C/M/S/ Hasche Sigle

Rechtsanwälte Steuerberater

update

Banking & Finance

Aktuelle Informationen des Fachbereichs Banking & Finance

News from the Banking & Finance practice

May 2013

www.cms-hs.com

Inhalt

// Wissen

4 | FATCA-Abkommen mit den USA paraphiert
6 | Schuldscheindarlehen – eine alternative Finanzierungsform für den Mittelstand
7 | Vorsicht beim Verkauf von Gesellschafterdarlehen
8 | Das Trennbankengesetz als Lösung für das „too-big-to-fail"-/„too-interconnected-to-fail"-Problem?
11 | Aktuell: Vorschlag der Europäischen Kommission zur Vierten Geldwäscherichtlinie
12 | Der (neue) Begriff des Investmentvermögens nach der AIFMD und dem KAGB
14 | Portfolio-Projektfinanzierung
16 | Gläubigerrechte in der Staatsumschuldung
18 | Haben Sie den Besitz an oder die Kontrolle über Finanzsicherheiten Ihrer Kunden?
20 | Kurz notiert

Editorial

Auch im mittlerweile sechsten Jahr der Finanzmarktkrise zeichnet sich ab, dass insbesondere zwei Trends andauern: Die sich weiter verschärfende Regulierung des Finanzsektors und die zunehmende Verbreitung von alternativen Finanzierungsformen. Die Geschwindigkeit, mit der sich die regulatorischen Rahmenbedingungen, Produkte und Märkte verändern, stellen Finanzindustrie und Berater vor gewaltige Herausforderungen.

Diesen beiden großen Trends, die die tägliche Arbeit der meisten Marktteilnehmer tangieren, tragen auch die nachfolgenden Beiträge Rechnung. Im Mittelpunkt der öffentlichen Diskussion steht sicherlich der Entwurf des sogenannten „Trennbankengesetzes". Dieser wird im Nachfolgenden ebenso behandelt wie Gesichtspunkte des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB), das am 22. Juli 2013 in Kraft treten soll und im Zusammenhang steht mit der stärkeren Regulierung des „grauen Kapitalmarktes". Daneben gewinnen alternative Finanzierungsformen wie Schuldscheindarlehen wieder zunehmend an Bedeutung und bei Konsortialkreditverträgen wird zunehmend diskutiert, ob und inwiefern Regelungen im Hinblick auf den Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) in die Vertragsdokumentation aufzunehmen sind.

Schließlich sind seit der letzten Ausgabe des Updates Banking & Finance wiederum einige höchstrichterliche Entscheidungen ergangen, die Auswirkungen auf die Praxis haben. Insbesondere eine Entscheidung des Bundesgerichtshofs aus dem Februar 2013 wird Anlass dazu geben, dass die in M&A-Transaktionen bisher übliche Praxis, wonach der Käufer auch die Ansprüche aus Gesellschafterdarlehen des Altgesellschafters erwirbt, möglicherweise überdacht werden wird.

Wir wünschen Ihnen mit der achten Ausgabe unseres Updates Banking & Finance eine interessante und aufschlussreiche Lektüre. Für Fragen und Anregungen stehen Ihnen die Autoren wie auch die weiteren Partner und Anwälte unseres Teams jederzeit gerne zur Verfügung.

Dr. Marc Seibold
ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Stuttgart.
E marc.seibold@cms-hs.com

Contents

// Knowledge

22 | FATCA – Intergovernmental Agreement signed with USA
24 | Promissory note loans – An alternative form of financing for medium-sized companies
25 | Care needed when selling a shareholder loan
26 | The German Separate Banks Act (Trennbankengesetz) a solution for the "too big to fail / too interconnected to fail" problem?
29 | Recent developments: European Commission proposal for a 4th Money Laundering Directive
30 | The (new) definition of investment asset pool under the AIFMD and Capital Investment Code (KAGB)
32 | Portfolio project finance
34 | Creditor rights during sovereign debt restructuring
36 | Are you in possession or control of your clients' financial collateral?
38 | In brief

Editorial

Six years into the financial crisis, it seems that two trends are particularly persistent: tougher regulation of the financial sector, and the increasingly widespread use of alternative forms of finance. The speed at which the regulatory environment, products and markets are changing presents huge challenges for the financial industry and for professional advisers.

The articles in this edition duly reflect these two major trends, which affect the day-to-day work of most market players. The main focus of public debate is undoubtedly the draft German legislation to separate banking activities. Issues surrounding the draft bill are addressed in the following pages, together with key aspects of the Capital Investment Code (KAGB). The latter is scheduled to come into force on 22 July 2013 and involves greater regulation of the "grey capital market". Meanwhile, alternative forms of finance such as promissory note loans are enjoying a resurgence. Syndicated loan agreements are likewise the subject of increasing debate as to whether regulations relating to the Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) should be included in contract documentation, and if so, to what extent.

Lastly, some more rulings have been handed down at the highest judicial level since the last edition of Update Banking & Finance, with important practical implications. In particular, a judgment by the Federal Court of Justice in February 2013 may prompt a review of the current common practice in M&A transactions whereby the purchaser also acquires the claims arising from shareholder loans held by the existing shareholder.

We hope you find the eighth edition of our Update Banking & Finance newsletter interesting and informative. If you have any questions or comments, please feel free to contact the authors or other partners and lawyers in our team.

Dr Marc Seibold
is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Stuttgart.
E marc.seibold@cms-hs.com

FATCA-Abkommen mit den USA paraphiert

Welche Auswirkung hat dies auf Konsortialkreditverträge?

Wir haben uns bereits im Update Banking & Finance Ausgabe Juni 2012 mit dem Stand und den Auswirkungen des Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) beschäftigt. Mit FATCA will die amerikanische Regierung Steuerverkürzungen durch US-Bürger mit Wohnsitz im Ausland bekämpfen. Hierzu sollen ausländische Finanzinstitute bestimmte Informationen über US-Konten an die amerikanischen Steuerbehörden liefern.

Die USA haben bereits am 17. Februar 2013 finale Regularien zu FATCA veröffentlicht und damit für etwas mehr Klarheit über dessen Anwendung gesorgt. Darüber hinaus haben Deutschland und die USA am 21. Februar 2013 eine zwischenstaatliche Vereinbarung zu FATCA paraphiert. Das Abkommen soll alsbald in Kraft treten und beruht laut Auskunft des Bundesfinanzministeriums auf dem zusammen mit vier weiteren EU-Staaten im Juli 2012 verhandelten Musterabkommen I (daneben gibt es noch ein Musterabkommen II, welches bisher nur mit der Schweiz abgeschlossen wurde). Ende März 2013 haben neun Staaten (darunter Großbritannien, Italien und Spanien) bilaterale Abkommen mit den USA zu FATCA abgeschlossen. Verhandlungen werden mit circa 50 Staaten geführt. Die nach dem Musterabkommen I abgeschlossenen Vereinbarungen bewahren Finanzinstitute davor, sich direkt gegenüber den US-Steuerbehörden verpflichten zu müssen, Informationen über für US-Kunden geführte Konten zur Verfügung zu stellen. Vielmehr sind diese Informationen an den Heimatstaat zu liefern, der diese gemäß der bilateralen Vereinbarung an die US-Steuerbehörden weiterleitet. Im Gegenzug werden auch die USA Informationen über Zins- und Dividendeneinkünfte von in Deutschland steuerpflichtigen Personen weiterleiten.

Folgen für internationale Konsortialkreditverträge

Nicht erst seitdem die Loan Market Association (LMA) Textvorschläge für den Umgang mit FATCA in Konsortialkreditverträgen veröffentlichte, stellt sich die Frage, was deutsche Banken von FATCA im Rahmen von Konsortialkreditverträgen mit USA-Bezug zu befürchten haben. Hier soll nun die künftige Rechtslage untersucht werden, wie sie sich nach Inkrafttreten des mit den USA abgeschlossenen bilateralen Abkommens darstellt.

a) Kein US-Kreditnehmer

Sofern am Kreditvertrag kein US-Kreditnehmer beteiligt ist oder die Zahlungen des Kreditnehmers nicht sonst aus Quellen in den USA stammen, droht kein Steuereinbehalt auf Zahlungen des Kreditnehmers an den deutschen Konsortialführer. Dieser hat auch nicht seinerseits einen Einbehalt auf die Zahlungen vorzunehmen, die für die übrigen im Konsortium vertretenen Banken bestimmt sind. Dies gilt unabhängig davon, ob der Kreditnehmer ein Finanzinstitut ist oder ob der Zahlungsempfänger FATCA-konform ist oder nicht.

b) Nur US-Garantiegeber

Diese Rechtslage ändert sich grundsätzlich auch nicht dann, wenn ein US-Garantiegeber beteiligt ist. Die Abzugsverpflichtung gemäß FATCA betrifft nur abzugspflichtige Zahlungen (withholdable payments). Darunter fallen neben anderen jährlichen oder periodisch wiederkehrenden Einkünften auch aus Quellen in den USA stammenden Zinszahlungen. Zahlungen eines in den USA ansässigen Garantiegebers im Hinblick auf nicht aus Quellen in den USA stammenden Zinsen dürften hingegen nicht unter die Definition der abzugspflichtigen Zahlungen fallen. Dies sieht auch die LMA so. Folglich findet FATCA auf die Konstellation, in der eine US-Gesellschaft für Zinszahlungen eines nicht US-Kreditnehmers garantiert, keine Anwendung.

c) US-Kreditnehmer

Aufgrund des zwischenstaatlichen Abkommens mit den USA droht deutschen Banken als Konsortialführer auch dann kein Quellensteuereinbehalt auf Zinseinkünfte, wenn

diese von einem US-Kreditnehmer stammen. Darüber hinaus müssen deutsche Banken mangels Abschlusses eines bilateralen Vertrags mit den US-Steuerbehörden (FFI Agreement) grundsätzlich auch keinen Einbehalt auf an andere Konsorten weitergeleitete Zahlungen vornehmen. Bei weitergeleiteten Zahlungen an nicht FATCA-konforme Konsorten besteht lediglich die Pflicht, dem US-Kreditnehmer die Informationen zur Verfügung zu stellen, die es ihm ermöglichen, von Zahlungen an das nicht FATCA-konforme Finanzinstitut den ordnungsgemäßen Steuereinbehalt vorzunehmen.

Fazit

Das internationale FATCA-Abkommen zwischen Deutschland und den USA verringert für deutsche Kreditinstitute erheblich die Gefahr, dass Zahlungen des Kreditnehmers an einen deutschen Konsortialführer oder weitergeleitete Zahlungen an deutsche Konsortialbanken einem Steuereinbehalt gemäß FATCA unterliegen. In Vertragsverhandlungen wird dies interessengerecht zu berücksichtigen sein. Komplizierter kann sich die Rechtslage darstellen, wenn im Konsortium Banken vertreten sind, deren Ansässigkeitsstaat kein entsprechendes Musterabkommen mit den USA abgeschlossen hat. In diesen Fällen können weiterhin ab dem 1. Januar 2014 Zahlungen aus den USA (und ab dem 1. Januar 2017 auch Veräußerungserlöse aus Kreditverkäufen) einem 30 %igen Steuerabzug unterfallen, sofern der Kreditvertrag nach dem 31. Dezember 2013 abgeschlossen wurde.

Alexander Schmitt, M. Jur. (Oxon)
ist Rechtsanwalt im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Berlin.
E alexander.schmitt@cms-hs.com

Schuldscheindarlehen – eine alternative Finanzierungsform für den Mittelstand

Schuldscheindarlehen sind seit über 100 Jahren im deutschen Markt bekannt. Aktuell erfreuen sich Schuldscheindarlehen – insbesondere auch für mittelständische Unternehmen – wieder wachsender Beliebtheit. In 2011 wurden Schuldscheine im Volumen von rund EUR 10 Milliarden platziert, das sich in 2012 nochmals auf etwa EUR 13 Milliarden erhöht hat. Neben Banken investieren vor allem Versicherungen und Pensionskassen in dieses Finanzierungsinstrument. Für Versicherungen und Pensionskassen bietet sich dadurch die Möglichkeit, ihre Kundengelder in eine weitere Asset-Klasse anzulegen. Umgekehrt können Unternehmen durch Schuldscheindarlehen ihre Investorenbasis verbreitern.

Was ist ein Schuldscheindarlehen?

Schuldscheindarlehen vereinen Merkmale sowohl klassischer Bankdarlehen als auch die von Anleihen. Üblicherweise werden Schuldscheindarlehen nicht unmittelbar mit den endgültigen Darlehensgebern abgeschlossen. Vielmehr tritt regelmäßig eine Bank als Vermittler auf. Diese platziert das Schuldscheindarlehen bei einem Kreis potenzieller Investoren. Somit muss der Darlehensnehmer nicht selbst Investoren suchen. Durch Schuldscheindarlehen können Unternehmen besonders den Kreis ihrer Finanzierer erweitern. Zudem müssen Unternehmen im Zusammenhang mit der Aufnahme von Schuldscheindarlehen – anders als bei Anleihen – grundsätzlich kein Verkaufsprospekt erstellen. Ferner ist eine Umstellung der Bilanzierung auf IFRS nicht erforderlich.

Vertragsdokumentation

Die Vertragsdokumentation ist relativ „schlank" und umfasst in der Regel weniger als 30 Seiten. Schuldscheindarlehen sind meist endfällig. Der Gesamtbetrag des Schuldscheindarlehens wird häufig in mehreren Tranchen mit unterschiedlicher Laufzeit (zum Beispiel von drei, fünf und sieben Jahren) aufgespalten, vor allem um zu vermeiden, dass zu einem einzigen Zeitpunkt der gesamte Darlehensbetrag zur Rückzahlung fällig wird und refinanziert werden muss. Daneben ist die Tendenz zu beobachten, dass jede dieser Tranchen sowohl mit einer festen als auch mit einer variablen Verzinsung begeben wird. Während insbesondere Geschäftsbanken meist Wert auf eine variable Verzinsung legen, bevorzugen Versicherungen und Pensionskassen – auch in Anbetracht ihrer „Refinanzierung" durch Kundengelder, für die sie etwa im Rahmen von Lebensversicherungen ihrerseits eine feste Garantieverzinsung gewähren – festverzinsliche Tranchen. In der Umsetzung führt dies dazu, dass nicht sämtliche Tranchen in einem Schuldscheindarlehensvertrag abgebildet werden, sondern dass mehrere gleichlautende Verträge, die sich lediglich im Hinblick auf die Laufzeit und Verzinsung unterscheiden, abgeschlossen werden (bei drei verschiedenen Laufzeiten mit variabler und fester Verzinsung werden somit insgesamt sechs Verträge unterzeichnet).

Neben dem Schuldscheindarlehensvertrag wird eine sogenannte Zahlstellenvereinbarung meist mit der Bank, die das Schuldscheindarlehen arrangiert, abgeschlossen. Darunter übernimmt die Bank für ein bestimmtes Entgelt die Aufgabe insbesondere die während der Laufzeit des Darlehens fällig werdenden Zinsen vom Darlehensnehmer entgegenzunehmen und an die einzelnen Investoren zu verteilen.

Was gilt es zu beachten?

Bei Finanzierungen durch Schuldscheindarlehen sind einige Besonderheiten gegenüber dem herkömmlichen Bankkredit zu beachten:

Zunächst erfordert eine entsprechende Finanzierung einen gewissen zeitlichen Vorlauf. Neben der Verhandlung der Vertragsdokumentation mit dem Arrangeur muss sich das Unternehmen meist in mehreren Veranstaltungen den potenziellen Investoren präsentieren. Daran schließt sich eine Frist von mehreren Wochen an, innerhalb derer sich die Investoren entscheiden, ob sie in das entsprechende Schuldscheindarlehen investieren. Erst wenn diese Frist abgelaufen und der Schuldschein „platziert" ist, kommt es zur Auszahlung der Darlehen.

Dies zeigt, dass Finanzierungssicherheit im Rahmen einer Schuldscheinfinanzierung erst besteht, wenn die Platzierung erfolgt ist, es sei denn, der Arrangeur verpflichtet sich, einen bestimmten Betrag, den er dann auf die eigenen Bücher nimmt, auf jeden Fall auszuzahlen. Zudem kann es dazu kommen, dass das ursprünglich angestrebte Finanzierungsvolumen – etwa weil die potenziellen Investoren bereits Schuldscheine anderer Unternehmen gezeichnet haben – nicht zustande kommt. Insofern ist es wichtig, in Absprache mit dem Arrangeur, mit einem Schuldschein zum richtigen Zeitpunkt an den Markt zu gehen.

