irrespective of the particular risk category – compliance with the relevant national environmental and social standards (statutes, obligations and permits) is necessary.

C. Conclusion

Despite their voluntary nature, the Equator Principles are deemed to be an internationally accepted standard when it comes to project financing operations. It is urgently recommended that in particular, financial institutions and sponsors who carry out at least part of their economic activities in developing countries come to terms content-wise with the innovations of the

EP IIIs. Through the EP IIIs, the Equator Principles are not only undergoing a widening of their hitherto narrow scope of application, but, additionally, intensification and expansion of obligations. Borrowers and lenders are affected by these changes in equal measure. ■



Dr Herbert Wiehe

is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Cologne.
E herbert.wiehe@cms-hs.com



André Frischemeier

is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Cologne.
E andre.frischemeier@cms-hs.com

The financing of open-ended real estate funds according to the new German Investment Law

With the coming into force of the new German Investment Code (Kapitalanlagegesetzbuch – KAGB) on 22 July 2013, investment law in Germany has been fundamentally reformed. The reformers have primarily focused on regulatory issues and the implementation of the EU AIFM directive. Additionally, the investment limited partnership (Investmentkommanditgesellschaft – InvestmentKG) has been introduced as a permitted vehicle for investment and the public limited investment company (Investmentaktiengesellschaft – InvestmentAG) has been established as a vehicle for closed funds.

This article will examine the extent to which the financing options for open-ended real estate funds have been reformed under the KAGB in comparison to the previous German Investment Act (Investmentgesetz – InvestG).

I. New terminology

The KAGB has abolished the term “open-ended real estate fund” in favour of the terms introduced by the EU AIFM directive. The former open-ended real estate fund under the InvestG is now an open-ended real estate alternative investment fund (AIF) in contractual form with special assets (Sondervermögen). According to the KAGB, an AIF is “open” if the investors have the right to redeem their shares at least once a year. Open (real estate) AIFs can be set up as Public AIFs, Special AIFs or as Special AIFs with fixed investment conditions. The latter corresponds to – most likely also for tax purposes – the Special Fund according to

Section 91 InvestG. The distinction between Public and Special AIFs depends on the type of admitted investors. Only professional and semi-professional investors may invest in a Special AIF, while the Public AIF is open to everyone. The Special AIF with fixed investment conditions is further limited to certain assets in accordance with Section 284 KAGB.

According to Section 91 (3) KAGB, open AIFs which invest in real estate can only be instituted as funds on a contractual basis with special assets (Sondervermögen). This implies that the open real estate fund has no legal personality of its own and is administered by a separate fund management company (Kapitalverwaltungsgesellschaft – KVG). The corporate fund forms, InvestmentKG and InvestmentAG, can only be used as closed funds. They will therefore be excluded from this article.

II. Debt financing of open real estate funds

According to Section 274 KAGB, investment funds in the form of Special AIFs without fixed investment conditions can use unlimited leverage, as long as the BaFin (German Federal Financial Supervisory Authority) places no restrictions in order to ensure the stability and integrity of the financial system, as stated in Section 215 (2) KAGB. However, the Special AIF without fixed investment conditions is likely to be treated less favourably in terms of tax than the Special AIF with fixed investment conditions so that it will probably not become the type of fund chosen by many investors. Final clarity on this tax issue will

only be brought by the yet to be enacted AIFM Tax Adjustment Act (AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz).

Open real estate funds in the form of a Public AIF and a Special AIF with fixed investment conditions are limited in terms of their use of leverage. Borrowing is only permissible for these two types of funds if it is specifically allowed by the KAGB.

As in the InvestG, the KAGB distinguishes between long- and short-term loans. Short-term loans with a maximum duration of one year can only be raised under Sections 199, 230 KAGB. Longer term loans must fulfill the requirements of Section 254 KAGB. Since an open real estate AIF has no legal personality, the borrowing is done by the KVG for the account of the fund. Alternatively, if the fund holds shares in a real estate company (Immobilien-gesellschaft), the real estate company can also be used as the borrowing vehicle.

