

# MIND THE GAP

Exot oder Fehlkonstruktion?  
**Verbriefungsfonds**

# Wie trotz bester Absichten ein Problemfall entstehen kann.

## Vorwort

Der Verbriefungsfonds fand bereits 2004 im Luxemburger Verbriefungsgesetz seinen Platz als eine der möglichen Gestaltungsmöglichkeiten.

Die extrem geringe Anzahl von aufgelegten Verbriefungsfonds bis in die späten 2010er macht jedoch schon klar: so richtig „Verwendung“ hatte der Markt für dieses hybride Konstrukt nicht. Auch die Finanzkrise in 2008, die einen deutlichen Reputationsverlust für die Verbriefung bedeutete und gleichzeitig traditionelle Fondsvehikel aufs Podest hievte, konnte hieran nicht viel ändern.

Erst als mit der Anti-Tax-Avoidance-Richtlinie („ATAD“) Luxemburger Verbriefungsgesellschaften befürchten mussten, dass die Zinsschranke Anwendung auf Verbriefungstransaktionen findet und Anleger damit faktisch einer doppelten Besteuerung ausgesetzt gewesen wären, wurde der Verbriefungsfonds ein „Geheimtipp“. Weiter wie bisher, aber keine ATAD-Zinsschranke – so die einfache Devise.

Seitdem hat sich der Verbriefungsfonds etabliert. Zwar liegt der Anteil von Verbriefungsfonds in Luxemburg mit etwa 6% noch immer am unteren Ende, aber kaum eine Verbriefungsveranstaltung vergeht, ohne dass der „Verbriefungsfonds“ als interessantes Instrumentarium angepriesen wird.

Und ganz falsch ist das eigentlich auch nicht: der Verbriefungsfonds hat durchaus seinen Reiz. Und im Unterschied zu fast allen anderen Fondsarten in Luxemburg, gibt es seitens des Verbriefungsgesetzes keine Vorgaben hinsichtlich der Risikodiversifikation. Sogar die in Luxemburg sonst übliche *Taxe d'abonnement* entfällt.

Der Verbriefungsfonds hat also eine berechnete Nische im Kapitalmarkt.

Wird er jedoch genutzt, um Verbriefungen zu lancieren, die nicht unter die EU-Verordnung fallen, sondern eher wie typische strukturierte Produkte (Zertifikate, Index/Basket linked Notes etc.) gestaltet sind, sollten sich Investoren und Initiatoren der erhöhten rechtlichen Unsicherheit dieses Vehikels bewusst sein.



# Die Grundlage(n) des Luxemburger Verbriefungsfonds...

**Article 5.** The articles of incorporation of a securitisation company may authorise the "management body"<sup>5</sup> to create one or more compartments each compartment corresponding to a distinct part of its assets and liabilities.

## Section 2 – Securitisation funds and their management companies

### Sub-section 1 – Securitisation funds

**Article 6.** (1) Securitisation funds consist of one or several co-ownerships or one or several fiduciary estates. The management regulations of the fund shall expressly specify whether the fund is subject to the co-ownership rules or to the trust and fiduciary rules.

(2) Securitisation funds do not have legal personality. They are managed by a management company.

(3) Securitisation funds which consist of one or more fiduciary estates are subject to the legislation on the trust and on fiduciary contracts.

(4) The provisions of the civil code relating to co-ownership in undivided shares (*indivision*) do not apply to securitisation funds.

**Article 7.** (1) The rights of investors in the fund, whether such investors act as joint owners or settlers (*fiduciants*), are represented by "financial instruments issued"<sup>6</sup> in accordance with the management regulations.

(2) The ownership of registered securities is evidenced by an entry in the register held for such purposes by the management company. The transfer of such registered securities is effected by a declaration of transfer recorded in the register, dated and signed by the transferor and the transferee or evidenced as set out in the management regulations. The transfer of bearer securities is effected by mere delivery.

(...)<sup>7</sup>

**Article 8.** If provided for in the management regulations, a securitisation fund may consist of several compartments each compartment corresponding to a distinct co-ownership or fiduciary estate.

**Article 9.** Debt instruments may be issued on behalf of the securitisation fund or one of its compartments.

**Article 10.** (1) The management regulations of a securitisation fund shall contain at least the following provisions:

- an indication whether the fund is set up in the form of a co-ownership or fiduciary estate,
- the name, object and duration, limited or unlimited, of the securitisation fund,
- the name of the management company,
- the specific administration and management rules which apply to it,
- the possibility for the securitisation fund to consist of several compartments,
- the circumstances in which the fund or one of its compartments will be in, or may be put into, liquidation,
- the respective rights and obligations of the management company and, as the case may be, of the investors,
- the rules governing the assumption of risks, and/or the issuance of "financial instruments"<sup>8</sup>,
- the procedures for amending the management regulations.

(2) Securitisation funds, consisting of several compartments, may determine by separate management regulations the characteristics of and the rules applicable to each compartment.

<sup>5</sup> Law of 25 February 2022  
<sup>6</sup> Law of 25 February 2022  
<sup>7</sup> Law of 25 February 2022  
<sup>8</sup> Law of 25 February 2022

(3) The management regulations as well as subsequent amendments thereto must be lodged with the *Registre de commerce et des sociétés* and its publication in the *Recueil électronique des sociétés et associations* shall be made through a notice of the filing of this document in accordance with the provisions of<sup>9</sup> "Chapter Va of Title I of the Law of 19 December 2002 on the trade and companies register and the accounting practices and annual accounts of undertakings, as amended."<sup>10</sup>

(4) The provisions of such regulations are deemed accepted by the investors in the securitisation fund by the mere acquisition of "financial instruments issued"<sup>11</sup> by the fund.

**Article 11.** Without prejudice to Article 62, investors in a securitisation fund are only liable for the debts of the securitisation fund up to the assets of the fund and in proportion to their participation.