Zudem ist der Kreis der Investoren bei einem Schuldscheindarlehen meist deutlich größer als zum Beispiel bei einem Club Deal. Dane-

ben sind die Investoren nicht wie bei einem Club Deal oder einer Konsortialfinanzierung durch vertragliche Regelungen verbunden, wonach bestimmte Entscheidungen – für das Konsortium bindend – durch einfache oder qualifizierte Mehrheit (meist 2/3) der Konsorten getroffen werden. Deshalb kann es schwierig werden, einen Waiver der Investoren zu erhalten, wenn gegen bestimmte Regelungen des Darlehensvertrags verstoßen werden wird. Folglich sollten – soweit möglich – zukünftige Änderungen insbesondere im Geschäftsbetrieb des Darlehensnehmers, die sich über die Laufzeit des Schuldscheins ergeben können, in der Vertragsdokumentation antizipiert werden.

Dr. Marc Seibold
ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Stuttgart.
E marc.seibold@cms-hs.com

Dr. Georg Lauster
ist Rechtsanwalt im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Stuttgart.
E georg.lauster@cms-hs.com

// Wissen

Vorsicht beim Verkauf von Gesellschafterdarlehen

Mit seinem Urteil vom 21. Februar 2013 (BGH IX ZR 32/12) führt der BGH seine extensive Auslegung der insolvenzrechtlichen Anfechtungsvorschriften fort. Im entschiedenen Fall hat der mittelbare Gesellschafter A der Gesellschaft T für einen Kaufpreis unter pari eine Darlehensforderung an B veräußert. Nach erfolgter Abtretung hat T das Darlehen gegenüber B zu nominal nebst Zins zurückgezahlt. Etwa zwei Monate später wurde über das Vermögen der T das Insolvenzverfahren eröffnet. Der BGH hat nun dreierlei entschieden:

(1) Dem insolvenzrechtlichen Nachrang nach § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO beziehungsweise der insolvenzrechtlichen Anfechtung gemäß § 135 InsO unterliegen nicht nur Forderungen des unmittelbaren Gesellschafters, sondern grundsätzlich auch Forderungen von Unternehmen, die mit dem Gesellschafter horizontal oder vertikal verbunden sind.

(2) Die Nachrangigkeit bleibt auch bestehen, wenn der Gesellschafter seine Beteiligung an der Gesellschaft aufgibt oder die Darlehensforderung an einen Nichtgesellschafter abtritt. Der Erwerber muss das Nachrangrisiko gemäß § 404 BGB gegen sich gelten lassen. Allerdings soll dies laut BGH nur für die Dauer der Jahresfrist des § 135 Abs. 1 Nr. 2 InsO gelten, wenn also der Gesellschafter innerhalb dieser Frist entweder seine Gesellschafterposition aufgibt oder die Forderung auf einen Nichtgesellschafter überträgt. Soweit präzisiert die BGH-Entscheidung nur bereits Bekanntes.

(3) Überraschend ist allerdings die Aussage des Urteils, wonach die Rückzahlung des Darlehens an den Forderungserwerber in voller Höhe auch gegenüber dem Gesellschafter, der die Forderungen mit Abschlag verkauft hat, angefochten werden kann. Zessionar und Gesellschafter seien Gesamtschuldner der anfechtbaren Leistung. Diese extensive Rechtsprechung wird vom BGH mit der Vermeidung von Umgehungsgestaltungen begründet.

Axel Dippmann
ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Berlin.
E axel.dippmann@cms-hs.com

Das Trennbankengesetz als Lösung für das „too-big-to-fail“-/ „too-interconnected-to-fail“-Problem?

A. Der Entwurf eines „Gesetzes zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen“

Die Bundesregierung hat am 6. Februar 2013 den Entwurf eines „Gesetzes zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen“ vorgelegt. Eine der wesentlichen Lehren aus der Finanzmarktkrise sei die Notwendigkeit geeigneter Instrumente, um systemrelevante und ins Wanken geratene Kreditinstitute und Finanzgruppen in einem geordneten Verfahren entweder zu sanieren oder abzuwickeln. Ergänzend sei geboten, dass sich Banken frühzeitig mit einem möglichen Krisenfall und denjenigen Maßnahmen beschäftigten, die sie in organisatorischer und geschäftspolitischer Hinsicht treffen müssen, um eine Krise schnell und aus eigener Kraft zu bewältigen.

Der Gesetzentwurf umfasst im Wesentlichen drei Teilbereiche.

Der erste Regelungsbereich zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten sieht unter anderem vor, dass systemrelevante Kreditinstitute Sanierungs- und Abwicklungspläne erstellen, die der Vorbereitung auf den Krisenfall dienen und in denen einzelfallbezogene Handlungsoptionen der Geschäftsführung beschrieben werden. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kann hier in Zusammenarbeit mit der Deutschen Bundesbank erforderlichenfalls Anordnungen treffen, die eine rechtzeitige Einleitung und zügige Umsetzung von Sanierungs- oder Abwicklungsmaßnahmen ermöglichen und erleichtern.

Der zweite Regelungsbereich ist derjenige, dem das im Entwurf vorliegende Gesetz seinen Namen „Trennbankengesetz“ verdankt. Es sei erforderlich, dass die Risikosphären innerhalb von Kreditinstituten besser als bislang voneinander abgeschirmt würden. Die wirtschaftliche und rechtliche Abtrennung riskanter Geschäfte vom Einlagengeschäft könne die Solvenz der Institute und eine nachhaltige Stabilisierung der Finanzmärkte sichern und ermögliche zudem die leichtere Abwicklung dieser Geschäfte. So werden zukünftig spekulative Geschäfte durch ein wirtschaftlich und rechtlich eigenständiges Unternehmen (Finanzhandelsinstitut) betrieben werden, das sich ohne Garantien des übergeordneten Unternehmens refinanziert und anlassbezogen von dem Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan des übergeordneten Unternehmens überwacht wird. Diese Finanzhandelsinstitute dürfen darüber hinaus weder Zahlungsdienste erbringen noch das E-Geld-Geschäft im Sinne des Zahlungsdiensteaufsichtsgesetzes betreiben.

Der dritte Regelungsbereich dient dazu, Geschäftsleiter von Kreditinstituten, Finanzdienstleistungsinstituten und Versicherungsunternehmen strafrechtlich zur Verantwortung zu ziehen, wenn das Institut durch Missmanagement in die Schieflage geraten sei. Das Kern- und Nebenstrafrecht setze in seinem Schutzzweck andere Schwerpunkte. Pflichtverletzungen im Risikomanagement, mit denen nicht nur die Stabilität des einzelnen Instituts, sondern des Finanzsystems als Ganzem auf dem Spiel stehe, würden hiernach nicht strafbewehrt. Auf Grundlage der bestehenden Vorgaben für das Risikomanagement der Institute (§ 25a KWG i.V.m. den MaRisk) und Versicherungsunternehmen (§ 64a VAG) werden konkrete Sicherstellungspflichten der Geschäftsleiter in Bezug auf das Risikomanagement als Mindeststandard geregelt und flankierende Strafvorschriften vorgesehen.

B. Auswirkungen auf betroffene Unternehmen

1. Sanierungs- und Abwicklungsplanung

Der Gesetzentwurf sieht im bisherigen Unterabschnitt 4a des KWG die Einfügung neuer Regelungen (§§ 47 – 47j KWG n.F.) zur Vorbereitung und Durchführung der Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten in Krisensituationen vor. Diese Vorschriften regeln insbesondere die Erstellung und Ausgestaltung von Sanierungs- und Abwicklungsplänen bei solchen Kreditinstituten und

Finanzgruppen (Institutsgruppen, Finanzholding-Gruppen), die von der BaFin im Einvernehmen mit der Deutschen Bundesbank als potenziell systemgefährdend eingestuft werden, weil deren Bestandsgefährdung eine Systemgefährdung nach sich ziehen kann. Wird das Institut zur Erstellung eines Sanierungsplans aufgefordert, ist dieser innerhalb von sechs Monaten vorzulegen und danach regelmäßig zu aktualisieren. Die Sanierungspläne haben dabei insbesondere eine Bewertung der Sanierungsfähigkeit des Kreditinstituts oder der Finanzgruppe, eine strategische Analyse des Kreditinstituts oder der Finanzgruppe, eine Darstellung der Handlungsoptionen und deren Voraussetzungen und eine Darstellung der Hindernisse zu enthalten sowie darzulegen, dass der Krisenfall aus eigener Kraft und ohne Stabilisierungsmaßnahmen der öffentlichen Hand überwunden werden kann.

Innerhalb der BaFin soll eine eigene Abwicklungseinheit geschaffen werden, welche die Abwicklungsfähigkeit der betroffenen Institute anhand eines umfangreichen Prüfungskatalogs fortlaufend und konkret die Möglichkeit prüft, das betroffene Institut im Wege eines Insolvenzverfahrens oder mittels einer Übertragungsanordnung ohne Eintritt einer Systemgefährdung und ohne Inanspruchnahme öffentlicher Mittel und Beeinträchtigung anderer Finanzmarktteilnehmer, Gläubiger und Einleger abzuwickeln. Die BaFin erstellt für jedes potenziell systemgefährdende Institut einen Abwicklungsplan, der vor allem eine strategische Analyse und Ausführungen dazu enthält, wie wesentliche und kritische Geschäftsaktivitäten im erforderlichen Umfang rechtlich und wirtschaftlich von anderen Funktionen getrennt werden können, um deren Fortführung im Falle einer Abwicklung des Kreditinstituts zu gewährleisten. Der Abwicklungsplan ist der Deutschen Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung zur Stellungnahme vorzulegen und mindestens jährlich zu aktualisieren. Zwar haben die betroffenen Kreditinstitute bei der Erstellung des Abwicklungsplans durch die Zurverfügungstellung von Informationen (ohne Kostenerstattung) wesentlich mitzuwirken. Sie haben jedoch keinen Anspruch darauf, dass die BaFin den Inhalt des sie betreffenden Abwicklungsplans ihnen gegenüber offenlegt.

2. Bankentrennung

Der zweite Kernpunkt des Regierungsvorschlags ist die Einführung eines Systems von Trennbanken entsprechend den Erkenntnissen und Empfehlungen des auf Ebene der Europäischen Union erstellten Liikanen-Reports vom 2. Oktober 2012 (High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector chaired by Erkki Liikanen).

Einlagenkreditinstitute und Gruppen, denen Einlagenkreditinstitute angehören, sollen hiernach verpflichtet sein, bestimmte als spekulativ oder riskant eingestufte Geschäfte in ein eigenständiges Finanzhandelsinstitut zu überführen, wenn ihre dahingehenden Handelsaktivitäten mehr als 20 % ihrer Bilanzsumme ausmachen und die Bilanzsumme der letzten drei Geschäftsjahre jeweils EUR 90 Milliarden übersteigt (relativer Schwellenwert) oder wenn ihre Handelsaktivitäten einen Buchwert von EUR 100 Milliarden übersteigen (absoluter Schwellenwert). Solche als spekulativ oder riskant eingestuften Geschäfte sind Eigengeschäfte (das heißt die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, die nicht Dienstleistung für andere ist), Kredit- und Garantiegeschäfte mit Hedgefonds oder Dach-Hedgefonds oder deren Verwaltungsgesellschaften und mit Alternative Investment Funds (AIF) sowie Eigenhandelsgeschäfte (das heißt das Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Teilnehmer eines inländischen organisierten Marktes oder multilateralen Handelssystems mittels automatisierter Handelssysteme mit Ausnahme von Market-Making-Tätigkeiten).

Geschäfte, die zur Absicherung von Geschäften mit Kunden getätigt werden, die der Zins-, Währungs- und Liquiditätssteuerung des Instituts oder der Institutsgruppe dienen oder die dem Erwerb oder der Veräußerung langfristig angelegter Beteiligungen dienen, bleiben weiterhin erlaubt. Die BaFin kann jedoch auch diese an sich erlaubten Geschäfte unabhängig von den genannten Schwellenwerten untersagen, wenn zu besorgen ist, dass diese Geschäfte, insbesondere gemessen am sonstigen Geschäftsvolumen, am Ertrag oder an der Risikostruktur, die Solvenz des Instituts zu gefährden drohen.

3. Strafbarkeitsregelungen

Durch eine Ergänzung der Vorschriften der §§ 25c KWG und 64a VAG sollen weitreichende und im Einzelnen geregelte Sicherstellungspflichten für Geschäftsleiter bezüglich der Umsetzung der gesetzlichen Vorgaben zum Risikomanagement in Finanzinstituten und Versicherungsunternehmen begründet werden. Die BaFin soll hiernach ermächtigt werden, zur Einhaltung dieser Bestimmungen Anordnungen zu treffen und Verstöße mit Geldbußen zu sanktionieren.

Fahrlässige und vorsätzliche Pflichtverletzungen der Geschäftsleiter bezüglich der vorgenannten Sicherstellungspflichten sollen zudem mit bis zu fünf Jahren Freiheitsstrafe oder Geldstrafe strafrechtlich sanktioniert werden, wenn durch die Pflichtverletzung der Bestand des Instituts oder die Erfüllbarkeit von Versicherungsverträgen gefährdet wird. Dabei setzt die Strafbarkeit nicht voraus, dass das betreffende Institut systemrelevant ist oder eine gewisse Größe aufweist oder die Bestandsgefährdung in einer Systemgefährdung mündet.

4. Zeitplan

Die Regelungen zur Sanierungs- und Abwicklungsplanung sollen am Tag nach der Verkündung des Gesetzes in Kraft treten. Für die Vorschriften zur Bankentrennung ist ein Inkrafttreten am 31. Januar 2014 vorgesehen. Die Ermittlung derjenigen Geschäfte, die den Instituten verboten sein werden, sowie die Errichtung der Finanzhandelsinstitute, in die solche Geschäfte ausgegliedert werden sollen, hat bis zum 1. Juli 2014 zu erfolgen. Die tatsächliche Trennung der Geschäftsbereiche soll bis zum 1. Juli 2015 erfolgen. Die neuen Strafvorschriften für Geschäftsleiter bezüglich der Verletzung von Pflichten zum Risikomanagement sollen ab dem 2. Januar 2014 gelten.

5. Ausblick

Grundsätzlich sind die Überlegungen des Regierungsentwurfs begrüßenswert. Allerdings werden diese auch auf internationaler Ebene angestellt, sodass ein nationaler Alleingang mit Blick auf dann folgenden Änderungsbedarf zunächst wenig Sinn macht. Darüber hinaus wurden bereits beschlossene Maßnahmen, wie etwa Basel III oder die europäische Bankenaufsicht, noch immer nicht umgesetzt, sodass es durchaus auch anderweitig Handlungsbedarf gäbe.

Die Angst, ein Trennbankensystem würde das bewährte deutsche Universalbankensystem schwächen, ist unbegründet. Durch die Trennung in zwei rechtliche Einheiten innerhalb einer Bankengruppe verspricht sich

der Regierungsentwurf mehr Transparenz, eine geringere Vernetzung und mehr Sicherheit. Das Universalbankensystem selbst bleibt erhalten. Der Gesetzentwurf regelt jedoch nicht ausdrücklich, ob und inwieweit ein Finanzhandelsinstitut neben den spekulativen oder riskanten Geschäften noch weitere erlaubnispflichtige Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen darf.

Die Übertragung des Handelsgeschäfts auf eine rechtlich selbstständige Einheit kann außerdem erhebliche steuerliche Probleme verursachen, weil etwa stille Reserven, die in dem übertragenen Geschäft enthalten sind, grundsätzlich der Ertragsbesteuerung unterliegen. Ferner kann dieser Vorgang auch Umsatzsteuer auslösen. Inwieweit das Finanzhandelsinstitut Mitglied eines steuerlichen Organkreises sein kann, bleibt abzuwarten.