1. Borrowing short-term external loans

Short-term borrowing by Public AIFs is limited, just like before under Section 53 InvestG, to 10% of the fund's assets, as per Section 199 KAGB. Additionally, the lending terms must be at standard market rates and the borrowing must be provided for in the investment conditions. For Special AIFs with fixed investment conditions, there is a higher limit of 30% pursuant to Section 284 (4). Thus, with regard to short-term loans practically nothing has changed in comparison to the InvestG.

2. Borrowing long-term external loans

Far more interesting for real estate funds than short-term loans is the possibility of borrowing long-term loans for debt financing of the real estate assets according to Section 254 KAGB. This provision corresponds to the former Section 80a InvestG. Pursuant to Section 254 KAGB, Public AIFs are permitted to borrow via long-term loans up to 30% of the market value of the property held in the fund. For Special AIFs, long-term borrowing of up to 50% of the market value of the property held in the fund is permitted. In contrast to short-term loans, it is important that the borrowing limits for long-term loans are respected over the entire term of the loan. This was already the accepted interpretation of Section 80a InvestG, but is now clarified by the insertion of the word “hold” in Section 254 KAGB. Thus, if there is a depreciation in value of the real estate property held in the fund during the term of the loan, the loan must be paid back on a pro rata basis until the borrowing limit of 30% or 50%, respectively, is no longer exceeded. However, since early repayment of the loan is only meant to protect the investors' interests, the repayment obligation is not subject to rigid deadlines and repayments may be structured to avoid early repayment penalties.

3. Security

The KAGB contains significant improvements with regard to the assets that can be pledged as security to creditors. According to Section 231 (1) No. 7, Section 234 KAGB, the shares in real estate companies held for the account of the fund can from now on be pledged to creditors as security for loans.

III. Shareholder loans to real estate companies

Shareholder loans by the KVG to a real estate company for the account of the investment fund are subject to the same

special regulations under the KAGB as under the Investment Act. In accordance with Section 240 (1) and (2) KAGB (= Section 69 (1) InvestG), the sum of all shareholder loans granted by the KVG to a real estate company for the account of a fund must not exceed 50% of the total value of the properties of the borrowing real estate company. Furthermore, the sum of all shareholder loans which are granted to all real estate companies held by the KVG for the account of a particular fund must not in total exceed 25% of the value of the fund's assets. In addition, Section 240 (3) KAGB states that loans which the real estate company receives from third parties in their own name but for the account of the fund are to be treated as shareholder loans from the KVG.

The meaning of the phrase “for the account of the fund” (für Rechnung des Sondervermögens) in Section 240 (3) KAGB was already controversial under the previous identical provision, Section 69 (2) InvestG. A common (though not convincing) opinion in literature took the view that Section 69 (2) InvestG required that all debt financing by third parties should be taken into account when calculating the 25% or 50% maximum borrowing rate for a particular real estate company. As a result, many external financiers were only prepared to grant real estate companies, which, for example, had already taken shareholder loans from the KVG in the amount of 20% of the value of their properties, loans up to a maximum of 30% of the total value of their properties in order not to exceed the 50% borrowing limit. However, this practice contradicts the actual meaning of Section 240 (3) KAGB. The term “for account of the fund” in fact suggests that only such loans from third parties are to be accounted for in the borrowing limits for shareholder loans for which the fund actually bears the risk, but not loans that external lenders grant to a real estate company at the request of the KVG but at their own account and at their own risk. Loans of the latter kind are subject only to the borrowing limits set out in

Section 254 KAGB and are therefore not limited by the value of the real estate property owned by the borrowing real estate company, but only by the value of the total property of the fund which owns the shares in the real estate company. Unfortunately the German legislature has failed to clarify this in the KAGB. Consequently, it is to be expected that in practice existing shareholder loans will continue to limit the ability of real estate companies to raise external financing.

IV. Conclusion

The KAGB expands the financing options of open real estate funds in contractual form only for Special AIFs without fixed investment terms, which are expected to carry tax disadvantages. Investors in all other types of open real estate funds will have to accept that the well-known borrowing limitations of the InvestG continue to exist under the KAGB. A major new feature of the KAGB is, however, the possibility to pledge the fund's shares in a real estate company as security to a creditor. This improvement over the InvestG should make it easier to meet the banks' security requirements, which should in turn facilitate debt financing of open real estate funds in the future. ■



Jens Benninghofen

is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Berlin.