**Article 12.** The securitisation fund shall be liable only for the obligations expressly imposed upon it by its management regulations or which it has contracted in conformity with the latter. It shall not be liable for the debts of the management company or of the investors.

**Article 13.** "(1) The liquidation of a securitisation fund must be lodged with the *Registre de commerce et des sociétés* and published "by the management company in the *Recueil électronique des sociétés et associations* in accordance with the provisions of Chapter Va of Title I of the Law of 19 December 2002 on the trade and companies register and the accounting practices and annual accounts of undertakings, as amended,"<sup>12</sup> and in at least two newspapers with adequate circulation, one of which must be a Luxembourg newspaper, by the management company within a period of 15 days."<sup>13</sup>

(2) Once the liquidation has commenced, the issuance of "financial instruments"<sup>14</sup> is prohibited under penalty of voidance, except for the sake of the liquidation.

(3) Without prejudice to the preceding paragraph, the commencement of the liquidation is effective against third parties only as from the day of its publication in the "Recueil électronique des sociétés et associations"<sup>15</sup> except if the securitisation fund can establish that such third parties had prior knowledge thereof. Third parties may however rely upon the liquidation prior to its publication.

### Sub-section 2 – Management companies

**Article 14.** The management company is a commercial company whose object is to manage securitisation funds and, as the case may be, to act as fiduciary of funds consisting of one or more fiduciary properties.

**Article 15.** (1) The management company shall draw up the management regulations for the securitisation fund.

(2) Without prejudice to the powers conferred upon a fiduciary-representative, the management company acts on behalf of the securitisation fund and its investors vis-à-vis third parties. It acts on their behalf in all judicial proceedings, whether as plaintiff or defendant, without having to disclose the identity of the investors, the sole indication that the management company is acting in such capacity being sufficient. As long as they are represented, the investors cannot individually bring actions, which fall within the authority of the management company.

**Article 16.** The management company must perform its duties in an independent manner and in the sole interest of the securitisation fund and the investors. It may not use the assets of the securitisation fund for its own needs and it is liable towards the investors and third parties for the proper performance of its duties.

**Article 17.** The creditors of the management company or of the investors have no rights of recourse against the assets of the securitisation fund.

**Article 18.** The duties of the management company in respect of the securitisation fund shall cease:

- in the event of resignation or removal of the management company, provided that it is replaced by another management company, authorised, as the case may be, in accordance with the provisions of this law;
- if the management company has been declared bankrupt, has entered into a composition with creditors (*concordat*), has obtained a suspension of payment (*sursis de paiement*), has been put under court controlled management (*gestion contrôlée*), or has been the subject of a similar proceedings or has been put into liquidation,
- if, in the case of an authorised securitisation undertaking, the *Commission de Surveillance du Secteur Financier* withdraws the management company's authorisation;
- in all other circumstances set out in the management regulations.

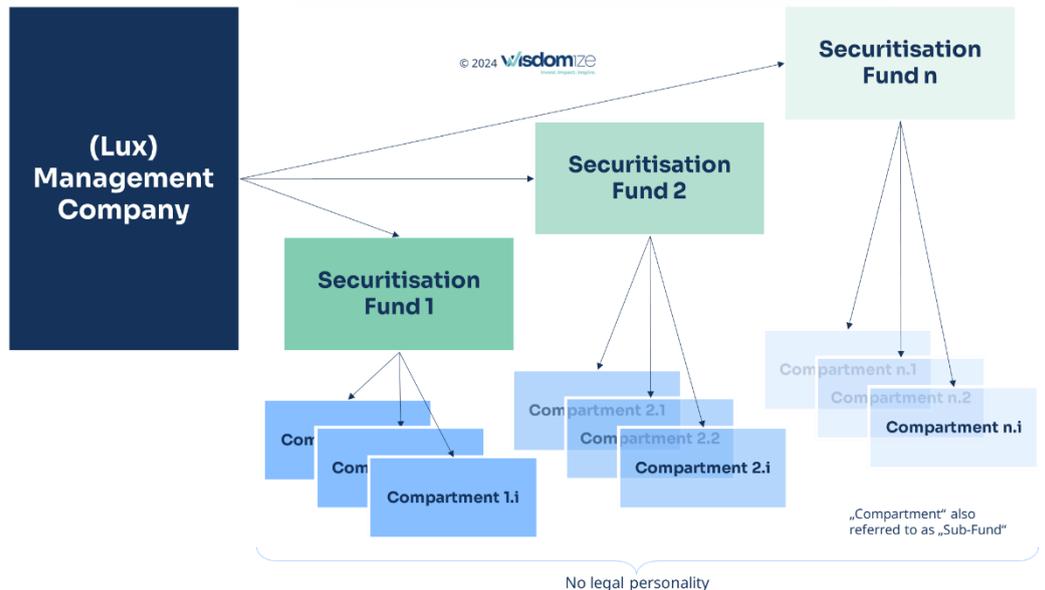
## Chapter 2 – Authorised securitisation undertakings

### Section 1 – Obligation and conditions for an authorisation

**Article 19.** Securitisation undertakings which issue on a continuous basis "financial instruments offered to the public"<sup>16</sup> ("authorised securitisation undertakings") must be authorised by the

Das Luxemburger Verbriefungsgesetz beschreibt den Aufbau des Verbriefungsfonds, wobei statt Sondervermögen auch der Begriff Treuhandvermögen genutzt werden können:

→ Die roten Markierungen erklären wir in weiterer Folge, daher bitte im Hinterkopf behalten.



# Katalysator: ATAD

Die ATAD geht zurück auf eine Richtlinie der EU aus dem Jahr 2016 (EU 2016/1164 = ATAD 1). 2017 wurde eine geänderte Richtlinie veröffentlicht (EU 2017/952), die von den Mitgliedstaaten ab 2020 umzusetzen war (ATAD 2). Im Wesentlichen ging es der EU darum, aggressive Steuergestaltungen zu verhindern, die zum Ziel haben, unterschiedliche Besteuerungssysteme und Steuersätze innerhalb der Mitgliedsstaaten auszunutzen.

