

NPS neben SPB – noch mehr Akronyme bei den Bankanleihen

Eine EU-Richtlinie mit ihrer neuen Haftungskaskade eröffnet deutschen Banken umfassendere Möglichkeiten zur Finanzierung durch Anleihen.

Executive Summary

- > Mit Erlass der europäischen BRRD-Änderungsrichtlinie 2017/2399/EU schafft die Europäische Union ein neues Gefüge für die Nachrangverbindlichkeiten von Banken
- > Dies verwirklicht eine schon länger ersehnte Harmonisierung der Insolvenzzrangfolge solcher Nachrangverbindlichkeiten
- > Deutschland hat die Richtlinie mit einer Änderung des § 46f KWG zum 21. Juli 2018 in innerstaatliches Recht umgesetzt
- > Nunmehr wird es auch den deutschen Banken möglich sein, zwei Kategorien nicht strukturierter erstrangiger unbesicherter Anleihen zu begeben: vertraglich unbesicherte nachrangige Anleihen (Non-Preferred Senior Bonds – NPS) und unbesicherte bevorzugte Anleihen (Senior Preferred Bonds – SPB). Die neue Haftungskaskade schafft mehr Differenzierung bei den Produkten und bei deren Pricing

1. Einleitung

Zum 21. Juli 2018 hat Deutschland die europäische Richtlinie 2017/2399/EU vom 12. Dezember 2017 (im Folgenden „**BRRD-Änderungsrichtlinie**“) zur Harmonisierung der Insolvenzzrangfolge bei Banken¹ umgesetzt und § 46f Kreditwesengesetz („**KWG**“)² entsprechend geändert. Die Richtlinie modifiziert die Insolvenzzrangfolge im Hinblick auf den Rang unbesicherter Schuldtitel.

Besagte Richtlinie 2017/2399/EU dient im Wesentlichen der Änderung einer anderen Richtlinie, näm-

lich der EU-Bankensanierungs- und Abwicklungsrichtlinie 2014/59/EU vom 15. Mai 2014 (im Folgenden „**BRRD**“)³.

Die BRRD-Änderungsrichtlinie hat im Wesentlichen Art. 108 BRRD modifiziert, der den Rang von Verbindlichkeiten in der Insolvenz festlegt.

Hintergrund auch dieser Änderung ist, dass man eine mögliche Bankensanierung oder notfalls -abwicklung ohne staatliche Hilfsmaßnahmen sicherzustellen versucht.⁴

2. Bankensanierung und -abwicklung

2.1 Hintergründe

Durch die globale Finanzmarktkrise 2007/2008 wurden sowohl die Finanzmärkte als auch unser Wirtschaftssystem insgesamt erschüttert und so zuvor mehrheitlich vertretene Ansätze über eine eher deregulierte Finanzaufsicht und Selbstregulierungskräfte der Märkte ins Wanken gebracht.⁵

Die Krise stieß neben Notmaßnahmen auch grundsätzliche Diskussionen und Vorhaben auf europäischer Ebene an, die unter anderem den Bereich der Sanierung, Reorganisation und ggfs. auch der Abwicklung von Banken umfassen.

Die für zahlreiche Staaten erstmalige Schaffung von speziellen gesetzlichen Bankensanierungs- und -abwicklungsregeln beruht zu einem guten Teil auf dem Bemühen, der sogenannten „Too big to fail“-Problematik Herr zu werden. Dabei handelt es sich um die Gefahr, dass sich einzelne Marktteilnehmer (insbesondere natürlich Banken) als so groß erweisen, dass ihre Insolvenz die Stabilität des gesamten

¹ ABIEU 2017 L 345/96.

² BGBl. I, S. 1102.

³ ABIEU 2014 L 173/190.

⁴ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 1 der Richtlinie 2017/2399/EU.

⁵ Kolassa in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band II, 5. Auflage, München 2017, § 138, Rn. 18.

Finanzsystems gefährden könnte. Solche Banken werden dann als „systemrelevant“ qualifiziert und ihre staatliche Rettung vor der Insolvenz wird häufig als notwendig erachtet. Ähnlich auch dann, wenn solche Marktteilnehmer für sich genommen nicht so groß sein mögen, aber wegen ihrer Vernetzung untereinander das gleiche Ergebnis befürchtet wird („Contagion“-Effekt). Und schließlich können beide, „Too big to fail“- und „Contagion“-Gefahr, zu wirtschaftlichen Fehlanreizen dergestalt führen, dass solche Marktteilnehmer (zu) hohe Risiken eingehen, weil sie sich darauf verlassen, dass sie, wenn sich solche Risiken realisieren und ihre eigene Existenz gefährden sollten, vom Staat (und damit aus Steuergeldern) gerettet würden („Moral Hazard“-Problem). Als derart unbefriedigend empfundene Situationen wollen Gesetzgeber in der EU und ihren Mitgliedsstaaten künftig vermeiden und haben dazu u.a. besagte Bankensanierungs- und abwicklungsregelungen geschaffen.