E jens.benninghofen@cms-hs.com



// Finance

Unitranche financing – a new trend

Unitranche financing has been used more often in Germany in recent months. Having crossed the pond to us from the United States, this market trend promises better financing conditions, especially for the mid-market.

What does unitranche mean?

Traditionally, providers of subordinated debt provide their loans on the basis of separate loan tranches. In some cases, these are included in the senior loan agreements themselves (this is typical, for example, for second lien financing) or in completely separate loan documentation, like for mezzanine financing. For unitranche financing, however, there is only one

unitary loan tranche (unitranche) in which both the senior lenders (so-called “first-out lenders”) and the subordinated lenders (so-called “last-out lenders”) participate. Unitranche financing is typically offered by speciality financial institutions (such as credit funds) or by relationship banks on a (small-) club basis.

How are unitranche loans documented?

There is only one set of loan and security documentation with unitary obligations and grounds for termination. The loans are granted on the basis of a blended rate. The interest rate is higher than the rate for typical senior loans, but also lower than the rate for typical mezzanine loans. In an “all lenders

agreement” (AAL) concluded among the lenders, and thus without the involvement of the borrower, the lenders then arrange which one will receive what share of the interest payments and repayments, what the distribution will be in the event of a realisation of collateral and how a majority decision can be reached within the syndicate. Nevertheless, no market standard has yet been established for the AALs, and much is still in a state of flux.

Advantages for borrowers

The advantages of unitranche financing for borrowers are obvious. First, unitranche financing makes access to debt capital providers outside the traditional banking environment possible. This means that

Advantages and disadvantages of unitranche financing from the borrowers' perspective

- + Access to alternative financing, possibly resulting in a higher financing volume
 - + Possibly lower amortisation
 - + Unitary loan and security documentation (possibly covenant-lite), resulting in savings of time and money
 - + No syndication, because offered by speciality financial institutions or on a club basis; therefore no market flex risk
 - + Simplified administration during loan term
-
- Higher interest than for pure senior financing
 - "Agreement among lenders" not transparent

significantly greater loan volumes can be financed than through pure senior financing. Unitranche financing also exhibits a lower amortisation than senior financing and at times also includes covenant-lite aspects. For this reason, unitranche financing is attractive as an alternative finance instrument for sponsors in the mid-market or for financing smaller acquisitions or special dividends. Because there is only one set of loan documentation and one security package for all lenders, the effort and expenses for paperwork and administration are substantially lower for unitranche financing than for traditional senior/mezzanine financing. This saves time and money. The administration of loans during their terms is also simplified for borrowers. They have to satisfy their reporting duties only once (and not, as in typical senior/mezzanine structures, also towards the subordinate lender/syndicate). If borrowers want to change their loan agreements, they must also discuss this with only one syndicate.

Lenders' perspective

The decreased effort required for documentation is also worthwhile for lenders because of the quicker financial close. That AALs are typically negotiated without the involvement of borrowers is also an advantage from the perspective of lenders. The negotiation of an AAL by

lenders is usually focussed on the definition of the "waterfall trigger event", i.e. the specification of the grounds for termination of the loan agreement, the occurrence of which leads to the first-out lenders being satisfied with higher priority from incoming payments. In addition, the rules concerning majority decisions within the syndicate play an important role. It is standard for both the majority of the first-out lenders and the majority of the last-out lenders to be required for a majority decision. Other issues can also be important, such as what voting rights a lender has that is both a first-out and a last-out lender and whether there are buy-out rights for one lender group if the other lender group does not participate in certain measures. Because of the low degree of standardisation of AALs, there is to date hardly any secondary market for unitranche financing, especially because the AALs themselves often include transfer restrictions. An exit is thus not so easy.