Für die Verbriefung grundsätzlich problematisch sind hierbei insbesondere die Regelungen zur Zinsschranke: Die meisten Verbriefungstransaktionen nutzen schuldrechtliche Wertpapiere, die an Investoren begeben werden. Diese wiederum zahlen (auch wenn sie komplett thesaurierend ausgestaltet sind) am Ende steuerlich einen „Zins“ an die Investoren. Wenn diese Zinsen aber durch die Anwendung der Zinsschranke nicht mehr vollumfänglich gegen die Erträge des Verbriefungsorganismus gerechnet werden können, ist die Differenz bereits auf Ebene des Verbriefungsvehikels zu versteuern und der Anleger muss den Zufluss der Zinsen ebenfalls versteuern. Eine höhere Steuerlast für die Anleger wäre die Folge.

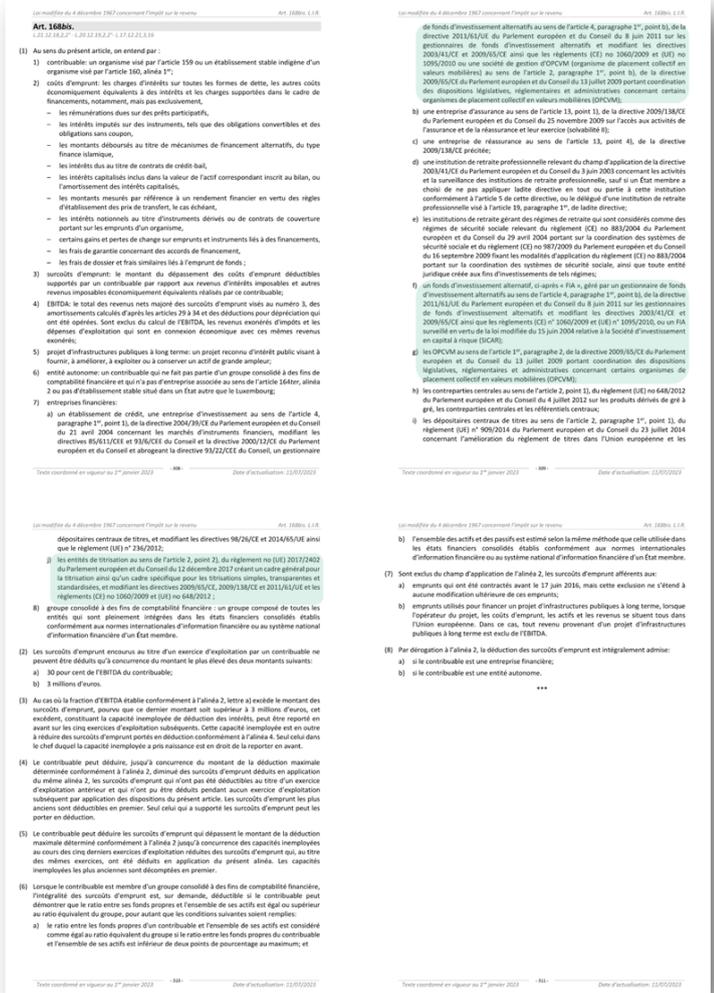
Die Umsetzung der EU-Richtlinie in nationales Recht erfolgte in Luxemburg am 18. Dezember 2018. Die Verbriefungsindustrie hatte bis zur letzten Sitzung des Parlaments Anlass zur Hoffnung, dass die Umsetzung nur geringfügige Auswirkungen auf die Industrie haben würde – leider kam es anders.

Aus Sicht von Verbriefungen sind hierbei insbesondere die Regelungen des Art. 168bis des „Loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu“ zu beachten.

In Art. 168bis fanden sich zwei Ausnahmen, die für die Verbriefung gangbar erschienen:

- Ausgenommen wurden UCITS Fonds und AIFs.
- Ausgenommen wurden zudem Verbriefungen, die unter die EU-Regulation fallen.

Nachdem der Industrie schnell klar wurde, dass viele der Luxemburger Verbriefungen nicht unter die EU-Regulation fallen und damit nicht direkt von der Anwendung der Zinsschranke befreit wären, fokussierte man sich auf den Fondsbegriff, da die Richtlinie auch hierfür Ausnahmen vorsieht.



## Organismus für gemeinsame Anlagen (OGAW)

Die Luxemburger Zinsschrankenregelung beschreibt, dass OGAW im Sinne der EU-Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009 als Finanzinstitut gelten, die grundsätzlich von der Anwendung der Zinsschranke ausgenommen sind.

In der konkret genannten Vorschrift heißt es:

*„Verwaltungsgesellschaft“ eine Gesellschaft, deren reguläre Geschäftstätigkeit in der Verwaltung von in der Form eines Investmentfonds oder einer Investmentgesellschaft konstituierten OGAW besteht (gemeinsame Portfolioverwaltung von OGAW);“*

Die Vorschrift für sich genommen, beschreibt insofern auch die Tätigkeit der oben beschriebenen Verwaltungsgesellschaft (*Management Company*) eines Verbriefungsfonds. So weit, so gut.