2.2 Europäische Bankenunion

Dies ist im EU-Recht im Wesentlichen durch die BRRD und die europäische Verordnung Nr. 806/2014 vom 15. Juli 2014 (im Folgenden „SRM-VO“)⁶ über einen Einheitlichen Abwicklungsmechanismus („Single Resolution Mechanism“) geschehen.

2.3 BRRD

Die BRRD kommt zum Tragen, wenn eine Bank insolvent wird oder der Insolvenz so nahe ist, dass es ohne finanzielle Unterstützungsmaßnahmen, zu einer Insolvenz kommen würde. Dann sind an möglichen Rettungsmaßnahmen im Sinne einer Sanierung oder Abwicklung erst die Anteilseigner und dann die Gläubiger zu beteiligen.

Sollte ein Gläubiger jedoch durch Beteiligung an der Sanierung oder Abwicklung schlechter gestellt werden als es bei einer Liquidation der Fall wäre, muss ihm der Differenzbetrag erstattet werden. Dies ergibt sich aus dem Schutz der Gläubiger dienenden „no creditor worse off“-Prinzip.

Die BRRD stellt folgende Abwicklungsinstrumente zur Verfügung: Zum einen die Veräußerungen von Unternehmensbestandteilen am Markt, die Einrichtung einer öffentlich kontrollierten Brückenbank (sogenannte „bridge bank“), die Ausgliederung von

Vermögenswerten in ein Verwertungsunternehmen (sogenannte „bad bank“) sowie die Abschreibung der Schulden bzw. Umwandlung der Verbindlichkeiten in Eigenkapital („**Bail-in**“-Instrument).

Die stärksten Auswirkungen der Abwicklungsinstrumente hat dabei das „Bail-in“-Instrument, das die Gläubiger finanziell an der Sanierung oder unfreiwilligen Abwicklung beteiligt.

2.4 BRRD-Änderungsrichtlinie

Die BRRD-Änderungsrichtlinie harmonisiert die Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten und soll so erreichen, dass die Belastung öffentlicher Haushalte sowie die Ansteckungseffekte im Finanzmarkt gemindert werden.

Erreicht wird dies durch das Abwicklungsinstrument des „Bail-in“ als zentrales Instrument, um die Fortführung bestimmter Geschäftsbereiche zu ermöglichen.

Die Sanierung oder Abwicklung eines Instituts dient damit als Alternative zu einem klassischen Insolvenzverfahren, bei dem die gesamte Geschäftstätigkeit eingestellt würde.

3. „Bail-in“

Bei einem „Bail-in“ tragen die Geldgeber einer Institution deren Verluste mit. Die Gläubiger verlieren einen Teil ihrer Ansprüche oder geben diesen nach einem festzulegenden Verteilungsschlüssel auf. Zentrales Ziel des „Bail-in“ ist es, die Kosten einer Abwicklung so fern wie möglich vom Steuerzahler zu halten.⁷

Ein „Bail-in“ ermöglicht es der Abwicklungsbehörde, mittels Verwaltungsakt und ohne Zustimmung der Gläubiger, Verbindlichkeiten herabzuschreiben oder in Anteile umzuwandeln. Die Beteiligung von Gläubigern in Form von Herabschreibung erfolgt durch Kürzung der berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten. Die Umwandlung erfolgt, indem die Verbindlichkeiten in hartes Kernkapital umgeschrieben werden. Herabschreibung und Umwandlung führen dann im Ergebnis zu einer Erhöhung des harten Kernkapitals.

Das „no creditor worse off“-Prinzip stellt beim „Bail-in“ ein notwendiges Korrektiv dar. Das ist wichtig, da Gläubiger (und nicht mehr nur Eigentümer) an

⁶ ABIEU 2014 L 225/1.

⁷ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 67 der Richtlinie 2017/2399/EU.

einer Sanierung zur Wahrung öffentlicher Interessen beteiligt werden. Ihnen soll daher ein Anspruch auf Zahlung eines Ausgleichs eingeräumt werden⁸, wenn sich herausstellt, dass die Gläubiger in einem Liquidationsverfahren besser gestanden hätten bzw. dass sie aufgrund der Abwicklungsmaßnahmen letztlich größere Vermögensverluste hinnehmen mussten, als ihnen bei einem regulären Insolvenzverfahren entstanden wären. Ob sie besser gestanden hätten, prüft dabei ein nach dem Sanierungs- und Abwicklungsgesetz („SAG“) bestellter, unabhängiger Prüfer.