Summary

Unitranche financing offers the mid-market a chance to access alternative financing sources, even involving their relationship banks. The attraction of unitranche financing also lies in its slimmed-down documentation and its simpler administration during the term of the loan, which can compensate for the increase in interest. ■



Axel Dippmann

is a partner at CMS Hasche Sigle
in the Banking, Finance and Capital
Markets practice group in Berlin.
E axel.dippmann@cms-hs.com

VAT optimisation in banks through outsourcing

Banks and other financial institutions often outsource services to external service providers. This is in particular the case in relation to IT services and call centre services. In many cases the outsourced services are invoiced to the bank with VAT. As banks are entitled to deduct input tax only to a very limited degree this causes an additional cost burden. In view of a VAT rate of 19%, these are substantial extra costs.

The question that regularly arises in this context is whether and to what extent the tax burden can be reduced by amendments to the contractual relationships and the practical implementation of the outsourcing. The aim is to apply VAT exemptions that are applicable to many banking services to the outsourced services as well. This is for example the case in the area of payment transactions or in lending.

The legal basis for VAT optimisation is the recent case law of the European Court of Justice and of the Federal Tax Court. The court decisions can be summarised as follows:

- The determining factor for the exemption is the nature of the service, e.g. granting loans, and not whether the service is rendered by a bank or a third party (see recent ECJ ruling of 7 March 2013, Case C-275/11, GfBk, recital 20).

- The VAT exemptions contained in the VAT Act therefore also apply to non-banks.
- Outsourced services can be tax-exempt if they are sufficiently autonomous. This is the case if, by and large, these services form a distinct whole and fulfil the specific and essential functions of non-taxable activities (cf. on advisory services provided to investment funds ECJ ruling of 7 March 2013, Case C-275/11, GfBk, recital 21; on payment transactions Federal Tax Court rulings of 13 July 2006, V R 57/04, and 12 June 2008, V R 32/06).

Tax authorities have in principle adopted these case law rulings (cf. e.g. Section 4.8.13 para. 14 and 15 UStAE (VAT Application Decree)).

According to our experience it is therefore possible to discuss and agree the VAT treatment of outsourcing cases with the competent tax office. Based on this, VAT-exempt outsourcing can be implemented with sufficient legal certainty.

It must be noted that the advantage on the part of the banks comes at the cost of a complete or partial disallowance of VAT recovery on the part of the outsourcing partner. As a rule, the advantage on the part of the bank outweighs the tax disadvantage on the part of the outsourcing partner.

In general, the tax-exempt personnel expenses represent 80% to 90% of the total cost of the outsourcing partner and thus allow for extensive optimisation. Furthermore, the advantage can be shared between the parties involved by way of a contractual agreement.