Allerdings wird in dieser Vorschrift der Begriff des „OGAW“ genutzt, was unserer Meinung nach voraussetzt, dass man die Definition des OGAW dieser Richtlinie mit in die Analyse einbeziehen muss. Das größte Problem sehen wir, aus Sicht eines Verbriefungsfonds, in Artikel 1 (2) a):

*„Für die Zwecke dieser Richtlinie und vorbehaltlich des Artikels 3 bezeichnet der Ausdruck „OGAW“ Organismen,  
a) deren ausschließlicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Wertpapieren und/oder anderen in Artikel 50 Absatz 1 genannten liquiden Finanzanlagen zu investieren, und...“*

Grundsätzlich widerspricht die Definition des Verbriefungsfonds im Luxemburger Verbriefungsgesetz nicht der Definition eines OGAW im Sinne der obenstehenden Richtlinie. Nur dies würde bedeuten, dass die verbrieften Wertpapiere aufsichtsrechtlich und steuerlich in den meisten Ländern der EU neu bewertet werden müssten resp. könnten, da sie dann als „Investmentvermögen“ gelten würden.

Aufsichtsrechtlich müsste der Anbieter, unserer Meinung nach, vor allem ein Risikomanagement etablieren, das den Anforderungen einer OGAW-Verwaltungsgesellschaft gerecht wird und der jeweilige OGAW müsste entsprechend Artikel 5 der Richtlinie 2009/65/EG zugelassen werden. Außerdem erfordert die Richtlinie eine Risikostreuung (Diversifikation), die (quasi) zu jedem Zeitpunkt eingehalten werden muss. Da diese Kapazitäten im Regelfall für Verbriefungen nicht

vorgehalten werden (können) und die Risikostreuung eine erhebliche Einschränkung für Verbriefungstransaktionen mit sich bringen würde, wurde diese Alternative für Verbriefungsfonds nach unseren Recherchen bisher nicht umgesetzt.

Ergänzend sei erwähnt, dass in Absatz (4) des Artikel 1 ein weiteres Problem für einen Großteil von in Luxemburg üblichen Verbriefungstransaktionen steckt:

*„Investmentgesellschaften, deren Vermögen über Tochtergesellschaften hauptsächlich in anderen Vermögensgegenständen als Wertpapieren angelegt ist, unterliegen nicht dieser Richtlinie.“*

Vielen Verbriefungstransaktionen liegen Darlehen, Derivate oder andere Vermögenswerte zu Grunde und diese qualifizieren (im Regelfall) nicht als Wertpapiere.

## Alternative Investment Funds (AIF)

Die Luxemburger Zinsschrankenregelung beschreibt weiterhin, dass AIFMs im Sinne der EU-Richtlinie 2011/61/EUR vom 08. Juni 2011 ebenfalls als Finanzinstitut eingestuft werden, die von der Anwendung der Zinsschranke ausgenommen sind.

Dort heißt es:

- a) *„AIF“ ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds, der  
i) von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, und  
ii) keine Genehmigung gemäß Artikel 5 der Richtlinie 2009/65/EG benötigt.*
- b) *„AIFM“ ist jede juristische Person, deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, einen oder mehrere AIF zu verwalten“*

Im Endergebnis nahezu das gleiche Ergebnis wie beim zuvor beschriebenen OGAW: Was grundsätzlich möglich scheint, scheidet für die meisten Anbieter von Verbriefungen entsprechend unserem Verständnis aus.

Im Unterschied zum OGAW gibt es aber Einzelfälle in Luxemburg, die für die „AIF“ Variante optiert haben.

Die regulatorischen Anforderungen an die Verwaltungsgesellschaften sind etwas weniger aufwendig als bei OGAWs. Wie wir jedoch in weiterer Folge noch darlegen

werden, lässt sich durch die Qualifikation eines Verbriefungsfonds als AIF nur die Doppelbesteuerung nach der ATAD gut verhindern. Dass die Wertpapiere dann grundsätzlich als „Investmentvermögen“ qualifizieren, muss man in Kauf nehmen (können).

## Weder OGAW noch AIF

Nachdem beide Ausnahmen der Luxemburger Zinsschranke zwei sehr konkrete Fondstypen (OGAW und AIF) beschreiben, der Verbriefungsfonds jedoch weder *expressis verbis* einbezogen noch von der Anwendung ausgeschlossen ist, könnte man vermuten, dass es sich um eine Gesetzeslücke handelt und argumentieren, dass der Verbriefungsfonds analog zu den genannten OGAW und AIF zu behandeln wäre.

Die Verwendung von Analogie ist in der Rechtsanwendung jedoch von zwei Voraussetzungen abhängig: (i) einer **ungewollten** Gesetzeslücke und (ii) einer vergleichbaren Interessenslage. Dies bedeutet, dass die Interessen, die durch die Anwendung der Analogie wahrgenommen werden sollen, denen, die im gesetzlichen Fall eintreten, vergleichbar sind.

Ob es sich (i) um eine ungewollte Lücke handelt, dürfte schon deshalb in Frage stehen, als die Aufnahme des durch das Luxemburger Verbriefungsgesetz begründeten Verbriefungsfonds einen Luxemburger Sonderweg innerhalb der EU bedingt hätte. Da sich die analoge Anwendung im Falle einer beabsichtigten Gesetzeslücke rechtlich verbietet, müssen wir diese Variante gar nicht weiter durchdenken.

Aber selbst, wenn man unterstellt, die Auslassung des Luxemburger Verbriefungsfonds aus der Definition eines „Finanzinstituts“ sei doch unbeabsichtigt gewesen – eine analoge Betrachtung müsste (ii) vergleichbare Interessenslagen berücksichtigen.

Beide in Art. 168bis genannten Varianten ist die Einordnung als Investmentvermögen mit den folgenden Charakteristiken gleich:

1. Kapital von einer Anzahl von Anlegern
2. für Rechnung/zu Gunsten der Anleger
3. Risikostreuung/festgelegte Anlagestrategie

Entsprechend müsste man im Falle der Anwendung einer analogen Rechtsanwendung für den Verbriefungsfonds auch unterstellen, dass der Verbriefungsfonds ein **Investmentvermögen** ist, um eine vergleichbare Interessenslage zu kreieren.

Um zu verstehen, warum die Annahme eines Investmentvermögens, ein Problem darstellt, müssen wir uns genauer mit der Frage auseinandersetzen, was ein Investmentvermögen ist und welche Unterschiede zu einem klassischen Wertpapier bestehen.