Die Bezeichnung als „Bail-in“ ist dabei ein bewusstes Gegenstück zum Begriff „Bail-out“. Bei einem „Bail-out“ stellen die Staaten, die notwendigen Kapitalmarktmittel, um die systemrelevanten Funktionen eines sanierungsbedürftigen Instituts zu erhalten und weitere Risiken zu vermeiden. Eine solche staatliche Unterstützung bzw. Haftungsübernahme zur Rettung der betroffenen Banken finanziert sich zwangsläufig aus Steuergeldern, weswegen der „Bail-out“ politisch keine befriedigende Lösung darstellt. Zusätzlich dazu, verstärkt der „Bail-out“, die bereits angesprochene „Moral Hazard“-Problematik. Der Wille und die Akzeptanz in der Gesellschaft, für die Rettung einer sanierungsbedürftigen Bank aufzukommen, ist bei Fehlanreizen durch „Bail-outs“ der Banken nicht vorhanden oder zu stark eingeschränkt.

Letztlich führte dieses Bewusstsein zu der gesellschaftlichen und politischen Forderung, notleidende Banken künftig über den „Bail-in“ zu sanieren oder abzuwickeln.

Ein „Bail-in“ umfasst die Befugnis, Fremdkapital in Eigenkapital umzuwandeln (sog. „debt equity swap“) oder Fremdkapital ganz oder teilweise abzuschreiben (sog. „debt write-down“). Die Gläubiger müssen auf Forderungen verzichten und erhalten dafür gegebenenfalls Eigentumsrechte an der Bank. Durch die Umwandlung von Fremd- zu Eigenkapital kann die Bank sodann rekapitalisiert werden.

Man unterscheidet bei diesem Instrument zwischen dem vertraglichen und dem gesetzlichen „Bail-in“.

Beim vertraglichen „Bail-in“ ergibt sich das Recht zur Umwandlung oder Abschreibung aus den Emissionsbedingungen der betreffenden Kapitalmarktinstrumente. Wichtigstes Beispiel für vertragliche „Bail-in“-Instrumente sind bedingte Pflichtwandel-

anleihen (sog. „Contingent Convertible Bonds“, im Folgenden „CoCos“). Die Gläubigerforderungen in Form von CoCos wandeln sich automatisch von Fremd- in Eigenkapital um, sobald z.B. die Kernkapitalquote unterschritten wird. CoCos haben aus regulatorischer Sicht eine hochwertige Eigenmittelqualität.

Beim gesetzlichen „Bail-in“ ergibt sich die Befugnis zum Eingriff in Fremd- oder Eigenkapitalpositionen direkt aus dem Gesetz. Dabei schreibt die Abwicklungsbehörde die Verbindlichkeiten ab und wandelt sie mittels hoheitlichen Eingriffs in Eigenkapital des Finanzinstituts um.

Wird Fremd- in Eigenkapital umgewandelt oder Fremdkapital direkt herabgeschrieben, so wird damit das Eigenkapital einer Bank gestärkt. Dadurch verringert sich die Verschuldensquote der Bank, welche sich aus dem Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital errechnet (sog. „leverage ratio“, im Folgenden „LR“). Die LR wirkt begrenzend auf das Kreditvolumen, das ein Institut ausgeben kann und limitiert so das Gesamtrisiko.

Ein „Bail-in“ kann darüber hinaus einen sog. Bank-Run verhindern. Als ein solcher wird die Gefahr bezeichnet, dass die Kunden einer Bank das Vertrauen in das Finanzsystem verlieren und versuchen, möglichst viel Geld oder viele Einlagen von der Bank abzuheben. Der Bank-Run würde zu einer Verschlechterung der Lage der ohnehin angeschlagenen Bank führen. Der „Bail-in“ kann geeignet sein, das Vertrauen von Kunden in die Bank zu stärken.