Im Gegensatz zum Trennbankenansatz und der Krisenmanagementregelung des Entwurfs folgt sein strafrechtlicher Teil mit der Strafbewehrung des Risikomanagements weder europäischen Gesetzgebungsplänen noch anderen internationalen Vorgaben. So gibt es durchaus Stimmen, die die geplanten Strafrechtsnormen für verfassungswidrig halten, weil sie keinen anerkannten Strafzweck verfolgten und als symbolische Gesetzgebung und als international nicht abgestimmter Alleingang zu bewerten seien.

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

Aktuell: Vorschlag der Europäischen Kommission zur Vierten Geldwäscherichtlinie

Im Kampf gegen die Bedrohungen durch Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung hat die Kommission am 5. Februar 2013 ihren Vorschlag zur Änderung der Geldwäscherichtlinie vorgelegt.

Angesichts der gewaltigen durch Geldwäsche und Terrorismus verursachten volkswirtschaftlichen und gesellschaftlichen Schäden hat das internationale Expertengremium FATF bereits Anfang 2012 neue Standards herausgegeben. Mit ihrem Richtlinienvorschlag setzt die Kommission die Empfehlungen zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung um beziehungsweise geht zum Teil sogar über diese hinaus. Ein zielgenauerer risikoorientierter Ansatz soll die nötige Flexibilität bei der Anpassung an immer neue Bedrohungen und Akteure gewährleisten. In der Folge soll zukünftig nicht nur den mitgliedstaatlichen Behörden, sondern auch den nach dem Richtlinienentwurf verpflichteten Personen und Unternehmen auferlegt werden, spezifische Risiken zu ermitteln, zu analysieren und ihre Sicherungssysteme dem jeweiligen Risiko entsprechend auszurichten. Im Einzelnen sollen sich durch den Vorschlag der Kommission für eine vierte Geldwäscherichtlinie folgende Änderungen gegenüber der aktuellen Rechtslage ergeben:

Der Geldwäschetatbestand soll ausgeweitet werden, sodass in Zukunft auch Steuerstraftaten zu den Geldwäschevortaten zählen würden. Damit würde der deutsche Gesetzgeber zur Verschärfung des § 261 StGB gezwungen, der bisher Steuerdelikte lediglich bei gewerbs- oder bandenmäßiger Begehung als Geldwäschevortaten vorsieht.

Zudem soll der Kreis der zur Geldwäsche- beziehungsweise Terrorismusprävention Verpflichteten erweitert werden. So soll zum einen der Schwellenwert für Bargeschäfte von Personen, die gewerblich mit Gütern handeln, von EUR 15 000 auf 7500 gesenkt werden. Im Sinne der allgemeinen Erweiterung des Geltungsbereichs der Geldwäscherichtlinie auf den Glücksspielsektor sollen ferner auch Anbieter von Glücksspieldiensten in die Pflicht genommen werden. Letzteres wurde hierzulande mittels einer überschießenden Regelung im GwG bereits vorweggenommen.

Weitere Änderungen ergeben sich aus dem angesprochenen risikobasierten Ansatz: So sollen die allzu permissiven und abstrakten vereinfachten Sorgfaltspflichten der dritten Geldwäscherichtlinie stärker einzelfallabhängig ausgestaltet werden. In diesem Sinne würden sich die de lege lata starren Ausschlusskriterien bestenfalls noch im Rahmen eines Katalogs von Indizien zur Bestimmung der Sorgfaltspflichten im Einzelfall finden. Verstärkte Sorgfaltspflichten sollen sich insbesondere im Zusammenhang mit politisch exponierten Personen ergeben, zu denen de lege ferenda auch solche aus EU-Staaten und bei internationalen Organisationen Tätige zählen.

Weitere Änderungen sind auf die Verbesserung der Zusammenarbeit der nationalen zentralen Meldestellen für Geldwäsche beziehungsweise Terrorismusfinanzierung gerichtet. Größere Kohärenz zwischen den mitgliedschaftlichen Regelungen will die Kommission schließlich auch durch detailliertere Vorgaben zu Sanktionen im Falle von systematischen Verstößen gegen die Richtlinienvorgaben schaffen.

Gleichzeitig mit dem Richtlinienvorschlag hat die Kommission einen Vorschlag für eine Verordnung über die Übermittlung von Angaben bei Geldtransfers zur Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Rückverfolgbarkeit vorgelegt. Um rechtliche Verbindlichkeit zu erlangen, müssten die Vorschläge noch von Europäischem Parlament und Ministerrat verabschiedet werden.

Dr. Joachim Kaetzler
ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Frankfurt/Main.
E joachim.kaetzler@cms-hs.com

Der (neue) Begriff des Investmentvermögens nach der AIFMD und dem KAGB

Die AIFMD-Richtlinie 2011/61/EG (AIFMD) reguliert europaweit einheitlich die Verwalter beziehungsweise Manager von „Alternativen Investmentfonds" (AIFs). Sie ist bis zum 22. Juli 2013 in das jeweilige nationale Recht umzusetzen. Der deutsche Gesetzgeber setzt die Vorgaben der AIFMD-Richtlinie im neuen KAGB-E[1] um. Hierbei wird für den gesamten Fondsbereich (erstmalig auch geschlossene Fondskonstruktionen) ein gemeinsamer Rechtsrahmen geschaffen, wobei das bisherige InvestmentG komplett abgelöst wird. Somit wird es investmentrechtlich zukünftig nur noch (bereits EU-weit regulierte) OGAW oder AIF geben.

Ein zentraler Begriff bei der Umsetzung ist hierbei das Investmentvermögen. Er ist Anknüpfungspunkt für viele weitere aufsichtsrechtliche und auch steuerliche Tatbestände. Obwohl die BaFin am 27. März 2013 den Entwurf eines Auslegungsschreibens zum Begriff des Investmentvermögens zur Konsultation gestellt hat[2], bestehen weiter erhebliche Unklarheiten.

In § 1 Abs. 1 des KAGB-E wird der Begriff „Investmentvermögen" wie folgt legal definiert:

- Es liegt ein Organismus für gemeinsame Anlagen (OGA) vor, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt
- um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie
- zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, und
- der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist

Laut der Begründung zum Regierungsentwurf verwendet das KAGB-E entsprechend den Vorgaben der AIFMD einen sehr weitreichenden materiellen Investmentvermögensbegriff[3].

1. Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt

Der Begriff OGA wird weder in der AIFMD noch im KAGB-E näher definiert. Es lässt sich jedoch ableiten, dass es sich bei einem OGA um einen rechtsformunabhängigen Organismus handelt, dessen Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung zu investieren[4]. Damit sollen – auch in Abgrenzung zu individuellen Portfolioverwaltungsmandaten – Organisationsformen erfasst werden, die eine separate Vermögensmasse bilden, die mehreren Beteiligten zugeordnet werden kann[5]. Die ESMA sieht in ihrem Diskussionspapier[6] einen OGA als Organismus an, der Kapital von Investoren einsammelt und der den Zweck der Erzielung einer Rendite für die Anleger durch die Veräußerung von Vermögensgegenständen hat. Die BaFin verlangt hier sowohl eine Gewinn- als auch eine Verlustbeteiligung der Anleger an der Wertentwicklung der Assets, in die der Organismus investiert ist.

Dieses Merkmal dürfte in der Praxis anhand des bewusst weit gewählten Anwendungsbereichs des KAGB-E noch relativ unkompliziert zu beurteilen sein. Nach Auffassung der BaFin können aber auch Gesellschaftereinlagen und typische stille Beteiligungen oder Genussrechte OGA sein.

2. Festgelegte Anlagestrategie

Nach der Gesetzesbegründung des KAGB-E setzt das Vorliegen einer festgelegten Anlagestrategie voraus, dass die Kriterien, nach denen das Kapital angelegt werden soll, in einem über eine allgemeine Geschäftsstrategie hinausgehenden Umfang schriftlich genau bestimmt sind. Im Rahmen einer Anlagestrategie werden die Anlagekriterien genau bestimmt und die Handlungsspielräume des Fondsverwalters entsprechend eingeschränkt.

Auf europarechtlicher Ebene hat die ESMA folgende weitere Aspekte als Indizien für das Vorliegen einer Anlagestrategie aufgestellt[7]:

- Aufstellung von Investmentrichtlinien (Assetklassen, Regionen, Hebelung, Haltedauer, Risikodiversifikation)
- Offenlegung gegenüber Anleger sowie Darlegungserfordernis und Zustimmung der Anleger bei Änderungen der Anlagestrategie

Bei der Beurteilung des Vorliegens einer Anlagestrategie dürfte es schon erheblich

[1] Der Regierungsentwurf des KAGB-E vom 12. Dezember 2012 mit Begründung findet sich unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetzentwuerfe_Arbeitsfassungen/2012-12-12-aifm.html
[2] http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2013/kon_0313_KAGB_AuslegungInvestmentvermoegen_wa.html
[3] Vergleiche A I Nr. 2) sowie die Begründung zu § 1 zum KAGB-E
[4] Die weiteren Merkmale für OGAW gem. Art. 1 Abs. 2 der OGAW-Richtlinie hinsichtlich der Risikostreuung beziehungsweise Anlagen in Wertpapiere und liquide Finanzanlagen kommen bei AIFs je nach Gestaltungsform nicht zur Anwendung.
[5] Vergleiche Beckmann/Scholz/Vollmer Investment vor 405 Rz 13
[6] ESMA Discussion Paper "Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM" ESMA/2012/117 Rz 28
[7] Vergleiche ESMA, Consultation Paper, Guidelines on Key Concepts of the AIFMD; 19. Dezember 2012, Annex V Rn 15

mehr Komplikationen geben, da zum Beispiel auch einige Start-ups relativ detaillierte Businesspläne haben, die dann von einer Anlagestrategie abzugrenzen wären. Hierbei kann der Bezeichnung des fraglichen Dokuments allenfalls eine Indizwirkung zukommen.

3. Investition zum Nutzen der Anleger

Nähere Erläuterungen zu diesem Aspekt enthält das KAGB-E beziehungsweise dessen Begründung nicht. Insofern ist hier auf allgemeine Kriterien zurückzugreifen. So darf nach Auffassung der BaFin das Kapital nicht nur zum Nutzen des eigenen Unternehmens investiert werden, da sonst keine Investition zum Nutzen der Anleger vorliegt.

4. Kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors

Nicht vom KAGB-E erfasst werden sollen operativ tätige Unternehmen. Aber auch dieser Ausnahmetatbestand wird im KAGB-E beziehungsweise in dessen Begründung nicht näher definiert. Hierzu wird lediglich ausgeführt, dass durch die von der AIFMD vorgegebenen, sehr weiten Merkmale der Definition von Investmentvermögen die Gefahr besteht, dass auch produzierende und andere operativ tätige Unternehmen in den Anwendungsbereich des Gesetzes fallen könnten, die keine Fonds sind und deren Regulierung nicht mit der AIFMD bezweckt wurde.

Folglich stellt sich die Frage, wann ein solches operativ tätiges Unternehmen vorliegt, das nicht vom KAGB-E reguliert wird. Dies dürfte in der Praxis mangels konkreter Vorgaben auf der einen Seite und der Praxis der BaFin, im Zweifelsfall ist von aufsichtspflichtigen Sachverhalten auszugehen, auf der anderen Seite am schwierigsten zu beurteilen sein.

Mögliche Merkmale für das Vorliegen eines operativ tätigen Unternehmens könnten die folgenden Aspekte sein:

- das Fehlen einer festgelegten Anlagestrategie[8],
- es handelt sich um ein gewerblich geprägtes Unternehmen, das auch der Gewerbesteuer unterfallen wird,
- es liegt eine unternehmerische Tätigkeit in Form von Wertschöpfung beziehungsweise Wertsteigerung durch Eigenleistung vor.

Nach Auffassung der BaFin sind Unternehmen, die Anlagen (zum Beispiel Biogas-, Solar- oder Windkraftanlagen) im Rahmen eines laufenden Geschäftsbetriebs (day-to-day business) selbst betreiben und bei denen keine Auslagerung erfolgt, operativ tätige Unternehmen. Gleiches gilt für die Projektentwicklung und den Betrieb von Immobilien, die als operativ anzusehen sind, nicht aber bei Unternehmen, die den Erwerb, Vermietung/Verpachtung oder Verkauf von Immobilien betreiben. Diese können als Investmentvermögen angesehen werden.

In der Praxis wird es daher eine große Herausforderung sein, einen vernünftigen Geltungsbereich des KAGB herauszufiltern, der verhindert, dass auch rein gesellschaftsrechtliche Konstellationen dem KAGB unterliegen.

Andreas Feneis
ist Rechtsanwalt im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Frankfurt/Main.
E andreas.feneis@cms-hs.com

[8] Vergleiche Begründung zum Regierungsentwurf des KAGB Teil B Abschnitt I § 1 Abs. 1

Portfolio-Projektfinanzierung

Werden Projektfinanzierungen bisweilen als „Haute Couture im Kreditgeschäft" bezeichnet, so stellen Portfolio-Projektfinanzierungen nochmals erhöhte Anforderungen an die Fertigkeiten des Schneiders. Insbesondere vor dem Hintergrund der Finanzierung in einer Dokumentation gebündelter kleinerer Projekte im Bereich regenerativer Energien kommen Portfolio-Projektfinanzierungen zum Einsatz.

A. Wesen und Vorteile einer Portfolio-Projektfinanzierung

Wesensmerkmal einer Projektfinanzierung ist die Finanzierung einer sich selbst – das heißt aus generiertem Cashflow – tragenden Wirtschaftseinheit. Bei dieser Wirtschaftseinheit handelt es sich zumeist um eine eigens gegründete Zweckgesellschaft, welche das im Zentrum der Finanzierung stehende Projekt betreibt. Portfolio-Projektfinanzierungen beinhalten dagegen die Zusammenfassung verschiedener einzelner Projekte innerhalb einer einheitlichen Finanzierungsstruktur. Exemplarische Grundkonstellation – und Prämisse dieses Beitrags – ist die Finanzierung eines Portfolios, dessen einzelne Projekte von verschiedenen Zweckgesellschaften betrieben werden.

Auf Sponsorenebene ermöglichen Portfolio-Projektfinanzierungen die Beteiligung der Sponsoren an einzelnen Projekten in Beteiligungsstruktur. Dabei wird auch die Handelbarkeit einzelner Projekte über die Veräußerung einzelner Zweckgesellschaften angestrebt. Vor dem Hintergrund des nicht unwesentlichen Zeit- und Kostenaufwands, welcher mit der Ausarbeitung einzelner Vertragsdokumentationen verbunden ist, führt die Verwendung einer einheitlichen und projektübergreifenden Vertragsdokumentation zu einem erheblichen Kostenvorteil. Zudem wird die Aufnahme oder der Austausch von Projekten erleichtert. Letztendlich lässt sich die hiermit beschriebene relative Absenkung von Transaktionskosten auf die Ausnutzung von Skaleneffekten zurückführen. Finanzierungsspezifische Kostenvorteile ergeben sich daneben aus einer Risikodiversifikation. Die Verbindung einzelner Projekte führt zu einer Risikostreuung, welche sich regelmäßig in den Finanzierungskosten widerspiegelt. Im Falle der Finanzierung alternativer Energiequellen lassen sich auf diesem Wege zum Beispiel geografische und klimatische Risiken verteilen. Der Aspekt der Risikodiversifikation kann so weit gehen, dass eine isolierte Finanzierung eines risikoträchtigen Projekts ausscheidet, eine Portfolio-Projektfinanzierung – zusammen mit risikoarmen Projekten – jedoch in Betracht kommt. Es ist offensichtlich, dass dies zu einem Spannungsfeld von Sponsoreninteressen und Kreditgeberinteressen führen kann.

B. Spezifische Risiken einer Portfolio-Projektfinanzierung

I. Problemstellung

Den soeben erläuterten Vorteilen einer Portfolio-Projektfinanzierung stehen naturgemäß Nachteile gegenüber. Diese ergeben sich insbesondere aus ihrer komplexen Struktur. Setzt die einfache Projektfinanzierung bereits eine komplexe rechtliche Strukturierung voraus, so vervielfältigen sich die Anforderungen bei einer Portfolio-Projektfinanzierung. Auf wirtschaftlicher Ebene ergeben sich erhöhte Anforderungen an die Kalkulation der Finanzierung, da diese eine ungleich höhere Anzahl an Variablen und Zahlungsströmen berücksichtigen muss. Auf juristischer Ebene ist eines der wesentlichen Risiken, dass ein innerhalb eines Projekts isoliert eintretender Kündigungsgrund (Default) oder eine sonstige Pflichtverletzung gegebenenfalls negative Auswirkungen auf das gesamte Portfolio entfaltet. Einschlägige Vertragsdokumentationen enthalten in diesem Zusammenhang explizite Portfolio- oder Cross-Default-Klauseln.