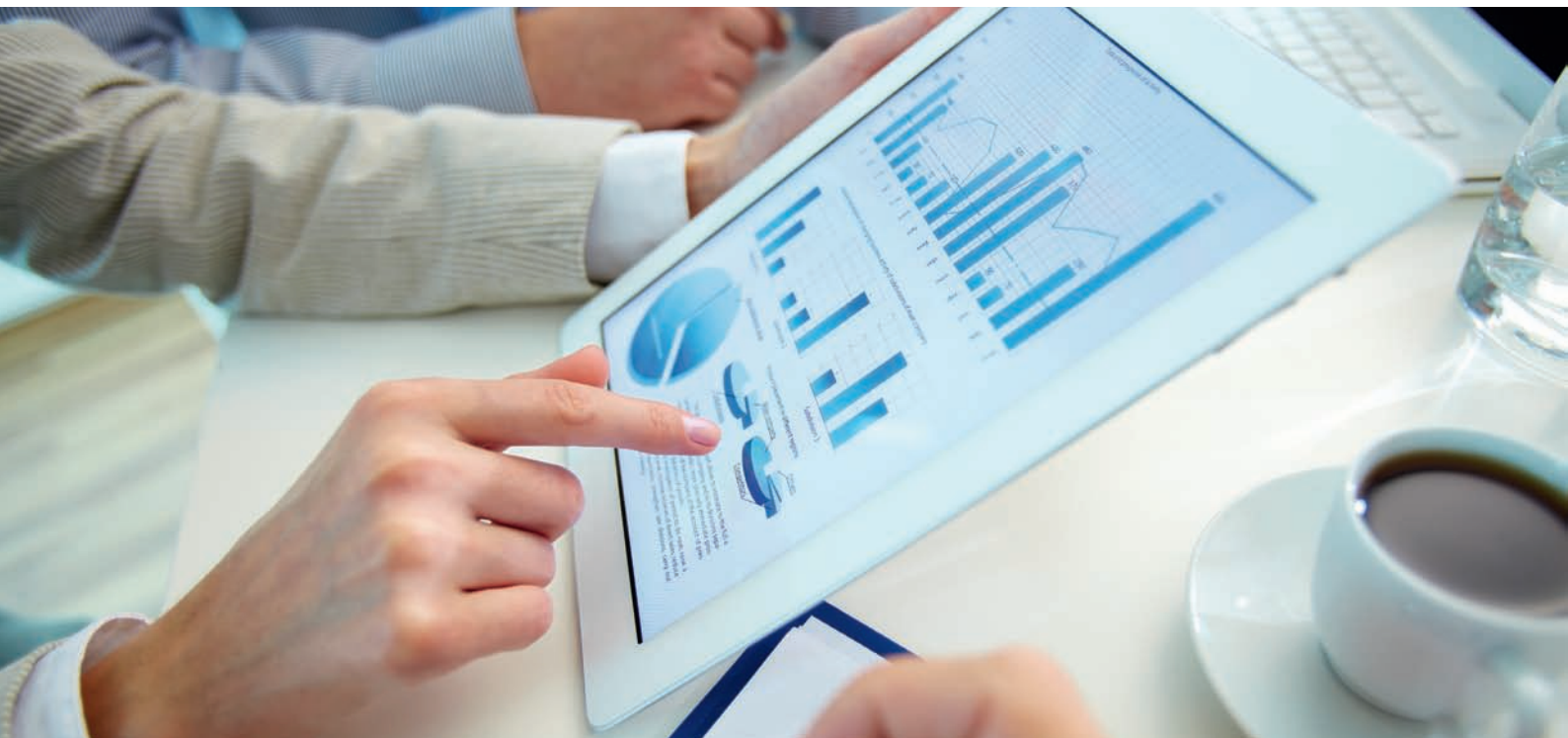
Dr Thomas Link

is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Frankfurt.
E thomas.link@cms-hs.com



Dr Tillman Kempf

is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Frankfurt.
E tillman.kempf@cms-hs.com



// Tax

Exemption from VAT for investment advice

The German Federal Ministry of Finance (BMF) has implemented the latest case law of the European Court of Justice and the German Federal Fiscal Court on exemption from VAT for investment advice provided to a capital investment company in a BMF circular which amends the VAT application decree (BMF circular dated 28 October 2013, IV D 3 – S 7160-h/08/10002).

The circular makes it clear that “services which consist in the provision of recommendations on the purchase and sale of assets (e.g. securities or real estate) to a capital investment company are exempt from tax if there is a close connection with the specific activity of a capital investment company”.

This also shows that VAT-free investment advice is possible not only in the case of security funds, but also of open-ended

real estate funds, despite the investment management company having the authority to take the ultimate decision.

In the BMF’s opinion, tax-exempt investment advice can be assumed if the recommendations are “specifically directed towards the legal and actual requirements of the relevant securities investment”, are “provided based on continuous monitoring of the fund assets” and are based “on being at all times informed about the current composition of the assets”. These requirements ought to be routinely met in practice, but they should nonetheless be set out as explicitly as possible in the advisory agreement for the purposes of documentation vis-à-vis the tax authorities.

The exemption from VAT also only applies if the advice relates to investment assets for the purposes of the German Investment Act, or to advice on a qualifying fund for the

purposes of the draft AIFM Tax Adjustment Act. Advice provided to closed-end real estate funds and private equity funds, for example, is therefore not exempt. ■



Dr Tillman Kempf

is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Frankfurt.
E tillman.kempf@cms-hs.com

In brief

"Pay once, be discharged twice" is not allowed under insolvency law

In its judgment of 7 April 2013 (Doc. No. IX ZR 229/12) the German Federal Court of Justice (Bundesgerichtshof – BGH) held that by one single payment, a shareholder cannot settle his restitution obligations under Section 143, 135 German Insolvency Act (Insolvenzordnung, InsO) and at the same time discharge himself from his contractual liabilities under a guarantee for the debts of the insolvent company.