## Investmentvermögen vs. Wertpapiere

Wie so oft, ist die Unterscheidung aus mehreren Gründen von maßgeblicher Bedeutung:

- a) Investmentvermögen (Fonds) unterliegen in vielen Jurisdiktionen einer von klassischen Wertpapieren abweichenden *Besteuerungssystematik* und/oder sogar unterschiedlichen Steuersätzen. Ob dies jeweils zu einer niedrigeren oder höheren Steuerbelastung für die Investoren führt, kann an dieser Stelle unbeachtlich bleiben. Schon die Zweifelsfrage, welche Systematik Anwendung findet, führt zu einem Risiko in Bezug auf die steuerliche Compliance des Verbriefungsvehikels und des Investors. Und die Idee einer Verbriefung ist gerade nicht, (neue) Risiken zu generieren.
- b) *Aufsichtsrechtlich* sind mehrere Ebenen zu beachten. Neben der Ebene des Investors, muss noch die Ebene des Vertriebs und die des Verbriefungsvehikels berücksichtigt werden.

### Ebene Investor:

Im Falle von **Kleinanlegern** (im Regelfall Privatanleger) stellt sich die Notwendigkeit, die Chancen und Risiken der auf Ebene des Investmentvermögens investierten Assets („Underlyings“) begreifen zu können. Dies impliziert auch, dass die Beschreibung von Risiken vor Eingehung eines Investments auf die Beschreibung der Underlyings abstimmen muss und nicht – wie bei Wertpapieren üblich – auf die Wertpapier-eigenschaften und die Risiken der Emittentin.

Noch drastischer sind die Auswirkungen für institutionelle Anleger: Diese unterliegen in den **meisten Fällen einer Reihe** von Vorschriften und Regularien, die die Eingehung von Risiken in Verbindung mit Investments einschränken. Teils sind dies feste Quotenvorgaben oder Anforderungen an die Unterlegung von Kapital zum Nachweis der Risikotragfähigkeit (bspw. Solvency II oder CRR). Ob es sich also um ein Investmentvermögen oder eine Schuldverschreibung handelt, hat erhebliche

Auswirkungen auf die Möglichkeit institutioneller Anleger, entsprechende Investmentvermögen oder Wertpapiere zu erwerben.

#### **Ebene Vertrieb:**

Auch an den Vertrieb eines Investmentvermögens oder eines Wertpapiers werden unterschiedliche Voraussetzungen geknüpft, damit der jeweilige Vertrieb die Geeignetheit des Produktes für von ihm adressierte Anlegergruppen nachweisen kann:

Der Vertrieb von Investmentvermögen unterliegt im Regelfall geringeren Anforderungen als der Vertrieb von Wertpapieren, da der Gesetzgeber aufgrund der höheren Regulierungsdichte auf Ebene des Produktes bereits einen hohen Anlegerschutz sicherstellen konnte.

Wertpapiere hingegen dürfen in vielen Jurisdiktionen nur von zugelassenen Finanzdienstleistern vertrieben werden. Dies stellt sicher, dass Wertpapiere mit geringeren Regulierungsanforderungen nur entsprechend geeigneten Anlegern angeboten werden.

Problematisch wird es für den Vertrieb, wenn er die Produkte unter dem falschen Regime vertreibt.

Käme es in der Folge zu einer Schädigung der Anleger, würden sich Anlegeranwälte in erster Linie an den Vertrieb wenden, der die Produkte dann mit falschen Produktunterlagen und Risikoauflärungen vermarktet hat. Selbst wenn man zum Ergebnis käme, dass es doch am Ende ein identisches Risikomaß war, so stellt die Falschberatung regelmäßig das höchste Haftungsrisiko für Vertriebe dar.

In der Folge würde der Vertrieb versuchen, sich schadlos zu halten und seinerseits Haftungsansprüche gegen das Verbriefungsvehikel und dessen Management geltend machen.

Auch auf Ebene der Verbriefungsvehikel müssten mehrere Parteien berücksichtigt werden:

Vereinfachend beschränken wir uns jetzt auf das Vehikel selbst (im konkreten Fall, die Management Company) und die Direktoren.

#### **Ebene Management Company:**

Für die Management Company hat die Einstufung als Investmentvermögen zur Folge, dass die Gesellschaft entsprechende Prozesse beschreiben und (weitestgehend) genehmigen lassen muss. Wer ein Investmentvermögen betreibt, ohne die entsprechende Genehmigung zu haben, handelt **ohne entsprechende Erlaubnis**. Für die Gesellschaft hätte dies in den meisten Fällen zur Folge, dass ihre Geschäftstätigkeit untersagt, hohe Strafzahlungen verhängt und im Zweifel die Insolvenz drohen würde.

#### **Ebene Geschäftsführung:**

Für die Geschäftsführung einer Gesellschaft, die ohne Erlaubnis entsprechende Produkte umsetzt, können sogar strafrechtlichen Sanktionen die Folge sein.

Für das Strafmaß stellt sich natürlich die Frage des Verschuldens. Da wir davon ausgehen, dass keine der entsprechenden Personen vorsätzlich gegen eine mögliche Erlaubnispflicht verstoßen würde, müsste geprüft werden, ob es sich um einfache oder grobe Fahrlässigkeit gehandelt hat.

### **You can't have the cake and eat it!**

Im Rahmen unserer Analyse haben wir bei fast allen Anbietern von Verbriefungsfonds entsprechende Passagen in der Dokumentation gefunden, die einerseits verneinen, dass es sich um ein Investmentvermögen im Sinne der AIFMD handelt, aber gleichzeitig reklamieren, als Verbriefungsfonds von der Anwendung der Zinsschranke nach der ATAD ausgenommen zu sein. Wie bereits dargestellt, ist das aber so nicht vorgesehen!