Sowohl der Darlehensnehmer als auch ein möglicher Sponsor werden jedoch daran interessiert sein, dass abgrenzbare negative Entwicklungen nicht sogleich das gesamte Portfolio erfassen. Es stellt sich damit die Frage, wie eine möglichst weitgehende Separierung projektspezifischer Risiken unter dem Schirm einer einheitlichen Portfolio-Projektfinanzierung zu erreichen ist. Die alleinige Streichung einer eventuell vorhandenen Portfolio- oder Cross-Default-Klausel greift dabei zu kurz. Schnittstellen und Interdependenzen zwischen einzelnen Projekten befinden sich an zahlreichen Stellen einer Portfolio-Projekt-Dokumentation, welche sich aus weiteren Verträgen – wie zum Beispiel Sicherheiten- und Interkreditorenverträgen – zusammensetzt. Aus der Vielzahl möglicher Schnittstellen sollen im Folgenden einzelne exemplarische gestaltungsbedürftige Aspekte hervorgehoben werden.

II. Vertragsgestaltung zur Minimierung von Portfoliorisiken

Portfolio-Projektfinanzierungen basieren regelmäßig auf einem grundlegenden Rahmenvertrag, der zwischen den Darlehensnehmern – den Zweckgesellschaften, welche die einzelnen Projekte betreiben – den finanzierenden Parteien und Sponsoren abgeschlossen wird. Dieser bildet die vertragliche Grundlage für den Abschluss und die Vergabe von Darlehen für die einzelnen Projekte. Will man eine möglichst weitgehende Separierung erreichen, so ist strukturell vorzusehen, dass Darlehensnehmerin eines Projekts nur die jeweilige Zweckgesellschaft ist und nicht etwa alle Zweckgesellschaften gemeinschaftlich und auch nicht etwa eine Zwischenholding, die nur Unterdarlehen an die Zweckgesellschaft vergibt. Soll dagegen eine Bündelung der Risiken erreicht werden, wird man gerade umgekehrt strukturieren. Diese grundsätzliche Weichenstellung muss in der gesamten Dokumentation reflektiert werden. Dabei sind an vielen Stellen Sponsoren-, Darlehensnehmer-, Sicherungsgeber-

und Kreditgeberinteressen auszugleichen. Im Folgenden wird beispielhaft aufgeführt, was in der Finanzierungsdokumentation zu beachten ist, wenn eine Veräußerbarkeit einzelner Projekte ermöglicht werden soll.

Es empfiehlt sich zunächst die Aufnahme einer expliziten Klausel, welche zum Ausdruck bringt, dass die Verpflichtungen der einzelnen Zweckgesellschaften unabhängig voneinander bestehen und keine gesamtschuldnerische Haftung begründen. An dieser Stelle ist zudem hervorzuheben, dass innerhalb eines Projekts eintretende Ereignisse – insbesondere ein Default – keine Auswirkungen auf weitere Projekte entfalten beziehungsweise Auswirkungen wie zum Beispiel ein Kündigungsgrund auf das konkrete Projekt isoliert sind.

Die vorstehend beschriebene Klausel findet ihre Fortführung innerhalb des weiteren Vertragswerks. Jede einzelne Bezugnahme auf den „Darlehensnehmer" sowie die sich daraus ergebenden Folgen sind kritisch auf mögliche portfolioweite Auswirkungen zu untersuchen. Dies gilt insbesondere für Zusicherungen, Gewährleistungen, gegebene Garantien sowie Default-Klauseln. Erteilte Zusicherungen und Garantien sind von jeder einzelnen Zweckgesellschaft und isoliert auf das jeweilige Projekt abzugeben. Aber auch Klauseln, welche vordergründig keine Kollektivwirkung entfalten, wie zum Beispiel Kündigungsmöglichkeiten im Falle der Änderung von gesetzlichen Rahmenbedingungen, sind kritisch zu begutachten. Sofern sich Gesetzesänderungen auf abgrenzbare Projekte beschränken, muss dies bereits innerhalb der Vertragsdokumentation eine antizipierende Berücksichtigung im Sinne einer Folgenbegrenzung finden.

Typischerweise setzt sich die Dokumentation einer Portfolio-Projektfinanzierung aus zahlreichen Verträgen zusammen. Auf Sicherheiten und Interkreditorenverträge wurde bereits hingewiesen. Auch diese Vertragswerke müssen die oben beschriebene Trennung der Projekte nachzeichnen. Innerhalb einzelner Darlehensverträge, welche auf Grundlage des Rahmenvertrags mit den einzelnen Zweckgesellschaften abgeschlossen werden, bereitet dies weniger Schwierigkeiten, da insoweit bereits eine Individualisierung des Projekts sowie der Zweckgesellschaften vorhanden ist. Für Sicherheitenverträge gilt dies jedoch nicht zwingend. Insbesondere die Definition der gesicherten Forderungen birgt das Risiko einer Zusammenfassung einzelner Projekte und ist daher einer genauen Prüfung zu unterziehen.

Bei all dem darf das Sicherungsinteresse der Finanzierungsparteien nicht aus dem Auge verloren werden. Eine interessengerechte Austarierung kann insoweit aber zum Beispiel über die Steuerung der Überschüsse aus den einzelnen Projekten erfolgen. Denkbar ist zum Beispiel, dass laufende Überschüsse aus sämtlichen Projekten zunächst – das heißt vor Auszahlung an Gesellschafter oder Sponsoren – auf ein zentrales Konto geleitet werden. Aus diesem Konto kann im Falle einer entsprechenden und zu definierenden Notwendigkeit eine „Quersubventionierung" schwächerer Projekte erfolgen. Eine individuell zu verhandelnde Zahlungsreihenfolge (cash waterfall) ist geeignet, den unterschiedlichen Interessen Rechnung zu tragen.

C. Fazit

Portfolio-Projektfinanzierungen sind mit zeitlichen und finanziellen Vorteilen verbunden. Gleichzeitig besteht jedoch das substanzielle Risiko, dass nachteilige Entwicklungen innerhalb eines Projekts das gesamte Portfolio infizieren. Bereits diese kursorische Darstellung einzelner gestaltungsbedürftiger Aspekte verdeutlicht, dass keine „One-fits-all"-Musterlösung existiert und die Notwendigkeit einer individuellen Gestaltung der Vertragsdokumentation besteht, um Sponsoren- und Kreditgeberinteressen in Einklang zu bringen.

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

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

Gläubigerrechte in der Staatsumschuldung

Lange Zeit galten Staatsanleihen als sichere Anlage mit hohen Renditemöglichkeiten. Spätestens seit der Ankündigung Argentiniens im Jahr 2002, seine Anleiheschulden nicht mehr zu bedienen, und den Umschuldungen der Staatsschulden Griechenlands im März und Dezember 2012 stellt sich für Anleger jedoch die Frage, was sie im Falle des Falls unternehmen können, um den erheblichen Kapitalverlusten (bis zu 70 % im Fall Argentinien, über 80 % im Fall Griechenland), die mit einer Staatsumschuldung fast immer einhergehen, zu entgehen.

Dieser Artikel erläutert, ob Anleger in der Lage sind, sich auf dem Rechtsweg gegen den Zahlungsausfall oder eine Umschuldung ihrer Staatsanleihen erfolgreich zur Wehr zu setzen.

Staatsanleihen sind wie Unternehmensanleihen auch Verträge des Privatrechts, die qua Rechtswahl einer nationalen Rechtsordnung unterliegen. Klassische Staatsanleihen vermitteln dem Inhaber einen Anspruch auf Zinszahlung in regelmäßigen Raten und einen Anspruch auf Rückzahlung des Nennbetrages am Ende der Laufzeit. Erfüllt der die Anleihe emittierende Staat die Verpflichtungen aus der Anleihe nicht mehr, etwa indem er seine Zinszahlungen einstellt, so stellt dies regelmäßig einen schuldrechtlichen Verstoß dar. Der Gläubiger kann dann in der Regel die Anleihe kündigen, alle ausstehenden Zins- und Kapitalraten fällig stellen und vor dem in der Anleihe gewählten Gericht oder sogar vor einem internationalen Schiedsgericht auf Zahlung klagen.

Wenn Staaten ihre Anleihen umschulden wollen, gehen sie meist folgendermaßen vor: Zunächst verhandeln einige ausgewählte Gläubiger, zumeist Banken oder Hedgefonds im sogenannten Bank Advisory Committee oder London Club mit dem Schuldner über die Konditionen der Umschuldung. Das Verhandlungsergebnis wird sodann allen infrage kommenden Gläubigern zur Annahme vorgeschlagen. Technisch sieht das Umschuldungsangebot in der Regel vor, dass die Gläubiger ihre Anleihen bis zu einem bestimmten Stichtag gegen neue Anleihen mit schlechteren Bedingungen eintauschen sollen. Sofern auf die von den Gläubigern gehaltenen Papiere zum Zeitpunkt der Verhandlungen noch Zinszahlungen geleistet werden, kündigt der Staat mit dem Umschuldungsangebot im- oder explizit an, dass er nach dem Stichtag auf nicht umgetauschte Anleihen keine Zahlungen mehr leisten wird.

Um zu verhindern, dass nicht umschuldungswillige Gläubiger gegen den Zahlungsausfall klagen, haben sich Staaten in der Vergangenheit oft sogenannten Collective Action Clauses (CACs) bedient, die in den Anleihebedingungen eingefügt werden. CACs sehen vor, dass eine Mehrheit von Anleihegläubigern der Umschuldung mit Wirkung für alle Gläubiger dieser Anleihe zustimmen kann. Sind also CACs in einer Staatsanleihe wirksam vereinbart und stimmt die Mehrheit der Gläubiger dieser Anleihe für die Umschuldung, stellt der Zahlungsausfall auf die nicht umgetauschten Anleihen keinen Verstoß gegen die Anleihebedingungen dar. Eine Klage der umschuldungsunwilligen Gläubiger wird dann keinen Erfolg haben. Die 2012 umgeschuldeten griechischen Anleihen enthielten mehrheitlich keine CACs. Daher ging die griechische Regierung einen besonderen Weg. Einerseits zahlte sie solche Anleihegläubiger aus, deren Papiere englischem Recht unterlagen (nur circa 10 % der griechischen Anleihen). In die Anleihen, die griechischem Recht unterlagen, wurden per Gesetz rückwirkend CACs eingefügt und Abstimmungen zur Umschuldung abgehalten.

Der Grund für diese unterschiedliche Behandlung war folgender: Die Gläubiger der Anleihen nach griechischem Recht hätten gegen einen Zahlungsausfall nur vor griechischen Gerichten klagen können, die das Gesetz zur Einführung der CACs anerkannt und die Klage abgewiesen hätten. Die überwältigende Mehrheit der Gläubiger von Anleihen nach griechischem Recht entschloss sich daher der Umschuldung zuzustimmen. Die Gläubiger, deren Anleihen englischem Recht unterlagen, hätten dagegen in England klagen können, dessen Gerichte wahrscheinlich das griechische CAC-Gesetz nicht angewendet hätten. Hätten diese Gläubiger geklagt, hätte Griechenland sich langjährigen Prozessen mit vermutlich positivem Ausgang für die Gläubiger ausgesetzt gesehen.

Welche Möglichkeiten Gläubiger haben, auf dem Rechtsweg ein Urteil zu erstreiten, zeigt der Fall Argentinien. Viele Gläubiger Argentiniens, deren Anleihen deutschem Recht oder einem anderen ausländischen Recht unterlagen, klagten in jüngster Vergangenheit sehr erfolgreich ihre Forderungen vor deutschen und ausländischen Gerichten ein. Allerdings zeigten sich im Rahmen der Vollstreckung erhebliche Schwie-

rigkeiten, da Argentinien kaum vollstreckungsfähiges Vermögen außerhalb Argentiniens hat. Die Gläubiger ließen es freilich nicht an Kreativität vermissen. Von argentinischen Dinosaurierausstellungen in Deutschland, über ein Segelschulschiff der argentinischen Marine im Kongo bis zu den Reisespesen in der Handtasche der argentinischen Präsidentin Cristina Fernández de Kirchner auf Staatsbesuch wurden alle Optionen – wenn auch erfolglos – erwogen.

Nach neusten Berichten aus den USA scheint die Vollstreckung zumindest dort auf einem guten Weg. Anfang 2013 wurde von einem Berufungsgericht in New York eine einstweilige Verfügung bestätigt, die es unter anderem Banken in New York verbietet, Zahlungen Argentiniens weiterzuleiten oder anzunehmen, solange nicht die Antragsteller, die in den USA Zahlungsurteile erstritten haben, anteilsmäßig bezahlt werden. Mit anderen Worten: Wenn Argentinien nicht endlich die Inhaber seiner nicht umgeschuldeten Staatsanleihen bezahlt, kann das Land den Finanzplatz in New York nicht mehr nutzen.

Es zeigt sich daher, dass Gläubiger nicht in jedem Fall eine Umschuldung widerspruchslos hinnehmen müssen. Allerdings ist auch klar, dass die Hürden, einen Staat zu verklagen und ein Urteil zu vollstrecken, hoch sind. Daneben gilt es zu bedenken, dass eine klageweise Durchsetzung der eigenen Interessen möglicherweise erhebliche Imageschäden für institutionelle Gläubiger haben kann. Staatsumschuldungen dienen in den Augen der Öffentlichkeit nämlich vorzugswürdigen öffentlichen Interessen. Die Verluste privater Gläubiger im Zuge der Umschuldung werden daher oftmals als „Spekulationsverluste“ abgetan, die durch die auf die Staatsanleihen zahlbaren hohen Zinsen gerechtfertigt sind.

Eine umfassende Beratung ist daher unerlässlich, damit der Gläubiger eine ausgewogene Entscheidung über seine Reaktion auf die Umschuldung treffen kann. Ein Anwalt wird auf Grundlage der Anleihebedingungen zum Beispiel prüfen müssen:

— welches Recht auf die Anleihe anwendbar ist;
— ob ein Zahlungsausfall gegen die Anleihebedingungen verstößt;
— ob die Anleihe wirksame CACs enthält und gemäß diesen Klauseln eine wirksame Umschuldung durchgeführt werden kann;
— welches Gericht für eine potenzielle Klage infrage kommt;
— wie groß das Prozess- und Kostenrisiko ist;
— ob und gegebenenfalls welche Vollstreckungsmöglichkeiten existieren.

Auf Grundlage der Einschätzung des Anwalts kann der Gläubiger sodann beurteilen, wie er sich im Rahmen einer eventuellen Gläubigerabstimmung über die Umschuldung verhalten soll und ob sich eine klagweise Verfolgung seiner Interessen wirtschaftlich rechnet.

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

Haben Sie den Besitz an oder die Kontrolle über Finanzsicherheiten Ihrer Kunden?

Die EU-Richtlinie über Finanzsicherheiten (Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten) ist zwar bereits seit über zehn Jahren in Kraft, zu ihrer Bedeutung und Auswirkung gab es bislang jedoch im Vereinigten Königreich sowie auch in Deutschland nur eine sehr begrenzte Rechtsprechung.

Am 2. November 2012 verkündete der High Court in England ein wichtiges Urteil in der Sache Lehman Brothers International (Europe) (in administration), in dem er sich zu wesentlichen Bestimmungen der Richtlinie geäußert hat. Auch wenn sich das Gericht in der Sache Lehman Brothers insbesondere mit Regelungen der Financial Collateral Arrangements (No 2) Regulations 2003 (UK) befasste, die die EU-Richtlinie in englisches Recht umsetzte, kommt dem Urteil aus nachstehenden Gründen durchaus eine wichtigere Bedeutung bei.