In the case decided by the BGH, the defendant shareholder had granted a shareholder loan to a company and received repayments on this loan which became subject to challenge by the insolvency administrator under Section 135 of the German Insolvency Code (Insolvenzordnung – InsO) after the company had become insolvent. In accordance with Sections 143, 135 InsO the shareholder was thus obliged to pay back the funds received from the company to the insolvency estate. However, the company's account to which he transferred the funds to discharge himself from the claim pursuant to Section 143 InsO had a negative balance which was partly settled by his payments. Since the shareholder had provided security for the negative balance of the account his payments not only settled the claim of the insolvency estate pursuant to Sections 143, 135 InsO but also reduced the amount for which he was liable under his security obligation. The BGH did not accept this outcome and introduced an economic view of the issue. A shareholder should not be able to discharge himself of a claim pursuant to Section 143 InsO and with the same payment reduce his liability under a security agreement. Consequently the court approved another restitution claim in favour of the insolvency administrator

pursuant to Sections 135, 143 InsO. This claim was held to be limited to the amount by which the payments of the shareholder reduced his obligations under the security agreement. ■

A claim for restitution of a land charge must be fulfilled

In its judgment of 19 April 2013 (Doc. No. V ZR 47/12), the BGH has clarified that the assignment of a prior-ranking land charge to a third party, despite an existing obligation of the original creditor of the prior-ranking land charge to assign the land charge to the creditor of a lower-ranking land charge, will result in damages claims by the creditor of the lower-ranking land charge.

In the particular case, the owner of the encumbered real estate had assigned his restitution claim ("Rückgewähranspruch") resulting from the prior-ranking land charge to the creditor of the lower-ranking land charge and notified the prior-ranking land charge creditor of this assignment. Thereafter, the owner decided to terminate his business relations with the prior-ranking land charge creditor (a bank) and shifted his banking business to a new bank. The old bank (the prior-ranking land charge creditor) then assigned the prior-ranking land charge, which was of higher face value than the obligations secured by it, to the new bank of the land owner. The latter bank used the land charge to secure its own claims against the owner of the encumbered real estate. Eventually, the lower-ranking land charge creditor approached the assignor and former bank of the owner and claimed damages because the land charge had not been assigned to him.

The lower instance appellate court (Oberlandesgericht Rostock) argued that the fact that the security purpose agreement between

the assignor and the real estate owner allowed the reuse of the land charge to secure claims other than those for which the land charge had been originally created excluded claims for damages by the lower-ranking land charge creditor. The court opined that it could not make a difference whether the assignor of the prior-ranking land charge reused the land charge himself or whether an assignee made use of the rights under the assignor's security purpose agreement.

The BGH disagreed and granted the creditor of the lower-ranking land charge a claim for damages pursuant to Section 280 para. 1, 3, Sections 283, 275 of the German Civil Code (Bürgerliches Gesetzbuch – BGB). The court held that the claim for partial restitution of the land charge became due when the obligations secured by the land charge fell below the face value of the land charge and the original creditor could no longer reuse the land charge to secure other claims since his business relations with the owner had been terminated. Consequently the creditor of the lower-ranking land charge could have claimed the partial assignment of the prior-ranking land charge from the latter's creditor because the restitution claim in respect of this land charge had been assigned to him. The fulfillment of the restitution claim was however prevented by the creditor of the prior-ranking land charge, who assigned the land charge to the new bank of the owner instead of to the creditor of the lower-ranking land charge. The reuse of the higher-ranking land charge, even though permitted by the security purpose agreement, was held to be available only to the creditor party to the security purpose agreement and could not be used as an argument against the right of the creditor of the lower-ranking land charge to request the assignment of the land charge to him. ■