#### **Fall 1:**

Wer in der irrigen Annahme agiert hat, die Zinsschranke unberücksichtigt zu lassen, da ein Verbriefungsfonds ja analog zum OGAW oder zum AIF zu sehen wäre, sieht sich, unserer Meinung nach, mit dem Problem konfrontiert, eine falsche Steuererklärung abgegeben zu haben. Ob die fehlerhafte Deklaration auch eine Auswirkung auf die Höhe der Steuern hat, muss natürlich im Einzelfall betrachtet werden.

## Fall 2:

Wer sich auf den dünnen Pfad begeben hat, die analoge Rechtsanwendung zu nutzen und sogar anzuerkennen, dass der Verbriefungsfonds ein Investmentvermögen darstellt, der hätte, entsprechend unserer Herleitung, einerseits das Problem, dass eine analoge Rechtsanwendung eigentlich nicht anwendbar ist, zumindest aber eine hohe Unsicherheit besteht, ob diese im Falle einer juristischen Auseinandersetzung Aussicht auf Erfolg hätte.

Gleichzeitig müsste ein Weg gefunden werden, nicht als AIF zu klassifizieren, um das Problem der fehlenden Erlaubnis (in den meisten Fällen) zu umschiffen.

In diesem Fall 2 kann sich der Verbriefungsfonds nicht auf die sehr pauschale Stellungnahme der CSSF im Rahmen ihrer FAQs zu Verbriefungen aus dem Jahr 2013 berufen, die Verbriefungsorganismen, die ausschließlich Debt-Instruments emittieren, eben nicht als AIF zu klassifizieren seien, da dieser Verbriefungsfonds nicht als Investmentvermögen angesehen würde.

In Frage könnte noch die ebenfalls in den gleichen FAQs genannten EZB-Definitionen einer Verbriefung kommen:

Im Luxemburger AIF-Gesetz (Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers) sind „*Securitisation special purpose entities*“ von der Anwendung ausgenommen und wie folgt definiert:

*“securitisation special purpose entities“: entities whose sole purpose is to carry on a securitisation or securitisations within the meaning of point 2 of Article 1 of Regulation (EC) No 24/2009 of the European Central Bank of 19 December 2008 concerning statistics on the 7 Law of 21 July 2023 assets and liabilities of financial vehicle corporations engaged in securitisation transactions and other activities which are appropriate to accomplish that purpose.*

Die CSSF führt hierzu in ihren FAQs aus dem Jahr 2013 aus:



"Securitisation special purpose entities" are defined as entities whose sole purpose is to carry on a securitisation or securitisations within the meaning of Article 1(2) of Regulation (EC) No 24/2009 of the European Central Bank of 19 December 2008 concerning statistics on the assets and liabilities of financial vehicle corporations engaged in securitisation transactions (ECB/2008/30) and other activities which are appropriate to accomplish that purpose (the "ECB Regulation").

According to the ECB Regulation, "securitisation" means "a transaction or scheme whereby an asset or pool of assets is transferred to an entity that is separate from the originator and is created for or serves the purpose of the securitisation and/or the credit risk of an asset or pool of assets, or part thereof, is transferred to the investors in the securities, securitisation fund units, other debt instruments and/or financial derivatives issued by an entity that is separate from the originator and is created for or serves the purpose of the securitisation, and:

a) in case of transfer of credit risk, the transfer is achieved by:

- the economic transfer of the assets being securitised to an entity separate from the originator created for or serving the purpose of the securitisation. This is accomplished by the transfer of ownership of the securitised assets from the originator or through sub-participation, or
- the use of credit derivatives, guarantees or any similar mechanism;

and

b) where such securities, securitisation fund units, debt instruments and/or financial derivatives are issued, they do not represent the originator's payment obligations;"

According to the clarifications provided by the European Central Bank in its "Guidance note on the definitions of 'financial vehicle corporation' and 'securitisation' under Regulation ECB/2008/30", point 4.1, page 3, a securitisation vehicle issuing "collateralised loan obligations" would indeed meet the definition of the ECB Regulation, so that these vehicles do not qualify as AIFs.

On the other hand, according to the same Guidance note (points 4.1 and 4.3, pages 3 and 4), securitisation undertakings whose core business is the securitisation of loans which they grant themselves (securitisation undertakings acting as "first lender")<sup>6</sup> do not meet the definition of the ECB Regulation and thus cannot benefit from the exclusion. The same applies to securitisation undertakings that issue structured products that primarily offer a synthetic exposure to assets other than loans (non credit-related assets) and where the credit risk transfer is only ancillary.

<sup>6</sup> Regarding this point, the CSSF refers to question 7 of these Frequently Asked Questions and notably draws the attention on the ongoing discussions at international level on shadow banking.

Leider ergibt sich aus dieser veröffentlichten Stellungnahme der CSSF in Verbindung mit dem Luxemburger AIF-Gesetz eine erneut leicht abweichende Definition von Verbriefungen:

Die von der CSSF zitierten „Guidance Notes“ der EZB, inkludieren nämlich (im Unterschied zur erst 2017 veröffentlichten Definition im Sinne der EU-Regulation 2017/2402) ausdrücklich auch solche Verbriefungen, die bspw. als zu verbriefende Assets Fondsanteile oder Equity-Instrumente erwerben.

Interessanterweise kann der Verbriefungsfonds also ein Investmentvermögen darstellen, gleichzeitig aber weder als OGAW noch als AIF klassifiziert werden.

Für diese Fallkonstellation reduziert sich das Problem insofern auf die rechtlich nicht zulässige Analogie der Rechtsanwendung im Sinne der Zinsschranke.

#### **ABER:**

Nach aktueller Recherche konnten wir in Luxemburg **keinen** Verbriefungsfonds finden, der diese Konstellation genutzt hätte: alle analysierten Fälle reklamieren entweder den Status als AIF oder verneinen die Einordnung als Investmentvermögen.