Mit der Richtlinie sollte eine EU-weite Regelung geschaffen werden, um die verschiedenen einzelstaatlichen Regelungen bezüglich der Bereitstellung von Wertpapieren und Barguthaben als Sicherheit bei Finanz- und Kapitalmarktgeschäften zu harmonisieren. Insbesondere sollte die Richtlinie ein EU-weit einheitliches Verfahren mit möglichst wenig Formerfordernissen zur Qualifizierung von Finanzsicherungsvereinbarungen schaffen und die schnelle und unbürokratische Verwertung der Sicherheiten ohne Einschränkungen durch einzelstaatliches Insolvenzrecht ermöglichen. In der Präambel der Richtlinie wird klar ausgesagt, dass zwecks Begrenzung des Verwaltungsaufwands der Parteien bei der Bestellung von Finanzsicherheiten für die Wirksamkeit der Sicherheit nach einzelstaatlichem Recht nur vorgeschrieben werden darf, dass die Finanzsicherheit „dem Sicherungsnehmer oder seinem Vertreter geliefert oder im Wege des Effektengiros gutgeschrieben wird oder ihnen auf sonstige Weise der Besitz daran oder die Kontrolle darüber verschafft wird". Der entscheidende Aspekt von „Besitz oder Kontrolle" wurde nun vom Gericht in der Sache Lehman Brothers ausführlich untersucht.

Eine „Finanzsicherheit" ist in Artikel 2 der Richtlinie als Sicherheit definiert, die in Form der Vollrechtsübertragung bestellt wird (in diesem Fall erfolgt die Übereignung beziehungsweise Zession der Sicherheit auf den Sicherungsnehmer), oder als Sicherheit, die in Form eines beschränkten dinglichen Sicherungsrechts bestellt wird (hierbei erhält der Sicherungsnehmer ein Sicherungsrecht an dem Finanzaktivum). In Artikel 2 Absatz 2 der Richtlinie heißt es:

> „Bestellung" beziehungsweise „bestellt" im Sinne dieser Richtlinie bedeutet, dass dem Sicherungsnehmer oder seinem Vertreter eine Finanzsicherheit geliefert oder im Wege des Effektengiros gutgeschrieben wurde oder ihnen auf sonstige Weise der Besitz oder die Kontrolle daran verschafft wurde, sofern er den Besitz oder die Kontrolle nicht bereits innehatte. Der Besitzverschaffung gemäß dieser Richtlinie steht nicht entgegen, dass der Sicherungsgeber Anspruch auf Rückgewähr bestellter Sicherheiten im Austausch gegen andere Sicherheiten oder auf Rückgewähr überschüssiger Sicherheiten hat."

Das Gericht stellte fest, dass die Richtlinie gemäß ihrem Wortlaut nur auf solche Formen von Finanzsicherheiten anzuwenden ist, bei denen sich die Sicherheit im Besitz oder unter der Kontrolle des Sicherungsnehmers befindet.

Als erstes war vom Gericht die Bedeutung des Wortlauts „dass der Sicherungsnehmer … der Besitz oder die Kontrolle daran verschafft wurde" in Artikel 2 Absatz 2 der Richtlinie zu untersuchen.

Nach Ansicht des Gerichts erfordert Artikel 2 Absatz 2 der Richtlinie hinsichtlich der Anwendbarkeit im Endeffekt die Erfüllung von zwei Voraussetzungen: Erstens muss die Sicherheit dem Sicherungsnehmer oder seinem Vertreter geliefert oder im Wege des Effektengiros gutgeschrieben werden oder ihnen auf sonstige Weise der Besitz oder die Kontrolle daran verschafft werden, und zweitens fallen nur solche Formen unter die Richtlinie, bei denen die Lieferung oder Gutschrift im Wege des Effektengiros oder sonstigem Wege („Lieferung oder Übertragung") tatsächlich dazu führt, dass sich die Sicherheit im Besitz oder unter der Kontrolle des Sicherungsnehmers befindet.

Als nächstes prüfte das Gericht die Bedeutung des Konzepts „Besitz oder Kontrolle" im Kontext der Richtlinie. In dem einzigen diesbezüglich zuvor ergangenen Urteil war der High Court in der Sache Gray v G-T-P Group Limited der Auffassung, dass das Konzept von „Besitz" auf immaterielle Vermögenswerte keine Anwendung findet. In der Sache Lehman Brothers vertrat das Gericht die Ansicht, es sei falsch anzunehmen, die Richtlinie hätte sich auf den „Besitz" von Finanzsicherheiten bezogen, wenn sie

keine Anwendung auf immaterielle Vermögenswerte hätte haben sollen, da es sich bei der überwiegenden Mehrheit der an den Märkten verwendeten Finanzsicherheiten um immaterielle Vermögenswerte (das heißt dematerialisierte Wertpapiere oder Bargutheben) handelt. Nach Auffassung des Gerichts bedeutet „Besitz" nicht nur die bloße Lieferung an oder Übertragung auf den Sicherungsnehmer, sodass dieser die „Beherrschung" über die Finanzsicherheit hat, sondern vielmehr, dass als wesentliche Frage gefragt werden müsse, ob eine vollständige Besitzverschaffung zugunsten des Sicherungsnehmers erfolgt, das heißt, ob die Sicherheit besitzgebunden ist.

Hinsichtlich der „Kontrolle" wurde gestützt auf den Fall Gray bejaht, dass zu unterscheiden ist zwischen der administrativen Kontrolle (in dem Sinne, dass der Sicherungsnehmer als Kontoinhaber über den immateriellen Vermögenswert verfügen kann) und der rechtlichen Kontrolle (in dem Sinne, dass er rechtmäßig befugt ist, die Entnahme von belastetem Vermögen aus dem Pool der gehaltenen Sicherheiten zu verhindern).

Im Fall Lehman Brothers vertrat das Gericht die Ansicht, dass nicht die administrative, sondern die rechtliche Kontrolle das angemessene Kriterium sei. In seinem Urteil führte das Gericht aus, dass die Anwendbarkeit der Richtlinie auf eine Sicherheitsvereinbarung erfordert, dass die Lieferung oder Übertragung der Finanzsicherheit in einem solchen Umfang erfolgt, dass der Besitz an oder die Kontrolle über die Finanzsicherheit in ausreichendem Maße beim Sicherungsnehmer liegt, um davon ausgehen zu können, dass eine vollständige Besitzverschaffung zugunsten des Sicherungsnehmers erfolgt. Wenn sich beispielsweise eine Finanzsicherheit im Besitz des Sicherungsnehmers befindet, der Sicherungsgeber jedoch ein unkontrolliertes Recht hat, das Geld oder dergleichen abzurufen, dann liegt keine vollständige Besitzverschaffung zugunsten des Sicherungsnehmers vor.

Im Fall Lehman Brothers hatte eine der Gesellschaften der Gruppe Lehman Brothers, Lehman Brothers Finance SA (LBF), der Lehman Brothers International (Europe) (LBIE) ein Sicherungsrecht über Finanzsicherheiten eingeräumt als Sicherheit für Schulden von LBF gegenüber LBIE sowie gegenüber bestimmten verbundenen Unternehmen von LBIE.

Laut der Vereinbarung hatte LBF bis zur Umwandlung (crystallisation) der Sicherheit (in der Art eines Sicherungsmittels in Form einer „charge" nach englischem Recht) das Recht, jederzeit die sofortige vollständige oder teilweise Entnahme ihres Eigentums aus dem betreffenden Konto zu verlangen, und LBIE hatte nur ein begrenztes Zurückbehaltungsrecht für ihre Forderungen gegenüber LBF (right of retainer).

Bezüglich der Vereinbarung zur Sicherung von LBFs Schulden gegenüber LBIE erklärte das Gericht das eingeschränkte Zurückbehaltungsrecht von LBIE für ausreichend, um LBIE den erforderlichen „Besitz" an oder die erforderliche „Kontrolle" über die Sicherheit zu verschaffen. Die Rechte von LBF seien gleichbedeutend mit dem bloßen Anspruch auf Rückgewähr bestellter Sicherheiten im Austausch gegen andere Sicherheiten beziehungsweise auf Rückgewähr überschüssiger Sicherheiten (derartige Rechte zugunsten des Sicherungsgebers stehen laut Artikel 2 Absatz 2 ausdrücklich nicht der Besitz- oder Kontrollverschaffung zugunsten des Sicherungsnehmers entgegen). Nach Ansicht des Gerichts war es jedoch angezeigter, das beschränkte dingliche Sicherungsrecht, das heißt das Sicherungsrecht für LBFs Schulden gegenüber LBIE sowie gegenüber bestimmten verbundenen Unternehmen von LBIE als ein Sicherungsrecht zu werten, das über eine einzelne Klasse von Sicherheiten eingeräumt wurde (bei denen es sich durchweg um Eigentum handelte, das von LBIE für LBF gehalten wurde), und dass sämtliche Rechte von LBIE unter diesen Umständen dergestalt wirken, dass an der Finanzsicherheit keine vollständige Besitzverschaffung zulasten von LBF erfolgt ist und die Sicherungsrechte somit keine „Finanzsicherheiten in Form eines beschränkten dinglichen Sicherungsrechts" gemäß der Richtlinie darstellten. Das Gericht führte hierzu aus:

> „Hintergrund dieser Auffassung ist, dass LBF bis zur Umwandlung unkontrollierte Rechte zur Entnahme und Veräußerung des verwahrten Vermögens in einem Umfang hatte, der wesentlich größer war als das Recht auf Rückgewähr bestellter Sicherheiten im Austausch gegen andere Sicherheiten oder auf Rückgewähr überschüssiger Sicherheiten, wobei „überschüssig" auf die Gesamtheit ihrer zu befriedigenden Verbindlichkeiten, für die das Sicherungsrecht bestand, bezogen wird. Kurz gesagt konnte LBF unabhängig von LBFs Schulden gegenüber LBIE ungeachtet ihrer Verbindlichkeiten gegenüber den verbundenen Unternehmen von LBIE nach Belieben mit dem Vermögen verfahren."

Auch wenn es nach dem Urteil im Fall Lehman Brothers weiterhin unbeantwortete Fragen gibt (zum Beispiel was eine „überschüssige" Finanzsicherheit ist und ab wann die Rechte eines Sicherungsgebers mehr sind als die bloßen Rückgewährrechte), so klärt das in diesem Fall erlassene Urteil des High Court doch die Bedeutung eines der Hauptaspekte der Richtlinie, nämlich die Frage, wann von einer Finanzsicherheit angenommen werden kann, dass sie sich „im Besitz oder unter der Kontrolle" des Sicherungsnehmers befindet.

Carl Werner, Solicitor of England and Wales
ist Solicitor im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Hamburg.
E carl.werner@cms-hs.com

Kurz notiert

Eine Grundschuld mit einem Zinssatz von 48 % per anno ist sittenwidrig

Ein Pfandleihunternehmer wollte zur Sicherung eines Darlehens eine Grundschuld nebst 48 % Zinsen per anno in das Grundbuch eintragen lassen. Das Grundbuchamt lehnte die Eintragung mit dem Hinweis auf die Sittenwidrigkeit ab. In der Entscheidung vom 5. September 2012 bestätigt das OLG Schleswig (Beschluss von 5. September 2012 – 2 W 19/12) die Auffassung des Rechtspflegers. Für das Gericht bestand ein besonders großes Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung. Üblicherweise werden Grundschuldzinsen zwar weit über den dem schuldrechtlichen Geschäft zugrunde liegenden Zinsen eingetragen. In der gegenwärtigen Niedrigzinsphase sind dies regelmäßig etwa 15 %. Die beantragte Eintragung der im Darlehensvertrag vereinbarten 48 % per anno überschreite diesen Satz in einer zur Sittenwidrigkeit führenden erheblichen Weise.

Unwirksamkeit von Lösungsklauseln, die an den Insolvenzantrag oder die Insolvenzeröffnung anknüpfen

In einem vom BGH entschiedenen Fall (Urteil vom 15. November 2012 – IX ZR 169/11) hatte ein Energielieferant mit einem Kunden einen Vertrag geschlossen, „der auch ohne Kündigung enden sollte, wenn der Kunde einen Insolvenzantrag stellt oder aufgrund eines Gläubigerantrags das vorläufige Insolvenzverfahren eingeleitet oder eröffnet wird". Als der Kunde Insolvenz anmelden musste, schlossen Energielieferant und Insolvenzverwalter des Kunden – vorbehaltlich der Prüfung der Rechtslage – einen neuen Energieliefervertrag zu teureren Konditionen. Weil der Insolvenzverwalter in der Folge aber nur Zahlungen in der Höhe des alten Vertrags leistete, klagte der Energielieferant auf Zahlung der Differenz. Die Klage hatte keinen Erfolg.

Die Frage, ob insolvenzabhängige Lösungsklauseln in Verträgen über die fortlaufende Lieferung von Waren oder Energie gemäß § 119 InsO unwirksam sind, weil sie das nach § 103 InsO bestehende Wahlrecht des Insolvenzverwalters bereits im Voraus ausschließen, war bislang nicht höchstrichterlich geklärt. Nunmehr hat der BGH sich dahingehend festgelegt, dass insolvenzabhängige Lösungsklauseln nur dann wirksam sind, wenn sie einer gesetzlich vorgesehenen Lösungsmöglichkeit entsprechen. Zweck des Erfüllungswahlrechts des Insolvenzverwalters sei es, die Masse zu schützen und im Interesse einer gleichmäßigen Gläubigerbefriedigung zu mehren. Dieser Zweck werde vereitelt, wenn sich der Vertragspartner des Schuldners allein wegen der Insolvenz von einem für die Masse günstigen Vertrag lösen könne. Der Gesetzgeber der InsO wollte derartige Nachteile für die Betriebsfortführung vermeiden. Dieser Regelungsabsicht bei Einführung des § 103 InsO widerspreche es, wenn ein massegünstiger Vertrag dem Erfüllungswahlrecht des Insolvenzverwalters durch eine vertragliche Lösungsklausel entzogen werden könnte.

Bei der Gestaltung von Lösungsklauseln muss künftig nach den Vorgaben des BGH auf Insolvenzunabhängigkeit geachtet werden. Statt insolvenzspezifischer Umstände bietet sich eine Anknüpfung an den Verzug oder andere Vertragsverletzungen an.

§ 64 S. 3 GmbHG hat nur geringen Anwendungsbereich

Nach der durch das MoMiG neu eingeführten Haftungsnorm des § 64 S. 3 GmbHG ist der Geschäftsführer der Gesellschaft zum Ersatz von Zahlungen an Gesellschafter verpflichtet, soweit diese zur Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft führen mussten. Die Voraussetzung der Ursächlichkeit der Zahlung für die Zahlungsunfähigkeit und die Ermittlung der Zahlungsunfähigkeit waren umstritten. In beiden Punkten hat der BGH nun Klarheit geschaffen (Urteil vom 9. Oktober 2012 II ZR 298/11).

Der Begriff der Zahlungsunfähigkeit im Sinne von § 64 S. 3 GmbHG entspreche dem in § 64 S. 1 GmbHG und in § 17 Abs. 2 S. 1 InsO. Zahlungsunfähigkeit liege danach regelmäßig vor, wenn eine innerhalb von drei Wochen nicht zu beseitigende Liquiditätslücke von 10 % oder mehr bestehe und nicht ausnahmsweise mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit zu erwarten sei, dass die Liquiditätslücke demnächst vollständig oder fast vollständig geschlossen werde und den Gläubigern ein Zuwarten nach den besonderen Umständen des Einzelfalls zuzumuten sei. Entgegen einer in der Literatur vertretenen Ansicht seien bei der Ermittlung der Zahlungsunfähigkeit fällige Gesellschafterforderungen nicht auszuklammern.

Ist eine Gesellschaft danach bereits zahlungsunfähig, könne die Zahlung auf eine fällige Gesellschafterforderung keine Zahlungsunfähigkeit mehr verursachen. Der Gesetzgeber habe in der Vorschrift nur eine Ergänzung der Haftung der Gesellschafter aus Existenzvernichtung gesehen. Eine Zahlung auf eine Gesellschafterforderung erfülle den Tatbestand daher nur ganz ausnahmsweise, zum Beispiel wenn sie an und für sich nicht zur Zahlungsunfähigkeit führt, von ihrer Nichtzahlung aber Kreditgeber außerhalb des Gesellschafterkreises den Fortbestand, die Verlängerung oder die Gewährung ihrer Kredite abhängig gemacht haben und sie die Begleichung der Forderung zum Anlass für eine Kreditkündigung nehmen.