3.1 MREL

Zur Deckung der aus dem Bail-in entstehenden Ansprüche auf Wandlung von Fremd- in Eigenkapital hat die EU für alle Institute einen von der Abwicklungsbehörde festgelegten Mindestbestand an wandlungsfähigen Verbindlichkeiten (im Folgenden „MREL“ - „Minimum requirement of eligible liabilities“) geschaffen, welcher von jedem europäischen Institut jeweils einzuhalten ist. Die Mindestanforderung stellt sicher, dass im Abwicklungsfall genügend abschreibungs- bzw. umwandlungsfähige Eigenmittel und Verbindlichkeiten tatsächlich zur Verfügung stehen, um Verluste aufzufangen und in einer möglichen Sanierung oder Abwicklung zu rekapitalisieren. Damit soll insbesondere verhindert werden, dass Banken Verbindlichkeiten absichtlich so ausgestalten, dass sie vom „Bail-in“ nicht erfasst sind. Das wäre für die Banken nämlich eine günsti-

⁸ Vgl. Art. 74 Abs. 1 BRRD.

gere Refinanzierungsmöglichkeit als über „Bail-in“-fähige Verbindlichkeiten, weswegen für sie ein impliziter Anreiz dadurch entstehen könnte, möglichst geringe Mengen der teuren „Bail-in“-fähigen Verbindlichkeiten zu begeben.

Die MREL-Anforderungen, bestehend aus Eigenmitteln und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten, werden, in Relation zu den Gesamtverbindlichkeiten, als Quote angegeben. Die MREL-Quote ist durch die Abwicklungsbehörde institutsindividuell anhand qualitativer Kriterien zu bestimmen.

Im Rahmen der MREL wird dabei eine Fallunterscheidung zwischen Sanierung und Abwicklung getroffen.

Die MREL-Verordnung⁹ legt einen Absorptionsbetrag fest, der im Verlustfall eine Geschäftsfortführung gewährleistet, also einer Sanierung dient. Zudem bestimmt sie einen Rekapitalisierungsbetrag, der im Falle einer Abwicklung zum Tragen kommt.

Um für die MREL-Anrechnung in Frage zu kommen, müssen Verbindlichkeiten mehrere Kriterien erfüllen. Sie müssen in voller Höhe eingezahlt sein, eine Restlaufzeit von mindestens einem Jahr haben und dürfen keinen derivativen Charakter aufweisen. Zusätzlich dürfen sie nicht explizit vorrangig gestellt sein, d.h. sie dürfen im Fall einer Insolvenz nicht bevorzugt bedient werden.

3.2 TLAC

Eine ähnliche Zielsetzung wie MREL hat die Kennziffer der Verlustabsorptionsfähigkeit, der sogenannten „Total Loss-Absorbing Capacity“ (im Folgenden „**TLAC**“). Dieser, im Rahmen des G20 Gipfels 2013 in St. Petersburg in Auftrag gegebene und vom Finanzstabilitätsrat¹⁰ (im Folgenden „**FSB**“) für global systemrelevante Institute empfohlene¹¹ TLAC-Standard hat dabei weltweite Auswirkungen. Nach dem TLAC-Standard müssen (nur) global systemrelevante Banken eine ausreichende Menge an hochgradig verlustabsorptionsfähigen Verbindlichkeiten vorhalten, um im Abwicklungsfall eine reibungslose und schnelle Verlustabsorption und Rekapitalisierung zu gewährleisten. Dabei sollen die bestehen-

den Mindestanforderungen nach MREL Berücksichtigung finden.

Mit dem TLAC sollte ein zentrales Problem der Finanzmarktkrise, die aufgezeigte „too big to fail“-Problematik, angegangen werden. Mit der TLAC sind nun Vorschriften gefunden, die es künftig ermöglichen sollen, systemrelevante Institute unter Einbezug der Gläubiger und ohne staatliche Beteiligung abzuwickeln.

Wie auch die MREL, gliedert sich die TLAC in einen verlustabsorbierenden Teil und einen Rekapitalisierungsbetrag.

Die TLAC Mindestquote wird ab dem 1. Januar 2019 jederzeit von den betreffenden Instituten zu erfüllen sein.

Auch TLAC-fähige Verbindlichkeiten müssen bestimmte Merkmale erfüllen, um als solche zu gelten. Zentral ist die für das „Bail-in“-Instrument wichtige Nachrangigkeit dieser Schuldtitel gegenüber nicht-TLAC-fähigen Verbindlichkeiten. Darüber hinaus müssen TLAC-Papiere unbesichert sein, über eine Restlaufzeit von einem Jahr oder mehr verfügen und dürfen weder strukturiert sein noch einen derivativen Charakter haben.

Letztlich verlangen MREL und TLAC von einem Institut, dass es über seine Eigenmittel hinaus in ausreichendem Maße Verbindlichkeiten vorhält, die bei seinem Scheitern abgeschrieben oder in Eigenkapital umgewandelt werden können. Dadurch lassen sich Verluste ausgleichen, die über die regulatorischen Eigenmittel hinausgehen. Darüber hinaus kann man das Finanzinstitut auf diese Weise rekapitalisieren, um es geordnet abzuwickeln.