Die theoretisch noch mögliche Konstellation (Fall 3): weder AIF, noch Investmentvermögen, noch ATAD-Lösung, konnten wir im Rahmen unserer Recherche in **Luxemburg bisher nicht** finden.

## **Negierung des Status eines Investmentvermögens**

Wer diesen Weg gewählt hat, sitzt unserer Auffassung nach tiefer in der Patsche, als er möglicherweise annimmt.

Einerseits besteht eine erhebliche Gefahr, dass den Anbietern von Verbriefungsfonds vorgeworfen wird, den Verbriefungsfonds nur deshalb zu nutzen, weil (nach Auffassung der Anbieter), die Zinsschranke der ATAD nicht anwendbar ist und damit eine Steuer vermieden werden könnte, die bei Nutzung der ansonsten üblichen Verbriefungsgesellschaften angefallen wäre. Auch die bereits erwähnte Belebung der Auflage von Verbriefungsfonds nach Umsetzung der ATAD in Luxemburg, lässt eine entsprechende Motivation vermuten.

Zumal diese Anbieter auch genau das tun, was die ATAD eigentlich zu verhindern sucht:

Die von uns analysierten Verbriefungsfonds haben alle fast ausschließlich Debt-Instrumente (Wertpapiere) emittiert.

Während klassische Investmentfonds (OGAW) und AIFs im Regelfall eine transparente Besteuerung auf Ebene der Investoren begründen (Investoren werden steuerlich so gestellt, als wären sie direkt an den Assets beteiligt), führen von den Verbriefungsfonds emittierte Wertpapiere regelmäßig zu einer anderen Besteuerung auf Ebene der Investoren. In Deutschland unterliegen bspw. Erträge aus Wertpapieren der Abgeltungsteuer, während Erträge von Investmentvermögen dem InvStG unterliegen.

Auch hier lässt sich nicht pauschal beantworten, welche Regelung eine geringere Steuerlast auslöst – in jedem Fall aber stellt sich die Frage, ob den Steuererklärungen der Investoren das richtige Rahmenwerk zu Grunde liegt.

Hierbei hilft auch die Argumentation nicht, dass doch die für die Auflegung des Fonds notwendigen Fondsanteile, deren Wertentwicklung vom NAV des Verbriefungsfonds abhängen, steuerlich transparent sind. Typischerweise macht das durch die Fondsanteile investierte Kapital, nur einen marginalen Anteil der Bilanz aus.

#### **General Anti-Abuse Rule (GAAR)**

Mit der Umsetzung der ATAD in Luxemburg, wurde auch die „Missbräuchlichkeit“ von Gestaltungen schärfer definiert.

Die Steuerbehörden stellen bei ihren Analysen vermehrt auf die Frage nach „außersteuerlichen Gründen“ für die Nutzung von Verbriefungsfonds gegenüber -gesellschaften ab.

Jetzt mag sich der ein oder andere Anbieter darauf zurückziehen, dass in seinen rechtlich bindenden Dokumenten vermutlich irgendwo Risikohinweise auf steuerliche Risiken aus der Anwendung der ATAD vorhanden sind und damit das finanzielle Risiko einer Besteuerung auf die Investoren übergeht. Den Anlegern der Produkte bleibt das Risiko erhalten.

## Worst-Case aus Sicht der Investoren

Sollte der Verbriefungsfonds im Gegensatz zur Auffassung der Verwaltungsgesellschaft doch als Investmentvermögen klassifizieren, wäre aus Sicht der Investoren der Worst-Case eingetreten: keine Ausnahme aus der Zinsschrankenverordnung und die Klassifikation als Investmentvermögen.

Um Letzteres zu untersuchen, bietet sich das von der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht veröffentlichte Auslegungsschreiben zum Begriff des Investmentvermögens aus dem Jahr 2013 an.

Wie bereits an anderer Stelle ausgearbeitet, liegt nach der Auslegung der BaFin ein Investmentvermögen immer dann vor, wenn folgende Tatbestandsmerkmale vorhanden sind:

*„Ein Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, 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.“*

Beachten Sie jetzt, die auf Seite 3 dieser Ausarbeitung im Verbriefungsgesetz rot markierten Stellen:

### Frage 1:

Ist ein Verbriefungsfonds ein Organismus?

**Antwort: ja**, zweifelsfrei.

### Frage 2:

...für gemeinsame Anlage?

**Antwort:** es kommt darauf an. Sofern der Anleger eine unbedingte Rückzahlung ihres eingesetzten Kapitals verlangen können, wird dies durch die BaFin verneint. Dies wiederum hätte aber direkte Auswirkungen auf die Frage, ob es sich um eine Verbriefung im Sinne der EZB-Definition handelt, zumal wir bei der Recherche zu dieser Ausarbeitung keinen existierenden Verbriefungsfonds finden konnten, der die unbedingte Rückzahlung des eingesetzten Kapitals verbrieft hätte. Für die ganz überwiegende Zahl von Verbriefungsfonds = **ja**.

### Frage 3:

...für eine Anzahl/Mehrzahl von Anlegern?

**Antwort:** Schon faktisch richten sich alle analysierten Verbriefungsfonds an eine Mehrzahl von Anlegern. Ob es möglich ist, die Fondsanteile und die Wertpapiere vom gleichen Anleger halten zu lassen und trotzdem einen

Verbriefungsfonds begründet zu haben, ist in Luxemburg umstritten. Herrschende Meinung ist jedoch, dass für die Begründung eines Fonds mindestens ZWEI Anleger notwendig sind oder wenigstens vorgesehen sein muss, dass es mehrere Anleger geben kann. Im Sinne der BaFin Auslegung, wäre die Frage also recht **eindeutig zu bejahen**.

### Frage 4:

...im Rahmen einer festgelegten Anlagestrategie?