Axel Dippmann
ist Partner im Fachbereich Bank-, Finanz- und Kapitalmarktrecht bei CMS Hasche Sigle in Berlin.
E axel.dippmann@cms-hs.com

FATCA – Intergovernmental Agreement signed with USA

What effect will it have on syndicated loan agreements?

Our June 2012 edition covered the current status and impact of the Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA). The US government intends to use FATCA to fight tax evasion. To this end, foreign banks will be required to supply to the US tax authorities certain information on their US accounts.

On 17 January 2013, the USA published final regulations on FATCA, thereby providing further clarity on its application. In addition, Germany and the USA signed an inter-governmental agreement covering FATCA on 21 February 2013. This agreement is intended to come into force as soon as possible and, according to information from the German Finance Ministry, is based on the Model I Agreement negotiated with four additional EU countries in July 2012 (there is also a Model II Agreement, which has so far only been entered into with Switzerland). As of the end of March 2013, nine countries have entered into bilateral FATCA agreements with the USA (these include the United Kingdom, Italy and Spain). Currently, negotiations are being held with more than 50 countries. Under the Model I Intergovernmental Agreement foreign financial institutions (FFIs) will not have to enter into direct agreements (FFI Agreements) with the US tax authorities to provide information on accounts managed for US customers. Instead, this information will be supplied by German FFIs to the German government, which will forward it to the US tax authorities pursuant to separate bilateral agreements. In return, the USA will also forward information on income from interest and dividend payments of individuals who are subject to tax in Germany.

Consequences for international syndicated loan agreements

The Loan Market Association (LMA) published text proposals for dealing with FATCA in syndicated loan agreements. It is not only since then that there is concern how German banks should deal with FATCA in syndicated loan agreements which have a connection with the USA. This article examines the future legal position as it stands once the intergovernmental agreement between Germany and the USA has come into effect.

a) No US borrower

Where there is no US borrower involved in the loan agreement or where the borrower's payments do not otherwise originate from US sources then there is no danger that tax will be withheld on payments from the borrower to the facility agent in Germany. For its part, the latter also does not need to withhold on payments to other banks in the syndicate. This applies irrespective of whether the borrower is a bank or whether the recipient of the payment is FATCA-compliant or not.

b) US guarantor only

This legal position does not change even where there is a US guarantor involved. The obligation to withhold under FATCA only relates to withholdable payments. In addition to other annual or recurring income, these include interest payments from US sources. On the other hand, payments of a guarantor located in the USA in relation to interest not originating from sources in the USA ought not to come under the definition of a withholdable payment. The LMA takes the same view. As a result, FATCA does generally not apply where a US company guarantees the interest payments of a non-US borrower.

c) US borrower

Even when the payments originate from an US borrower, the intergovernmental agreement with the USA eliminates withholding concerns for German banks that act as facility agent. Furthermore, because there is no need to enter into an FFI Agreement, in this case German banks also do not have to withhold on payments forwarded to other syndicate members. Instead, even if a syndicated bank is not FATCA-compliant, the German facility agent will merely need to provide the US borrower with the information which allows it to withhold tax on payments to the non-FATCA-compliant bank.

Conclusion

The intergovernmental FATCA agreement between Germany and the USA considerably reduces the risk for German banks that payments from a borrower to a German facility agent or payments forwarded to German syndicate banks will be subject to FATCA withholding. This will need to be taken into account in contract negotiations in order to meet the interests of all those involved. The legal position may become more complicated where the syndicate includes banks located in countries that have not entered into a corresponding intergovernmental agreement with the USA. In these cases, interest payments from US sources may still be subject to a 30% FATCA withholding tax from 1 January 2014 onwards (as well as proceeds from the sale of loans from 1 January 2017) in case the loan agreement was entered into after 31 December 2013.

Alexander Schmitt, M. Jur. (Oxon)
is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Berlin.
E alexander.schmitt@cms-hs.com

Promissory note loans – An alternative form of financing for medium-sized companies

Promissory note loans have been an established part of the German market for over 100 years and are currently enjoying renewed popularity, in particular among medium-sized companies. Promissory notes amounting to approximately EUR 10 billion were placed in 2011, with the figure rising to around EUR 13 billion in 2012. In addition to banks, it is mainly insurance companies and pension funds that invest in these financial instruments, attracted by the opportunity to invest their customers' money in an additional asset class. Companies can in turn broaden their investor base via promissory note loans.

What is a promissory note loan?

Promissory note loans combine features of both traditional bank loans and bonds. They are not usually agreed directly with the actual lenders; rather, banks typically act as "brokers" for these transactions. Banks place the promissory note loan with a circle of potential investors, meaning that borrowers do not have to search out investors themselves. Benefits for companies include in particular the ability to expand their circle of financiers. Furthermore, unlike with bonds, companies do not have to prepare a sales prospectus in association with the promissory note loan. In addition, there is no need to switch to IFRS accounting standards.

Documentation

The documentation is relatively "slim" and generally comprises less than 30 pages. Repayments under a promissory note loan usually need to be made as a bullet repayment on the final maturity date. The total amount of the loan is frequently split up into several tranches with differing terms (e.g. of three, five and seven years), mainly to prevent the total loan amount being repayable at the same time and thus needing to be refinanced all at once. In addition, there is a tendency that there are tranches with fixed and other tranches with variable interest rates. While commercial banks in particular generally have a preference for variable interest rates, insurance companies and pension funds prefer tranches with fixed interest rates, partly in view of their "refinancing" via their customers' money, for which they grant guaranteed fixed interest rates as part of life insurance policies and similar products. In practice, this means that not all tranches are included in a single promissory note loan agreement, but rather that multiple agreements are entered into which are identical except in relation to the term and the interest payable (this means that if there are tranches with three different terms each with variable and fixed interest rates a total of six agreements have to be signed).

In addition to the promissory note loan agreement, a paying agent agreement is entered into, generally with the bank that arranged the promissory note loan. Under this agreement, the bank takes responsibility for collecting the interest due during the term of the loan and distributing it to the individual investors in return for a specified fee.

Pitfalls

A number of special features need to be considered when raising funds via promissory note loans as compared with traditional bank loans:

Firstly, this type of financing requires a certain lead time. In addition to negotiating the documentation with the arranger, the company also generally has to give presentations to the potential investors at a number of events. This is followed by a period of several weeks where the investors decide whether they will invest in the relevant promissory note loan. It is only when this period has expired that the promissory note is "placed" and the loan can be paid out.

Therefore, with a promissory note certainty of financing is only achieved after placement, unless the arranger underwrites for a certain amount. There is also the risk that the amount of financing which was envisaged to be raised is not actually raised, for instance because the potential investors have already subscribed promissory notes from other companies. It is therefore important to go to the market with a promissory note at

the right time, after consulting with the arranger accordingly.

Furthermore, the number of investors is generally significantly larger with a promissory note loan than with a club deal, for example. Unlike with a club deal or a syndicated loan, the investors are also not bound by contractual provisions whereby certain decisions that are binding on the syndicate are taken by simple or qualified majority (usually 66 2/3) of the members of the syndicate. It can therefore become difficult to obtain a waiver from investors if certain terms of the loan agreement are breached. As a result, any future changes which may occur in the borrower's business operations over the term of the promissory note, or other relevant aspects, should be anticipated in the documentation wherever possible.

Dr Marc Seibold
is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Stuttgart.
E marc.seibold@cms-hs.com

Dr Georg Lauster
is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Stuttgart.
E georg.lauster@cms-hs.com

// Knowledge

Care needed when selling a shareholder loan

The Federal Court of Justice (BGH) continued with its extensive interpretation of the rules for contesting transactions under insolvency law in a judgment dated 21 February 2013 (BGH IX ZR 32/12). In the case before the court, direct shareholder A in company T sold a claim under a loan to B at below par value. Following assignment, T repaid the loan to B at the nominal amount plus interest. Insolvency proceedings were opened around two months later in relation to T's assets. The BGH's decision covers three aspects:

(1) It is not only claims of the direct shareholder, but also claims from companies that are connected with the shareholder horizontally or vertically that are subject to subordination of their claims under insolvency law in accordance with section 39(1) no. 5 of the Insolvency Act (InsO) and/or subject to being contested under insolvency law under section 135 of the Act.

(2) Subordination also persists where the shareholder relinquishes their equity interest in the company or assigns the claim under the loan to a non-shareholder. The acquirer must accept the subordination risk in accordance with section 404 of the German Civil Code (BGB). However, the BGH was of the opinion that this should only apply for the period of a year under section 135(1) no. 2 of the InsO, i.e. if the shareholder either relinquishes their shareholder position or assigns the claim to a non-shareholder within this period. To this extent, the BGH's decision does not add anything new to the law as it is already understood. However, the surprise is in part

(3) of the judgment, according to which the repayment of the loan to the acquirer of the claim can also be contested for the full amount against the shareholder who sold the claim at a discount. According to the court, the assignee and shareholder are joint debtors of the contestable payment. The BGH based its decision for this extensive case law on a stated desire to prevent avoidance arrangements.

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

The German Separate Banks Act (Trennbankengesetz) a solution for the "too big to fail/too interconnected to fail" problem?

A. Bill of the "Law on shielding credit institutions and financial groups against risks and planning their restructuring and winding-up"

On 6 February 2013, the German government presented a proposal of a "Law on shielding credit institutions and financial groups against risks and planning their restructuring and winding-up". In the government's view, one of the key lessons of the crisis in the financial markets is the need for suitable tools for either restructuring or winding-up of struggling system-relevant banks and financial groups in a proper process. In addition banks should deal with any potential crisis and any organisational and business measures necessary to handle a crisis out of its own resources.

The draft legislation essentially covers three areas.

The first part of the bill relates to the restructuring and winding-up of banks and provides inter alia for regulation requiring system-relevant banks to set up restructuring and winding-up plans to be prepared for a crisis. These plans have to contain measures to be taken by the management in individual cases. The German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) may, together with the German Bundesbank, issue instructions to enable and facilitate the prompt introduction and rapid implementation of restructuring or winding-up measures.

The second part of the bill is the one to which the law owes its name of "Separate Banks Act". The government believes that risk areas within banks shall be isolated from each other more effectively than in the past. Economic and legal separation of risky activities from retail banking could ensure the solvency of banks and secure the ongoing stability of the financial markets, while also enabling simpler winding-up of such activities. In the future, speculative trading will be conducted by an economically and legally independent company (financial trading institution) which is refinanced without relying on guarantees from its parent company and supervised on a case-by-case basis by the administrative or supervisory body of the parent. These financial trading institutions will not be allowed to provide payment services or operate an electronic payment business within the meaning of the German Payment Services Supervision Act (Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz).

The third part of the bill aims at holding managers of credit institutions, financial services institutions and insurance companies criminally responsible in case the company gets into financial difficulties as a result of their mismanagement. The government points out that the protective purpose of core and ancillary criminal law has a different focus. As such, breaches of risk management obligations which threaten the stability not only of the individual bank but also of the entire financial system are currently not punishable under criminal law. Based on the existing regulations on risk management in banks (section 25a of the German Banking Act (KWG) in conjunction with the MaRisk risk management regulations) and insurance companies (section 64a of the Insurance Supervision Act (Versicherungsaufsichtsgesetz)), specific responsibilities shall now be defined for managers which set minimum risk management standards, backed by accompanying penal provision.

B. Impact on the companies affected

1. Recovery and resolution planning

The government's proposal provides for additions to the existing sub-section 4a of the KWG (sections 47–47j KWG, proposed version) for preparing and implementing the restructuring and winding-up of financial institutions in crisis situations. The rules govern in particular the preparation and arrangement of restructuring and winding-up plans in such banks and financial groups (banking groups, financial holding groups) which, by BaFin in agreement with the German Bundesbank, are categorised as being of systemic importance due to the fact that a threat to their continued existence could also result in a threat to the entire financial system. Is the institution instructed to prepare a restructuring plan, such plan must be presented within six months and regularly updated. Restructuring plans must in particular contain an assessment of the ability of the credit organisation or financial group to recover, a strategic analysis of the credit organisation or financial group, a presentation of possible measures and their conditions precedent and a presentation of the obstacles and it also has to show that the crisis can be overcome using the institution's own resources and without stabilisation by the public sector.

A separate winding-up unit is to be set up within BaFin which will review the resolvability of relevant institutions on an ongoing basis via a comprehensive set of tests, and in detail assess the ability to liquidate the relevant institution via insolvency proceedings or by way of a transfer order without posing a systemic risk and without using public funds or negatively impacting other financial market participants, creditors or depositors. BaFin will prepare a winding-up plan for every institution that potentially poses a systemic risk which in particular will contain a strategic analysis and details of how essential and critical business activities can be separated both legally and economically from other functions to the extent required to guarantee continuity in the event that the credit institution is liquidated. The resolution plan has to be submitted to the German Bundesbank and the Federal Agency for Financial Market Stabilisation (Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung) for their opinion and shall be updated at least once a year. The relevant banks are required to assist in the preparation of the winding-up plan by providing information (without their costs being reimbursed), but they are not entitled to demand that BaFin discloses the content of the winding-up plan to them.

2. Bank separation

The second core element of the government's proposal is the introduction of bank separation in accordance with the findings and recommendations of the EU's Liikanen Report from 2 October 2012 (high-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector chaired by Erkki Liikanen).

Under the separate banks system, deposit-taking institutions and groups which include deposit-taking institutions would be obliged to transfer certain activities categorised as speculative or risky to an independent trading entity if its trading activities in this respect make up more than 20% of its total balance sheet and the total balance sheet in each of the last three financial years exceeds EUR 90 billion (relative threshold) or if its trading activities exceed a balance sheet of EUR 100 billion (absolute threshold). Transactions categorised as speculative or risky include proprietary transactions (i.e. the acquisition and sale of financial instruments for own account which is not a service for any other party), loan and guarantee transactions with hedge funds or hedge funds of funds or their management companies and with alternative investment funds (AIFs) as well as proprietary trading transactions (i.e. the sale or purchase of financial instruments for own account as a participant in a domestic organised market or multilateral trading system using automated trading systems, with the exception of market-making activities).

Transactions which are entered into in order to hedge transactions with customers, which are for the purposes of the bank's or banking group's management of interest

rates, currency or liquidity, or which are for the purposes of the acquisition or sale of long-term investments will continue to be permitted. However, BaFin can also prohibit these otherwise permitted transactions irrespective of the thresholds mentioned where there are concerns that they could pose a threat to the solvency of the bank, particularly relative to the volume of other business, to income or to the risk structure.

3. Criminal law provisions

By supplementing section 25c of the KWG and section 64a of the VAG extensive and detailed responsibilities for managers with respect to the implementation of the statutory regulations on risk management in financial institutions and insurance companies shall be established. According to these provisions and in order to observe the compliance with the above-mentioned rules BaFin would have the authority to order injunctions and impose fines in the event of a breach.

Negligent and wilful breaches of obligations by managers in relation to the above-mentioned responsibilities would also be punishable under criminal law and sentenced with prison of up to five years or a fine, if those breaches of obligations jeopardises an institution's viability or the ability to perform its obligations under an insurance agreement. The penalties apply whether or not the institution in question is system relevant or of a certain size or a threat to its existence actually results in a threat to the entire financial system.

4. Time frame

The regulations regarding restructuring and winding-up planning are intended to come into force the day after promulgation of the law. The rules on bank separation are scheduled to come into effect on 31 January 2014. Determining the transactions that will be prohibited for the affected institutions and setting up the trading entities to which the activities have to be outsourced must have taken place by 1 July 2014. Actual separation of business activities needs to be implemented by 1 July 2015. The new criminal law regulations for managers related to violation of risk management obligations are intended to apply from 2 January 2014.

5. Outlook

The ideas contained in the government's proposal are in general to be welcomed. However, as these matters are also being considered at international level, taking unilateral action at national level makes little sense given the subsequent need to make changes to the law. Furthermore, measures that have already been agreed upon, such as Basel III and the European banking supervision, have not yet been implemented so that there would certainly be further need for action in other respects.

Fears that bank separation would weaken the established German universal bank system are unfounded. By creating two separate legal entities within the same banking group, the government's proposal promises more transparency, less interconnection and increased stability. The universal banking system itself will be retained. However, the bill does not expressly regulate whether and to what extent a trading entity will be able to conduct other banking transactions which require authorisation or provide further financial services in addition to speculative or risky transactions.