Die internationalen TLAC- und europäischen MREL-Regelungen verfolgen dasselbe Ziel, eine ausreichende Verlustabsorptionsfähigkeit von Instituten in der Union zu gewährleisten, um so Sanierungen oder gar Abwicklungen und Insolvenzen zu vermeiden bzw. unnötig zu machen.

In ihrem Aufbau sind sie jedoch verschieden. Die Vorschriften der TLAC wurden erst nach denen der MREL finalisiert und bedürfen noch der Umsetzung in europäisches Recht. Um dies nunmehr nachzuholen und eine weitgehende Angleichung der beiden Regelungen zu erreichen, veröffentlichte die Europäische Kommission die BRRD-Änderungsrichtlinie, einen Vorschlag zur Ergänzung der EU-Eigenmittel-Verordnung (EU) Nr. 575/2013 vom 26. Juni 2013 („**CRR**“) sowie einen Vorschlag zur Ergänzung der

⁹ Verordnung (EU) 2016/1450 vom 23. Mai 2016, ABIEU L 237/1.

¹⁰ Von den G20 gegründeter Ausschuss zur Überwachung der Stabilität des globalen Finanzsystems.

¹¹ FSB Press Release, Ref no: 76/2014 vom 9. November 2015.

SRM-Verordnung (EU) Nr. 806/2014 vom 15. Juli 2014. Darin werden nunmehr die wesentlichen Unterschiede zwischen der TLAC und der MREL angeglichen.

4. Einheitlicher Bankenabwicklungsmechanismus

Um einer Schieflage, insbesondere von systemrelevanten Instituten vorzubeugen, wurde im Zuge der Bankenunion ein europaweiter einheitlicher Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, „SSM“) geschaffen. Dieser stellt systemrelevante Banken unter die direkte Aufsicht der Europäischen Zentralbank („EZB“). Der SSM setzt sich aus der EZB und den nationalen Aufsichtsbehörden der Mitgliedsstaaten des Euroraums zusammen. Länder außerhalb des Euroraums können auf freiwilliger Basis am SSM teilnehmen.

Ergänzend zum SSM stützt sich die Bankenunion auf die SRM-VO.¹² Diese legt ein europaweit einheitliches Abwicklungsregime fest (Single Resolution Mechanism, „SRM“) und dient der Festlegung einheitlicher Regelungen und Verfahren für eine geordnete Sanierung oder Abwicklung von notleidenden europäischen Banken. Sie steht zusammen mit dem BRRD auf der Ebene der europäischen Bankensanierung und -abwicklung.¹³ Der SRM dient dabei als Alternative zu den regulären, nationalen Insolvenzverfahren und ist essenzieller Bestandteil der Bankenunion. Die SRM-VO ergänzt die BRRD auch institutionell mit Einführung eines einheitlichen Abwicklungsgremiums (Single Resolution Board, „SRB“).

Die SRB ist eine europäische Agentur mit eigener Rechtspersönlichkeit. Sie setzt sich aus Vertretern der EZB, der Europäischen Kommission sowie den nationalen Abwicklungsbehörden zusammen. Sie gewährleistet den reibungslosen Ablauf des SRM. Dazu wird sie im Falle der Feststellung einer Schieflage eines Instituts von der zuständigen Behörde im Rahmen ihrer Aufsichtstätigkeit informiert. Die SRB fertigt sodann einen Vorschlag zur Abwicklung des betroffenen Instituts an und legt diesen der Europäischen Kommission vor. Letztere kann eine Abwicklung schließlich binnen 24 Stunden ablehnen oder genehmigen.

Zusätzlich zum SRB führt die SRM-Verordnung einen einheitlichen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund, „SRF“) ein. Dieser Fond untersteht dem SRB und stellt Mittel für eine mögliche Abwicklung bereit.

In allen am SSM und SRM teilnehmenden Mitgliedstaaten wurden die jeweiligen national eingerichteten Abwicklungsfonds ab 2016 zum größten Teil durch den SRF ersetzt.

Primär sollen auch i.R.d. SRF die Anteilseigner und Gläubiger die Lasten von Bankensanierung und -abwicklung tragen und nicht die Steuerzahler. Die Zielausstattung des Fonds soll 1 % der gedeckten Einlagen aller in den Mitgliedstaaten zugelassenen Institute betragen und bis Ende 2023 erreicht werden. Der Fonds wird dabei durch Bankenabgaben finanziert.

5. SAG

Am 1. Januar 2015 ist in Deutschland das Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (im Folgenden „SAG“) in Kraft getreten.

Das SAG dient der Umsetzung von BRRD und der Konkretisierung der SRM-VO in deutsches Recht.

Nationale Abwicklungsbehörde in Deutschland ist gem. § 3 Abs. 1 SAG seit dem 1. Januar 2018 die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (im Folgenden „BaFin“).