In brief

UK Competition Commission forces lenders to abandon Big-Four-Only clauses

On 15 October 2013, the British Competition Commission issued its final report on competition in the audit services market, the Statutory Audit Services for Large Companies Market Investigation (available online at: <http://www.competition-commission.org.uk/our-work/directory-of-all-inquiries/statutory-audit-services>). The report contains several resolutions which, after their implementation, are meant to counteract the current practice among large companies of hiring one of only four well-established audit firms (KPMG, EY, PriceWaterhouseCoopers und Deloitte – also called the “Big Four”) to audit their annual accounts. In order to break this practice, the Competition Commission has decided, among other measures, to oblige

lenders to no longer use so-called “Big-Four-Only clauses” in their loan agreements. Big-Four-Only clauses currently force many borrowers to have their annual accounts audited by one of the Big Four. However, lenders will still be allowed to oblige borrowers to have their auditing done by a firm whose competence is defined according to objective criteria in the loan agreement. Pursuant to the current implementation plan, the resolutions of the Competition Commission will be drafted into binding orders by 1 October 2014. The prohibition of Big-Four-Only clauses will then apply to bilateral and syndicated loan agreements of borrowing companies whose annual accounts have to be audited in accordance with Part 16 of the Companies Act and which are entered into after the coming into force of the implementing order. The prohibition will apply neither to public bonds nor to existing loans. ■



Axel Dippmann

is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Berlin.

E axel.dippmann@cms-hs.com

Impressum

Das Update Banking & Finance wird verlegt von CMS Hasche Sigle, Partnerschaft von Rechtsanwälten und Steuerberatern mbB.

CMS Hasche Sigle
Lennéstraße 7
10785 Berlin

Verantwortlich für die fachliche Koordination:

Dr. Markus Pfaff,
Dr. David Kräft

CMS Hasche Sigle
Barckhausstraße 12 – 16
60325 Frankfurt/Main

Legal notice

Update Banking & Finance is published by CMS Hasche Sigle, Partnerschaft von Rechtsanwälten und Steuerberatern mbB.

CMS Hasche Sigle
Lennéstraße 7
10785 Berlin

Responsible for content coordination:

Dr Markus Pfaff,
Dr David Kräft

CMS Hasche Sigle
Barckhausstraße 12 – 16
60325 Frankfurt



CMS Hasche Sigle is one of the leading commercial law firms. More than 600 lawyers serve their clients in eight major German commercial centres as well as in Brussels, Moscow and Shanghai. CMS Hasche Sigle is a member of CMS Legal Services EEIG, a European Economic Interest Grouping that coordinates an organisation of independent member firms. CMS Legal Services EEIG provides no client services. Such services are solely provided by the member firms in their respective jurisdictions. In certain circumstances, CMS is used as a brand or business name of, or to refer to, some or all of the member firms or their offices. CMS Legal Services EEIG and its member firms are legally distinct and separate entities. They do not have, and nothing contained herein shall be construed to place these entities in, the relationship of parents, subsidiaries, agents, partners or joint ventures. No member firm has any authority (actual, apparent, implied or otherwise) to bind CMS Legal Services EEIG or any other member firm in any manner whatsoever.

CMS offices and associated offices:

Aberdeen, Algiers, Amsterdam, Antwerp, Barcelona, Beijing, Belgrade, Berlin, Bratislava, Bristol, Brussels, Bucharest, Budapest, Casablanca, Cologne, Dubai, Düsseldorf, Edinburgh, Frankfurt, Geneva, Hamburg, Istanbul, Kyiv, Leipzig, Lisbon, Ljubljana, London, Luxembourg, Lyon, Madrid, Mexico City, Milan, Moscow, Munich, Paris, Prague, Rio de Janeiro, Rome, Sarajevo, Seville, Shanghai, Sofia, Strasbourg, Stuttgart, Tirana, Utrecht, Vienna, Warsaw, Zagreb and Zurich.

The sole purpose of this publication is to provide information about specific topics. It makes no claims to completeness and does not constitute legal advice. The information it contains is no substitute for specific legal advice. If you have any queries regarding the issues raised or other legal topics, please get in touch with your usual contact at CMS Hasche Sigle or the publisher of this document.

CMS Hasche Sigle Partnerschaft von Rechtsanwälten und Steuerberatern mbB, registered office: Berlin (Charlottenburg District Court, PR 316 B), list of partners: s. website.

www.cms-hs.com