Transferring trading activities to an entity which is legally independent may also cause significant tax-related problems, for instance because hidden reserves contained in the transferred business are subject to income tax. This transfer may also trigger the payment of VAT. The extent to which the trading entity may belong to a tax group also remains to be seen.

In contrast to the bank separation approach and crisis management regulation aspects of the bill, the part which deals with criminal sanctions for risk management failings is not consistent with European legislative plans or other international regulations. Accordingly, some observers believe that the planned criminal law provisions are unconstitutional because they do not pursue any recognised criminal law purpose and could be viewed as symbolic legislation and unilateral action that ignores the plans of other countries.

Alexandra Möller
is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Frankfurt.
E alexandra.moeller@cms-hs.com

Recent developments: European Commission proposal for a 4th Money Laundering Directive

The Commission set out its proposal for amendments to the Money Laundering Directive on 5 February 2013 to combat the threats of money laundering and financing of terrorism.

The international panel of experts at the FATF published a new set of standards in early 2012 in response to the enormous economic and social damage caused by money laundering and terrorism. With its proposal for a new Directive, the Commission is implementing the recommendations for combating money laundering and the financing of terrorism, and even goes further in some cases.

A more carefully targeted and risk-oriented approach is intended to guarantee the flexibility required to adapt to new threats and players. Accordingly, it is not only the authorities of the Member State but also individuals and companies with obligations under the draft Directive that will be required to ascertain and analyse specific risks and to organise their protective systems in line with the relevant risk. The Commission's proposal for a 4th Money Laundering Directive aim to introduce the following specific changes to the current legal position:

The catalogue of predicate offences will be expanded so that tax offences would also be contained. This would force the German legislator to tighten section 261 of the German Criminal Code (StGB), which up to now has provided that tax offences are only considered predicate offences if conducted on a commercial scale.

In addition, the adressees of the persons obliged in the fight against money laundering and/or the financing terrorism will be expanded. For instance, the threshold value for cash transactions for individuals trading commercially in goods triggering KYC measures will be reduced from EUR 15,000 to EUR 7,500. Providers of gambling services would also be placed under this obligation for the purposes of general expansion of the scope of the Money Laundering Directive to the gambling sector. The latter had already been anticipated in Germany by way of a new provision in the national Money Laundering Act.

There are additional changes as to the design of the risk-based approach: for instance, the all too permissive and abstract simplified duties of care under the 3rd Money Laundering Directive will be modified to place greater emphasis on the individual case. In this respect the rigid exclusion criteria that apply under the existing law would at best be included in a catalogue of indicators for determining the duties of care in an individual case. Enhanced duties of care would arise in particular in connection with individuals with political exposure, which under the future law will also include such individuals from EU countries and those working for international organisations.

Other changes focus on improving cooperation between centralised national reporting offices for money laundering and/or the financing of terrorism. The Commission also wants to create greater consistency between Member State regulations through detailed specifications of sanctions in the event of systematic breaches of the Directive.

At the same time as the draft Directive, the Commission presented a proposal for a Regulation on information accompanying transfers of funds to secure due traceability of these transfers. The proposals would need to be passed by the European Parliament and the Council of Ministers before being enacted into law.

Dr Joachim Kaetzler
is a partner in the Banking, Finance and Capital Markets practice group in Frankfurt.
E joachim.kaetzler@cms-hs.com

The (new) definition of investment asset pool under the AIFMD and Capital Investment Code (KAGB)

The AIFM Directive 2011/3061/EC (AIFMD) provides harmonised regulation across Europe of managers of alternative investment funds (AIFs). It must be transposed into national law by 22 July 2013. The German legislature is implementing the AIFMD regulations by way of the new Capital Investment Code (KAGB-E)[1] which replaces the previous Investment Act in its entirety. This is the first time that a common legal framework has been established for all types of funds (including closed-end fund structures). As such, investment law will only distinguish between UCITS (already regulated across the EU) and alternative investment funds (AIFs) in the future.

The definition of an "investment asset pool" is of central importance here with regard to implementation. It provides a reference point for several other regulatory and fiscal aspects. Although the German financial regulator, BaFin, issued a draft interpretation of the concept of an investment asset pool for consultation on 27 March 2013[2], there is still considerable uncertainty.

Section 1(1) of the KAGB-E defines the legal concept of an investment asset pool as follows:

— An undertaking for collective investment (UCI) exists which raises capital from a number of investors
— for the purposes of investing it in accordance with a defined investment policy
— for the benefit of those investors, and
— is not a commercial company operating outside the financial sector.

As set out in the explanatory notes on the draft bill, the KAGB-E uses a very wide-reaching material definition of an investment asset pool in line with the AIFMD definition[3].

1. Undertaking for collective investment which raises capital from a number of investors

The concept of a UCI is not defined in greater detail either in the AIFMD or the KAGB-E. However, it is possible to deduce that a UCI is an entity that exists for the purpose of investing funds raised from the public on joint account, irrespective of its legal form[4]. They are therefore intended to include – partly to distinguish them from individual portfolio management mandates – organisational forms which create separate asset pools that can be allocated to several investors[5]. In its discussion paper[6], ESMA views a UCI as an entity which pools capital raised from investors and whose purpose is to achieve a return for the investors through the sale of assets. BaFin requires the participation by the investors of both the profits and losses from the performance of the assets in which the entity is invested.

This characteristic should be relatively simple to assess in practice, based on the deliberately wide scope of the KAGB-E. However, BaFin is of the opinion that shareholder contributions and typical silent partnerships or profit participation rights can also be UCIs.

2. Defined investment policy

In accordance with the explanatory notes on the KAGB-E, the presence of a defined investment policy requires that the criteria according to which the capital is to be invested are precisely set out in writing in

[1] The draft bill (in German) of the KAGB-E from 12 December 2012 along with the associated explanatory notes can be found at: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetzentwuerfe_Arbeitsfassungen/2012-12-12-aifm.html
[2] http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2013/kon_0313_KAGB_AuslegungInvestmentvermoegen_wa.html
[3] See A I no. 2) along with the explanatory notes on section 1 KAGB-E
[4] The additional characteristics of UCITS under Article 1(2) of the UCITS Directive in relation to risk diversification and investment in securities and liquid financial assets may not be applicable to AIFs, depending on their form.
[5] See Beckmann/Scholz/Vollmer, Investment, before 405 margin no. 13
[6] ESMA Discussion Paper "Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM", ESMA/2012/117, margin no. 28
[7] See ESMA, Consultation Paper, Guidelines on Key Concepts of the AIFMD; 19/12/2012, Annex V, margin no. 15

a way that exceeds the scope of a general business strategy. The investment criteria are precisely determined within the framework of an investment policy and the fund manager's scope for action is limited accordingly.

At the level of EU legislation, ESMA has set out the following additional aspects for the purpose of indicating the existence of an investment policy[7]:

— Established investment guidelines (categories of asset, geographical regions, leverage, holding periods, risk diversification)
— Disclosure to investors plus requirement to disclose changes to the investment policy and gain consent for these from investors.

Judging whether there is an investment policy may actually be considerably more complicated; some start-ups, for example, may also have relatively detailed business plans which would then have to be distinguished from an investment policy. The name of the document in question can at best act as an indicator.

3. Investment for the benefit of the investors

The KAGB-E and its explanatory notes do not contain any further details on this aspect, so general criteria have to be applied. According to BaFin, for instance, the capital may not be invested solely for the benefit of the company itself, as otherwise there would be no investment for the benefit of the investors.

4. Not a commercial company operating outside the financial sector

Normal commercial companies are not intended to be covered by the KAGB-E. However, no further details are provided on this exception either in the KAGB-E or its explanatory notes. The only statement made is that the very broad characteristics specified by the AIFMD in the definition of investment asset pools lead to a risk that manufacturing and other commercial enterprises which are not funds and which were not intended to be regulated under the AIFMD may fall within the scope of the law.

The question thus arises as to what constitutes a normal commercial company that is not covered by the KAGB-E legislation. The lack of specific rules, combined with BaFin's tendency to regard activities as subject to regulation if in doubt, will probably make this the most difficult issue to determine.

The following characteristics could be potential indicators of the existence of a normal commercial company:

— the lack of a defined investment policy[8],
— See explanatory notes on the draft bill of the KAGB, part B, section 1 (1), para. 1
— the company involved is a commercial enterprise which is also subject to trade tax,
— entrepreneurial activity takes place in the form of creating or increasing value through the company's own efforts

In BaFin's opinion, enterprises which operate facilities themselves (e.g. biogas, solar or wind power plants) as part of their day-to-day business without outsourcing are commercial companies. The same applies to project development and real estate operation, which are to be regarded as commercial activities. However, this is not the case for enterprises which acquire, lease or sell properties. These can be viewed as investment asset pools.

In practice, it will therefore be very difficult to establish a sensible scope for the KAGB that prevents it from being applied to normal commercial entities.

Andreas Feneis
is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Frankfurt.
E andreas.feneis@cms-hs.com

[8] See explanatory notes on the draft bill of the KAGB, part B, section 1(1), para. 1

Portfolio project finance

While project financing is sometimes called the "haute couture of the lending business", portfolio project financing requires even greater skills from the tailor. Portfolio project financing is used particularly where several smaller projects in the renewable energy sector are included in the same documentation.

A. Nature and advantages of portfolio project financing

An essential feature of project financing is the financing of a self-supporting economic entity – meaning an economic unit that supports itself from generated cash flow. Such an economic entity is usually a special purpose vehicle that runs the project on which the financing focuses. By contrast, portfolio project financing consolidates separate individual projects within a single financing structure. The typical basic constellation – and premise of this article – is the financing of a portfolio made up of individual projects that are operated by different special purpose vehicles.

At the sponsor level, portfolio project financing makes it possible for sponsors to be engaged in individual projects within the investment structure. The necessary precondition and sub-goal of portfolio project financing is to make individual projects marketable. Given the considerable time and expense involved in the drafting of individual contract documents, the use of a single, cross-project set of contractual documentation will lead to substantial cost benefits. This also makes it easier to add or exchange projects. The relative reduction of transaction costs described here can ultimately be attributed to the utilisation of economies of scale. Financing-specific cost benefits also result from a diversification of risks. The interlinking of individual projects leads to a diversification that is usually reflected in the financing costs. Where alternative energy resources are financed, risks relating to geography and climate, for example, can thus be diversified. The diversification aspect can go so far that isolated financing of a high-risk project is not possible, but portfolio project financing – together with low-risk projects – is a viable option. It is evident that this can lead to a conflict between the sponsor's interests and the lender's interests.

B. Specific risks involved in portfolio project finance

I. Problem

As well as the advantages described above, portfolio project financing naturally also has disadvantages. These relate in particular to the complex structure. The financing of a single project already requires a complex legal structure, and there are many more requirements for financing a portfolio of projects. At an economic level, there are advanced requirements for calculation of the financing because such a calculation must take a much greater number of variables and cash flows into account. At a legal level, one of the major risks is that should an event of default or any other breach of duty occur within one project, this might have negative effects on the entire portfolio. In this context, relevant contract documents include explicit portfolio or cross-default clauses.

Both the borrower and any possible sponsor will, however, be interested in preventing isolated negative developments from affecting the entire portfolio. The question thus arises as to how project-specific risks can be separated to the greatest possible extent when under the umbrella of a single portfolio project financing. Merely eliminating any existing portfolio or cross-default clause is not sufficient. Interfaces and interdependencies between individual projects are to be found in many places in portfolio project documentation, which is made up of multiple contracts – such as security and intercreditor agreements. In the following, the focus will be on individual aspects in need of structuring based on examples selected from the many possible interfaces.

II. Contract structure for the purpose of minimising portfolio risks

Portfolio project financing is usually based on a fundamental framework agreement concluded between the borrowers – the special purpose vehicles operating the individual projects – the financing parties and sponsors. This agreement forms the contractual basis for the conclusion of loan agreements and provision of loans for the individual projects. If the intention is to achieve the greatest possible separation, it must be provided for in the structure that the borrower for a project is only the respective special purpose vehicle, and not all of the special purpose vehicles combined, and also not an intermediate holding company that only provides sub-loans to the special purpose vehicle. If, on the other hand, the intention is to bundle the risks, exactly the opposite structure should be chosen. This fundamental course should be reflected throughout the entire documentation. The interests of sponsors, borrowers, security providers and lenders must be reconciled in many places in the documentation. In the following, examples are used to illustrate what needs to be considered during the

drafting process when the intention is to make it possible for individual projects to be alienable.

First of all, it is advisable to include an explicit clause signifying that the obligations of the individual special purpose vehicles are independent of each other and do not establish any joint and several liability. It must also be emphasised that events occurring within one project – particularly a default – do not have any effect on other projects or that effects such as an event of default are restricted to the specific project.

The above-described clause needs to be reflected in the rest of the contractual documentation. Each individual reference to the "borrower" and the consequences that arise from this must be examined critically with respect to possible portfolio-wide effects. This applies especially to representations, warranties, guarantees and default clauses. Representations and warranties have to be provided by each individual special purpose vehicle and restricted to their respective projects. Clauses that ostensibly do not have any collective effect, such as termination options in the event of a change in legal framework, should also be reviewed critically. If amendments to statutory law are limited to definable projects, this must already be taken into account in the contractual documents in the form of a limitation of possible consequences.

The documentation for portfolio project financing typically comprises a number of contracts. Reference has already been made to security and intercreditor agreements. These agreements must also reflect the above-described separation of the projects. This leads to fewer difficulties in individual loan agreements that are concluded on the basis of the framework agreement with the individual special purpose vehicles, because the project is then already individualised. This does not necessarily apply to security agreements, however. The definition of the secured claims, in particular, involves the risk that the individual projects might be combined, and it must thus be subjected to close scrutiny.

In all of this, it is important not to lose track of the interests of the financing parties in securing their position. These interests can, however, be counterbalanced by means of the distribution of surpluses from the individual projects. It is conceivable, for example, that current surpluses from all of the projects are initially – i.e. before being paid out to shareholders or sponsors – directed to a central account. In the event of an appropriate need (to be defined), weaker projects could be "cross-subsidised" from this account. In this context, an individually negotiated cash waterfall is suitable for taking the different interests of the parties into account.

C. Conclusion

Portfolio project financing offers time and financial advantages. At the same time, however, there is a substantial risk that negative developments in one project might infect the entire portfolio. It is already apparent from this brief description of individual aspects for consideration that there is no "one-size-fits-all" solution and that individual structuring of contractual documents is necessary in order to reconcile the interests of sponsors and lenders.

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

Creditor rights during sovereign debt restructuring

Government bonds were long considered a safe investment that offered the potential for high returns. However, after Argentina announced in 2002 that it would no longer service its bond debt and after Greece restructured its sovereign debt in March and December 2012, the question arises as to what investors can do to avoid the significant losses of capital (up to 70% in case of Argentina and over 80% in case of Greece) which almost always accompany sovereign debt restructurings.

This article considers whether investors can avoid losses in a sovereign debt crisis by taking recourse to the courts.

Like corporate bonds, government bonds are agreements under private law which are subject to the selected national legal system. Traditional government bonds provide the bondholder a claim for interest to be paid in regular instalments and a claim for repayment of the face value of the bond at the end of the term. If the state issuing the bond no longer meets its obligations under the bond, e.g. by suspending interest payments, this generally constitutes a breach of contract. The creditors can then cancel the bond, demand payment of all outstanding and unpaid interest and capital and bring proceedings for payment before the court specified in the bond, or before an international court of arbitration.

In a typical bond restructuring scenario insolvent states usually ask selected creditors, typically banks or hedge funds, to form the so-called Bank Advisory Committee or London Club and negotiate the terms of the restructuring with the debtor. The results of these negotiations are then presented to all relevant creditors who are asked to restructure their claims on the proposed terms. From a technical point of view, the restructuring proposal generally provides that the creditors should swap their bonds for new bonds with inferior conditions by a certain date. Where interest is still being paid on the bonds at the time of the restructuring proposal, the state implicitly or explicitly announces that after the expiry of the deadline for tendering the existing bonds for exchange, it will cease to make payments on the bonds not tendered.