Die nationale Bankenaufsicht üben BaFin und Deutsche Bundesbank (im Folgenden „Bundesbank“) gemeinsam aus. Die BaFin übt als zuständige Verwaltungsbehörde gemäß § 6 Abs. 1 KWG die Aufsicht über die Institute nach Maßgabe des KWG aus. § 7 Abs. 1 KWG regelt die Zusammenarbeit zwischen der BaFin und der Bundesbank bei der laufenden Überwachung der Institute. Danach wertet die Bundesbank im Rahmen der laufenden Aufsicht von Instituten regelmäßig einzureichende Berichte und Meldungen aus und prüft, ob die Eigenkapitalausstattung und die Risikosteuerungsverfahren der Institute angemessen sind. Die BaFin hat im Einvernehmen mit der Bundesbank eine Richtlinie zur Durchführung und Qualitätssicherung der laufenden Überwachung der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute durch die Bundesbank erlassen.¹⁴

¹² ABIEU 2014 L 225/1.

¹³ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 2-4 der Verordnung Nr. 806/2014.

¹⁴ Richtlinie zur Durchführung und Qualitätssicherung der laufenden Überwachung der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute durch die Deutsche Bundesbank vom 19. Dezember 2016, abrufbar unter:

Die BaFin erhält durch das SAG umfassende Befugnisse zur Frühintervention. Sie kann von einer Bank verlangen, dass sie Handlungsoptionen aus ihrem Sanierungsplan umsetzt bis hin zur Änderung ihrer Geschäftsstrategie, wenn sie erkennt, dass die Bank in eine Schieflage geraten könnte.

Um im Falle einer vorliegenden Schieflage einer Bank Abwicklungsmaßnahmen ergreifen zu können, müssen die Abwicklungsvoraussetzungen nach § 62 Abs. 1 SAG erfüllt sein. Voraussetzung ist, dass das betroffene Institut in seinem Bestand gefährdet ist. Das ist dann der Fall, wenn ein Institut soweit gegen aufsichtsrechtliche Anforderungen verstößt, dass dies die Aufhebung der Erlaubnis des Instituts rechtfertigen würde. Eine Gefährdung des Bestands liegt auch dann vor, wenn die Vermögenswerte eines Instituts die vorgeschriebenen Grenzen nach MREL/TLAC unterschreiten. Auch eine bestehende oder drohende Überschuldung sowie Zahlungsunfähigkeit gelten als Bestandsgefährdung.

Da die Abwicklungsmaßnahmen erheblich in die Rechtspositionen von Eigentümern, Gläubigern und sonstigen Dritten eingreifen, dürfen nach dem SAG aber nur dann Maßnahmen ergriffen werden, wenn sie erforderlich und verhältnismäßig sind, um eine Systemgefährdung zu vermeiden.

6. Harmonisierung der Insolvenzrangfolge

6.1 Auswirkungen der BRRD-Änderungsrichtlinie

Die BRRD von 2014 enthielt vor der BRRD-Änderungsrichtlinie keine klare Haftungsrangfolge für Bankverbindlichkeiten im Falle der Insolvenz einer Bank. Die nationalen Gesetzgeber schufen daher in den jeweiligen Ländern teils heterogene Regelungen zur Klarstellung der Haftungskaskaden bei Banken. Mit der BRRD-Änderungsrichtlinie werden diese nunmehr auf europäischer Ebene vereinheitlicht.

6.2 Haftungskaskaden

Im Rahmen des „Bail-in“ werden Verbindlichkeiten der Gläubiger eines betroffenen Instituts in verschiedene Gruppen (sog. „**Asset-Kategorien**“) eingeteilt und nach einer festen Haftungskaskade

herangezogen.

Als Haftungskaskaden bezeichnet man dabei die Reihenfolge, in der Verbindlichkeiten und andere Instrumente eines Kreditinstituts z.B. bei einem „Bail-in“ herabgeschrieben und umgewandelt werden können.

Eine klare Haftungskaskade ist notwendig, um zum einen eine risikoadäquate Bepreisung der Anleiheverbindlichkeiten am Markt zu erreichen und zum anderen die Transparenz der Abwicklungsmaßnahme zu gewährleisten, sowie schnell und rechtsicher einen „Bail-in“ durchführen zu können.

Die Rangfolge orientiert sich dabei an dem des Insolvenzverfahrens. Bestehen im Abwicklungsregime Abweichungen von der Rangfolge im Insolvenzverfahren, stehen diese unter dem strengen Vorbehalt des „no creditor worse off“-Prinzips. Zudem verlangt das in der BRRD¹⁵ und im SAG¹⁶ verankerte „Pari-Passu“-Prinzip, dass gleichrangige Verbindlichkeiten mit demselben Anteil am Bail-in zu beteiligen sind.