Diese Frage ist durch die Formulierung des Verbriefungsgesetz im Artikel 10 Abs. (1) auch eindeutig zu beantworten. Die BaFin beschreibt, dass aus ihrer Sicht bereits eine Anlagestrategie vorliegt, wenn (Zitat):

*„Nach der Gesetzesbegründung zu § 1 Abs. 1 KAGB setzt das Vorliegen einer festgelegten Anlagestrategie voraus, dass die Kriterien, nach denen das eingesammelte Kapital angelegt werden soll, in einem über den einer allgemeinen Geschäftsstrategie (im Folgenden „Unternehmensstrategie“) hinausgehenden Umfang schriftlich genau bestimmt sind.“*

Nachdem Artikel 10 des Luxemburger Verbriefungsgesetz ausdrücklich fordert, dass „spezifische Verwaltungsregelungen“ und „Regelungen zur Übernahme von Risiken“ vorhanden sein müssen, liegt eine Anlagestrategie im Sinne des Auslegungsschreibens der BaFin vor. **Antwort: Ja**.

### Frage 5:

Zu Gunsten der Anleger?

**Antwort: Ja**, für wen sonst? Da der Verbriefungsfonds keine Rechtspersönlichkeit hat, kann die Anlage ausschließlich zu Gunsten der im Verbriefungsfonds investierten Anleger erfolgen. Dies geht im Übrigen auch aus Artikel 16 des Luxemburger Verbriefungsgesetz eindeutig hervor.

### Frage 6:

Kein Unternehmen außerhalb des Finanzsektors?

**Antwort:** auch hier ist die Formulierung des Luxemburger Verbriefungsgesetz eindeutig: for the „sole interest of ... the investors“. **Also Ja**, ein Verbriefungsfonds ist kein Unternehmen außerhalb des Finanzsektors.

**Im Ergebnis wären alle von uns analysierten Verbriefungsfonds als Investmentvermögen entsprechend der von der BaFin veröffentlichten Auslegungsentscheidung zu klassifizieren.**

Verbriefungsfonds, die nicht in Deutschland angeboten werden, könnten einwenden, dass in anderen Ländern abweichende Auslegungen zur Anwendung kommen.

Da die BaFin nur in der Frage der Definition einer „Anlagestrategie“ ausschließlich nationales Recht zur Interpretation bemüht, ist nicht erwartbar, dass sich die Anwendung in anderen Jurisdiktionen innerhalb der EU maßgeblich unterscheidet.

Wenn Sie als Investor, basierend auf obiger Auseinandersetzung, eine dezidierte Analyse für ihr Land wünschen, dürfen wir Sie gerne einladen, uns eine entsprechende Anfrage zu übersenden.

## Fazit

Der Verbriefungsfonds ist, trotz der steigender Beliebtheit, ein Exot. „Exotisch“ ist jedoch für viele Investoren nicht das Attribut, das sie in Verbindung mit dem Typus ihres Wertpapiere suchen. Der hybride Aufbau des Verbriefungsfonds birgt Risiken, die wir im Rahmen dieser Ausarbeitung, basierend auf uns zugänglichen und vorliegenden Informationen, intensiv beleuchtet haben.

Dass, entsprechend unserer Analyse, vor allem bei institutionellen Anlegern entsprechende Wertpapieremissionen von Verbriefungsfonds aktuell bspw. als Schuldverschreibungen, Genussscheine oder Asset-Backed-Securities und nicht als Investmentvermögen verbucht sind, birgt ein erhebliches Risiko von (aktiven) Anlagegrenzverletzungen und Quotenüberschreitungen, insofern es zu einer genaueren Betrachtung der Produkte durch die Aufsichtsbehörde(n) kommen sollte.

Gleichzeitig bietet der Verbriefungsfonds auch hybride Möglichkeiten (parallele Ansprache unterschiedlicher Investorentypen und Asset-Klassen), insbesondere in Verbindung mit einer entsprechenden AIF-Lizenz.

Trotzdem werden Sie den Verbriefungsfonds, aus vorgenannten Gründen, bei uns vergeblich suchen. Die klassische Verbriefungsgesellschaft einerseits, der AIF und (neu) der ELTIF 2.0 scheinen uns wesentlich geeignetere Vehikel zu sein.

## Quellen:

Auf unserer Homepage stellen wir in der Rubrik „Wissen“ eine Sammlung der Gesetze/Fundstellen und Rundschreiben zur Verfügung, die dieser Ausarbeitung zu Grunde liegen („Sammlung: Mind the Gap“).

**Muss leider sein.**

Die fund2seed GmbH, Frankenhöhe 40, 55288 Spiesheim („f2s“) möchte mit dieser Publikation den Zugang der Öffentlichkeit zu Informationen über Verbriefungen und ihre Funktionsweise, Einsatzgebiete, Vor- und Nachteile verbessern. Wir sind bestrebt, die einschlägigen Informationen inhaltlich richtig bereitzustellen. Wenn wir Kenntnis von Irrtümern erhalten, werden wir versuchen, diese zu berichtigen. Die f2s übernimmt jedoch keinerlei Verantwortung oder Haftung für die Informationen in dieser Publikation.

Dieser Haftungsausschluss betrifft nicht die Haftung der f2s für Verstöße gegen anwendbares einzelstaatliches Recht und auch keine Sachverhalte, bei denen von Rechts wegen ein Haftungsausschluss nicht zulässig ist.

Die Wiedergabe mit Quellenangabe ist vorbehaltlich anderslautender Bestimmungen gestattet. Ist für die Wiedergabe bestimmter Text- und Multimedia-Daten (Ton, Bilder, Programme usw.) zuvor eine Genehmigung einzuholen, so hebt diese die obenstehende allgemeine Genehmigung auf. In der Genehmigung wird deutlich auf etwaige Nutzungsbeschränkungen hingewiesen.