In the past, states have often inserted so-called Collective Action Clauses (CACs) in the terms and conditions of their bonds in order to prevent creditors who refuse to participate in the restructuring from bringing proceedings for default of payment. CACs provide that a certain majority of creditors of a particular bond series may agree on the restructuring with binding effect for all other creditors of that bond series. Thus, if CACs have been properly agreed in a bond and if the required majority of creditors agrees to the restructuring, a payment default in relation to the bonds which have not been tendered for restructuring does not constitute a breach of the terms and conditions of the bonds. In such a case, any legal action brought by creditors who chose not to participate in the restructuring will be unsuccessful.

Most of the Greek bonds restructured in 2012 did however not contain CACs. As a result, the Greek government took a special course of action. It chose to pay off bond creditors whose securities were subject to English law (only around 10% of Greek bonds), then used legislation to add CACs retrospectively to the bonds subject to Greek law, and finally held votes on a restructuring plan for the Greek-law bonds.

The reason for this different treatment was that creditors with bonds subject to Greek law would only have been able to bring proceedings for default of payment before the Greek courts, which would have acknowledged the law to introduce CACs and refused the claim. An overwhelming majority of creditors holding bonds subject to Greek law therefore decided to agree to the restructuring. However, creditors whose bonds were subject to English law would have been able to bring proceedings in England, where the courts would probably not have applied the Greek law introducing the CACs. If these creditors had taken legal action, Greece would have been left exposed to several years of court proceedings, most likely resulting in a positive outcome for the creditors.

A prime example for the use of the courts by creditors who have decided against participating in a restructuring of their sovereign bonds is the case of Argentina. After the Argentinian state defaulted in 2002, many of Argentina's creditors with bonds subject to German law or other foreign laws brought proceedings for their

claims before the German and other foreign courts. However, enforcing the judgements proved to be very difficult because Argentina barely had any assets outside of Argentinan territory that could be seized. The creditors were not short of creative ideas, though. All options were considered: from an Argentinian dinosaur exhibition in Germany to a ship belonging to the Argentinian navy in the Congo and even money for travel expenses carried by the Argentinian president Cristina Fernández de Kirchner in her handbag on a state visit, none of which was however successful.

In the US however, creditors seem to have had better luck with enforcing their judgments. In early 2013, a New York appeal court confirmed an injunction order banning inter alia banks in New York from forwarding or accepting Argentinian payments on the restructured bonds until the judgment holders who had successfully obtained judgments in the USA had received pro-rata payments on their non-restructured bonds. In other words, if Argentina does not pay the holders of its non-restructured government bonds it will no longer be able to use New York as a financial centre.

These examples show that creditors are not defenceless when asked to participate in a sovereign debt restructuring. However, it is also clear that there are significant obstacles involved in bringing legal action against a sovereign state and enforcing a judgment. It should also be borne in mind that pursuing their interests in the courts may cause considerable reputational damage to institutional investors. As far as the general public are concerned, sovereign debt restructurings serve the public interest and should take priority over private interests. Losses sustained by private creditors due to a sovereign debt restructuring are often shrugged off as "speculative losses" which are acceptable in view of the high interest rates payable on government bonds.

Comprehensive advice is therefore essential for creditors who are presented a restructuring proposal by an insolvent state. Depending on the terms and conditions of the bonds held by the creditor, a lawyer will need to consider the following aspects:

— which law is applicable to the bonds;
— whether a payment default by the issuing state breaches the terms and conditions of the bonds;
— whether the bonds contains effective CACs and whether the applicable majority of creditors has validly agreed to the restructuring as prescribed by the CAC and the applicable law;
— which court would have jurisdiction for any potential legal action;
— the legal risks of a suit and the costs involved;
— whether it is possible to enforce a potential judgment and what means are available for this.

Backed by their lawyer's assessment and advice, creditors will be in a position to decide what action to take when asked to vote upon a debt restructuring proposal and whether taking recourse to the courts might be a financially viable option.

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

Are you in possession or control of your clients' financial collateral?

Although it has been over a decade since the EU Financial Collateral Directive (Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements) came into force, there has been very little case law, either in the UK or Germany, on the meaning and effect of the Directive.

On 2 November 2012, the High Court in England handed down an important decision in "Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration)" considering a number of key provisions of the Directive. In Re Lehman Brothers, the Court was specifically concerned with a number of provisions of the Financial Collateral Arrangements (No 2) Regulations 2003 (UK) which transposed the EU Directive into UK domestic law; however, for reasons set out below, the decision is of wider importance.

The driving policy behind the Directive was to create an EU-wide regime harmonising the various national regimes for the provision of securities and cash as collateral in financial and capital market transactions. In particular, the Directive was designed to provide a common regime of minimal formalities for the creation of qualifying financial collateral arrangements and to enable the rapid and non-formalistic enforcement of such arrangements free from restrictive provisions of national insolvency legislation throughout the European Union. The recitals to the Directive make it clear that in order to limit the administrative burden on parties using financial collateral, the only perfection requirement which a national law is permitted to impose is that the financial collateral is "delivered, transferred, held, registered or otherwise designated so as to be in the possession or under the control of the collateral taker". It is this crucial element of "possession or control" which the court was required to examine at length in Re Lehman Brothers.

A "financial collateral arrangement" is defined in Article 2 of the Directive as a "title transfer financial collateral arrangement" (i.e. where title to the financial collateral is transferred to the collateral taker) or a "security financial collateral arrangement" (i.e. where the financial collateral is provided to the collateral taker by way of security). Article 2 (2) of the Directive provides as follows:

> "Reference in this Directive to financial collateral being "provided" or to the "provision" of financial collateral, are to the financial collateral being delivered, transferred, held, registered or otherwise designated so as to be in the possession or under the control of the collateral taker or of a person acting on the collateral taker's behalf. Any right of substitution or to withdraw excess financial collateral in favour of the collateral provider shall not prejudice the financial collateral having been provided to the collateral taker as mentioned in this Directive."

The Court noted that it was clear from the drafting of the Directive that it was only forms of financial collateral where such collateral was in the possession or under the control of the collateral taker which should come within the Directive.

The first question which the Court was required to examine was the meaning of the words "so as to be in the possession or under the control of the collateral taker" in Article 2 (2) of the Directive.

The Court held that Article 2 (2) of the Directive effectively imposed a two limb test: The first limb being that the collateral must be delivered, transferred, held, registered or otherwise designated to the collateral taker, and the second limb being that it was only those forms of delivery, transfer, holding, registration or designation which actually resulted in the collateral being in the possession or under the control of the collateral taker which would qualify for inclusion within the Directive.

The Court then went on to consider the meaning of the concept "possession or control" in the context of the Directive. In the only previous decision on this aspect, the High Court in Gray v G-T-P Group Limited had held that the concept of "possession" had no application to intangible property. In Re Lehman Brothers, the Court espoused the view that as the vast majority of financial collateral used in the markets is intangible property (i.e. dematerialised securities or cash), it would be wrong to assume that the Directive had chosen to refer to "possession" of financial collateral if it were to have no application to intangibles. The Court held that "possession" meant more than mere transfer to or holding by the collateral taker such that he had "dominion" over the financial collateral but rather the

principal question to be asked is whether the collateral provider has been "dispossessed" of the financial collateral.

Concerning "control", it was accepted on the basis of Gray that one must distinguish between administrative control, in the sense of the collateral taker having ability to deal with the intangible property as the account holder, or legal control, in the sense of having the legal right to prevent the removal of charged property from the pool of collateral held.

In Re Lehman Brothers, the Court affirmed the view that legal rather than administrative control was the appropriate criterion. The Court stated that in order for a collateral arrangement to be within the Directive, the transfer or delivery etc. of the financial collateral must be to such an extent that sufficient possession or control is said to be in the hands of the collateral taker such that the collateral provider has been dispossessed of the financial collateral. Where, for example, financial collateral is in the possession of the collateral taker but the collateral provider has an uncontrolled right to call for the money etc. it cannot be said that the collateral provider has been dispossessed.

In Re Lehman Brothers, one of the entities in the Lehman Brothers group, Lehman Brothers Finance SA (LBF), had provided security over financial collateral to Lehman Brothers International (Europe) (LBIE) as security for debts owing by LBF to LBIE and debts owing by LBF to certain of LBIE's affiliates.

The terms of the arrangement were such that pending crystallisation of the security (in the nature of an English law charge), LBF had the right to demand immediate withdrawal of all or any part of its property in the relevant account at any time and LBIE merely had a limited right of retainer to cover any exposure that LBIE had to LBF.

In respect of the arrangement providing security for LBF's debts to LBIE, the Court stated that LBIE's limited right of retainer was sufficient to give it the requisite "possession" or "control" over the collateral and that LBF's rights were tantamount to being mere rights of substitution or withdrawal of excess (such rights in favour of the collateral provider being specifically referred to in Article 2(2) as not inconsistent with the collateral taker having "possession or control" of the financial collateral). However, the Court said it was more appropriate to regard the security interest, which was security for debts owing by LBF to LBIE and to certain of LBIE's affiliates, as one security created over a single class of collateral security (being all property held by LBIE for LBF), and that in these circumstances the totality of LBIE's rights were such that LBF had not been "dispossessed" of the financial collateral, therefore the security rights did not constitute a "security financial collateral arrangement" under the Directive. The Court noted:

> "This is because LBF retained, pending crystallisation, uncontrolled rights of recall and disposal of the property held in custody to a substantially greater extent than rights of substitution or withdrawal of excess, treating "excess" as referable to the whole of its liabilities for satisfaction of which the security existed. In short, leaving aside its debts to LBIE, LBF could do what it liked with the property, regardless of its liabilities to LBIE's affiliates."

While questions still remain unanswered following the decision in Re Lehman Brothers, for example, what is the meaning of "excess" financial collateral and at what point do a collateral provider's rights become more than mere rights of substitution and withdrawal, the High Court decision in Re Lehman Brothers has provided welcome clarification on the meaning of one of the central elements of the Directive, that is, when financial collateral can be said to be "in the possession or under the control of" the collateral taker.

Carl Werner, Solicitor of England and Wales
is a lawyer in the Banking, Finance and Capital Markets practice group at CMS Hasche Sigle in Hamburg.
E carl.werner@cms-hs.com

In brief

A mortgage with an annual interest rate of 48% p.a. is unethical

A pawnbroker had attempted to have a mortgage entered in the land register with an interest rate of 48% p.a. as security for a loan. The land registry refused the entry on the grounds that it was unethical. Schleswig Higher Regional Court confirmed the registry official's view in a decision given on 5 September 2012 (ruling of 5 September 2012 – 2 W 19/12). The court found that there was a gross disparity between performance and consideration. Mortgage interest is normally registered at a rate which is considerably above the interest rate underlying the contractual transaction. The rate is generally around 15% during the current period of low interest rates. According to the court, registration of the 48% p.a. interest rate stipulated in the loan agreement exceeded this rate to such an extent that it was contra bonos mores.

Invalidity of rescission clauses linked to filing for insolvency or the opening of insolvency proceedings

In a recent case decided by the Federal Court of Justice (judgment of 15 November 2012 – IX ZR 169/11), an energy supplier had entered into a contract with a customer "which should also terminate without notice if the customer makes an application for insolvency or where preliminary insolvency proceedings are initiated or opened based on an application by a creditor". When the customer was forced to declare insolvency, the energy supplier and the customer's insolvency administrator entered into a new energy-supply contract at higher rates, subject to a review of the legal position. However, as the insolvency administrator subsequently only made payments at the level set out in the old contract, the energy supplier brought proceedings for payment of the difference. The action was unsuccessful. The issue of whether insolvency-dependent rescission clauses in contracts for the continuous supply of goods or energy are invalid under section 119 of the Insolvency Act (InsO) because they preclude in advance the insolvency administrator's existing ability to terminate contracts under section 103 of the InsO had not previously been clarified at Federal Court (BGH) level. The BGH has now ruled that insolvency-dependent rescission clauses are only valid if they conform with a rescission option provided by statute. According to the court, the purpose of the insolvency administrator's freedom to terminate contracts is to protect and increase the assets in the interests of satisfying all creditors equally. This purpose would be frustrated if the debtor's contractual partner was able to rescind a contract purely based on insolvency that was otherwise beneficial to the company's assets. The court held that when passing the InsO, the legislator had wanted to avoid any detrimental effects of this kind on the continuation of business operations. If the insolvency administrator's right to choose between fulfilment or non-fulfilment of a contract is removed by a contractual rescission clause in relation to a contract which is beneficial to the assets, this would contradict the legislator's intention when introducing section 103 of the InsO.

Attention must thus be paid in future to the BGH's ruling on independence from insolvency when drafting rescission clauses. Citing default or other breaches of contract is one possible way of avoiding circumstances which are specific to insolvency.

Limited scope of section 64 sentence 3 of the German Limited Liability Companies Act (GmbHG)

Under the new liability standard set out in section 64 sentence 3 of the GmbHG, which was introduced by the Act to Modernise the Law Governing Private Limited Companies and to Combat Abuses (MoMiG), the managing director of a company is liable for payments to shareholders which necessarily cause the insolvency of the company. The requirement for causality of the payment for insolvency and actual determination of insolvency were matters of dispute. The Federal Court of Justice (BGH) has now established clarity on both points (judgment of 9 October 2012 II ZR 298/11). According to the court, the concept of insolvency as per section 64 sentence 3 of the GmbHG corresponds with that in section 64 sentence 1 of the GmbHG and section 17 (2) sentence 1 of the Insolvency Act (InsO). Under these provisions, insolvency can generally be assumed where there is a liquidity gap of 10% or more which will not be eradicated within three weeks and where it cannot be expected with near certainty that the liquidity gap will be closed completely or almost completely in the near future and the creditors cannot reasonably be expected to wait any longer under the specific circumstances. Contrary to one opinion put forward in the literature, due shareholder claims should not be disregarded when determining insolvency, according to the court.

As such, if a company is already insolvent, payment of a due shareholder claim could not give rise to insolvency. The legislator had merely seen the rule as supplementing the liability of shareholders in situations where their acts cause the destruction of the company. Payment of a shareholder claim thus only meets the requirements in very exceptional cases, e.g. where it does not in itself lead to insolvency, but where creditors who are not shareholders have made the continuation, extension or granting of their loans dependent upon non-payment and they use settlement of the claim as an opportunity to terminate their loans.

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

Impressum

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

CMS Hasche Sigle
Lennéstraße 7
10785 Berlin

Verantwortlich für die fachliche Koordination:

Dr. Markus Paff,
Dr. Sabrina Salewski, LL. M. (Indianapolis),
Alexandra Möller
CMS Hasche Sigle
Barckhausstraße 12 – 16
60325 Frankfurt/Main

Legal notice

Update Banking & Finance is published by CMS Hasche Sigle, a partnership of lawyers and tax consultants.

CMS Hasche Sigle
Lennéstraße 7
10785 Berlin

Responsible for content coordination:

Dr Markus Paff,
Dr Sabrina Salewski, LL. M. (Indianapolis),
Alexandra Möller
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 nine 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 member firms are:
CMS Adonnino Ascoli & Cavasola Scamoni (Italy);
CMS Albiñana & Suárez de Lezo (Spain);
CMS Bureau Francis Lefebvre S.E.L.A.F.A. (France);
CMS Cameron McKenna LLP (UK);
CMS DeBacker SCRL/CVBA (Belgium);
CMS Derks Star Busmann N.V. (The Netherlands);
CMS von Erlach Henrici Ltd (Switzerland);
CMS Hasche Sigle, Partnerschaft von Rechtsanwälten und Steuerberatern (Germany);
CMS Reich-Rohrwig Hainz Rechtsanwälte GmbH (Austria) and
CMS Rui Pena, Arnaut & Associados RL (Portugal).
www.cmslegal.com

CMS offices and associated offices:
Aberdeen, Algiers, Amsterdam, Antwerp, Barcelona, Beijing, Belgrade, Berlin, Bratislava, Bristol, Brussels, Bucharest, Budapest, Casablanca, Cologne, Dresden, Dubai, Düsseldorf, Edinburgh, Frankfurt, Hamburg, Kyiv, Leipzig, Lisbon, Ljubljana, London, Luxembourg, Lyon, Madrid, 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, registered office of the partnership: Berlin, court of registration: Charlottenburg, district court, PR 316 B, list of partners: s. website.

www.cms-hs.com

© CMS Hasche Sigle (May 2013)