Entlang der Haftungskaskade werden die Inhaber relevanter Kapitalinstrumente sowie die Inhaber von Ergänzungskapital und sonstige Gläubiger in der folgenden Reihenfolge herangezogen:

- Zunächst wird zwecks Abwicklung das harte Kernkapital herangezogen. Das harte Kernkapital („Common Equity Tier 1“-Kapital - „**CET 1**“) besteht aus eingezahlten Eigenkapitalinstrumenten und offenen Rücklagen. Beide Bestandteile müssen den Instituten uneingeschränkt und unmittelbar zur Deckung von Risiken oder Verlusten zur Verfügung stehen. Institute müssen eine harte Kernkapitalquote von mindestens 4,5 % erfüllen. Die Quote errechnet sich aus dem Verhältnis des harten Kernkapitals zum Gesamtforderungsbetrag der Bank. Letzteres setzt sich zusammen aus allen bestehenden Forderungen einer Bank gegen ihre Schuldner.

Beispiele des harten Kernkapitals sind Aktien, Anteile an einer GmbH, KG oder Genossenschaft.¹⁷

¹⁵ Art. 2 Abs. 77 BRRD.

¹⁶ § 97 Abs. 2 S. 2 Alt.2 SAG.

¹⁷ BaFin Rundschreiben vom 2. März 2017 geändert am 16.08.2017 mit dem Titel „Übersicht über die Haftungskaskade im Rahmen der Bankenabwicklung“, abrufbar unter: <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlich>

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Richtlinie/rl_130521_aufsichtsrichtlinie.html;jsessionid=6BF8164C4975718A2C340B40948C578C.2_cid381?nn=9021442.

- Danach erfolgt die Heranziehung des zusätzlichen Kernkapitals. Das zusätzliche Kernkapital („Additional Tier 1“-Kapital, „**AT 1**“) soll wie das harte Kernkapital auf laufender Basis zur Verlustdeckung zur Verfügung stehen und so die Fortführung des Geschäftsbetriebs ermöglichen. Instrumente dieser Kapitalklasse müssen nachrangig und dauerhaft sein. Die Summe aus hartem Kernkapital und zusätzlichem Kernkapital nennt man Kernkapital. Institute müssen eine Kernkapitalquote (zusätzliches Kernkapital zum Gesamtforderungsbetrag) von mindestens 6 % erfüllen.

Beispiele des zusätzlichen Kernkapitals sind unbesicherte unbefristete nachrangige Schuldverschreibungen mit Umwandlungs- beziehungsweise Herabschreibungsklausel.

- Sodann wird das Ergänzungskapital („**Tier 2**“-Kapital) herangezogen. Ergänzungskapitalinstrumente müssen für mindestens fünf Jahre eingezahlt sein und einen nachrangigen Rückzahlungsanspruch im Fall der Insolvenz des Instituts vorsehen.

Addiert man hartes Kernkapital, zusätzliches Kernkapital und Ergänzungskapital, ergibt sich das Gesamtkapital. Institute müssen eine Gesamtkapitalquote von mindestens 8,0 % erfüllen.

- Sodann werden die nachrangigen Verbindlichkeiten, bei denen es sich nicht um zusätzliches Kern- oder Ergänzungskapital handelt, herangezogen. Diese bestehen aus nachrangigen Darlehen, nachrangigen Inhaberschuldverschreibungen und Genussrechten.
- Die nachrangigen Verbindlichkeiten können darüber hinaus im Einklang mit der geltenden Insolvenzrangfolge weiter unterteilt werden. Danach werden zunächst nachrangige nicht bevorzugte Verbindlichkeiten und anschließend die nachrangigen bevorzugten Verbindlichkeiten herabgeschrieben.
- Wenn auch die zuletzt genannten nachrangigen Verbindlichkeiten unzureichend bzw. verbraucht sind, werden die Einlagen von Privatpersonen und kleineren und mittleren Unternehmen herangezogen, die einen Wert von über EUR 100.000 haben

6.3 Unbesicherte Schuldtitel

Die BRRD-Änderungsrichtlinie verändert nun den Rang der unbesicherten Schuldtitel in der Insolvenzrangfolge. Im Gegensatz zu besicherten Verbindlichkeiten sind unbesicherte solche, bei denen die Ansprüche der Gläubiger auf Zahlung oder auf Leistung nicht durch ein Pfand, pfandrechtsähnliches Zurückbehaltungsrecht oder eine andere Sicherheitenvereinbarung abgesichert sind.¹⁸

6.3.1 Nachrangige nicht bevorzugte unbesicherte Verbindlichkeiten

Vor der Änderung der BRRD war die Nachrangigkeit solcher unbesicherten Verbindlichkeiten uneinheitlich geregelt.

Um den Anforderungen des TLAC-Standards gerecht zu werden und eine Anerkennung zu erreichen, ist nun erforderlich, dass die Verbindlichkeiten gegenüber anderen Instrumenten nachrangig sind. Es kommt somit zu einer Unterteilung der klassischen „Senior Bonds“ in vor- und nachrangige Verbindlichkeiten.

Grundsätzlich besteht die Möglichkeit die zu Anerkennung erforderliche Nachrangigkeit entweder vertraglich, gesetzlich oder aufgrund der Unternehmensstruktur (Hold-Co / Op-Co), also strukturell zu erreichen. Bei einem vertraglichen Nachrang vereinbaren der Gläubiger und der Emittent in ihren Vertragsbedingungen die Reihenfolge der Tilgung der Verbindlichkeiten im Insolvenzfall. Beim gesetzlichen Nachrang ist in den nationalen Insolvenzregelungen die Reihenfolge der Tilgung der Verbindlichkeiten bestimmt. Der strukturelle Nachrang hingegen ergibt sich aus der Unternehmensstruktur des (Hold-Co / Op-Co). Fungiert eine reine Holdinggesellschaft als Emittentin, leitet die ihr Kapital an Tochtergesellschaften weiter und finanziert sich überwiegend aus Dividendenzahlungen, müssen im Insolvenzfall vorrangig die Verbindlichkeiten der Tochtergesellschaften getilgt werden. Für die Gläubiger der Holdinggesellschaft entsteht somit ein sog. struktureller Nachrang.

In den EU-Mitgliedsstaaten wurde bisher von allen drei Varianten Gebrauch gemacht. Um die Vorge-

[ungen/DE/Merkblatt/BA/mb_haftungskaskade_bankenabwicklung.html](#)

¹⁸ Art. 2 Nr. 67 BRRD

hensweise innerhalb der EU anzugleichen, ist durch die EU-Kommission eine neue Asset-Kategorie geschaffen worden, die sogenannten vertraglich unbesicherten nachrangigen Verbindlichkeiten („Non Preferred Senior Bonds“, „**NPS**“).

Um die Kosten der Einführung dieser neuen Asset-Kategorien gering zu halten, sollen Banken die Kategorie der unbesicherten bevorzugten Verbindlichkeiten („Senior Preferred Bonds“, „**SPB**“) beibehalten, deren Emission für Institute kostengünstiger ist als die anderer nachrangiger Verbindlichkeiten.

Von diesen beiden Kategorien sind nur die NPS auf die Nachrangigkeitsanforderung i.S.d. TLAC-Standards anrechenbar.¹⁹ Beiden gemein ist, dass es sich um nachrangige, unbesicherte erstrangige und unstrukturierte Verbindlichkeiten handelt.

Damit gewährleistet ist, dass die neue NPS-Kategorie die im TLAC-Standard beschriebenen und in der BRRD festgelegten Kriterien für die Berücksichtigungsfähigkeit erfüllt und dadurch die Rechtsicherheit erhöht, sollen die Mitgliedstaaten sicherstellen, dass die folgenden Anforderungen erfüllt werden: NPS müssen eine ursprüngliche vertragliche Laufzeit von mindestens einem Jahr haben, dürfen keine eingebetteten Derivate umfassen und selbst keine Derivate sein und es muss im Zusammenhang mit ihrer Emission explizit auf ihren niedrigeren Rang im regulären Insolvenzverfahren hingewiesen werden.²⁰

Nach dem bisherigen deutschen Weg, der die Nachrangigkeit der NPS-Verbindlichkeiten gesetzlich festlegte, war es den hiesigen Banken nicht möglich, nicht strukturierte erstrangige unbesicherte Anleihen mit Vorrang (bevorzugt) zu emittieren. Nach abgeschlossener Harmonisierung der Haftungskaskade von Bankanleihen wird es in allen europäischen Ländern nunmehr zwei Kategorien von nicht strukturierten erstrangig unbesicherten Anleihen geben: Die SPB mit gesetzlichem Haftungsrang und die NPS-Anleihen mit vertraglich geregelter Haftungsrang.

Die NPS-Anleihen mit vertraglich geregelter Haftungsrang treten dabei an die Stelle der zuvor gesetzlich nachrangigen Verbindlichkeiten.

Die Haftungsklasse der NPS wird im Falle der Abwicklung frühzeitig, vor den SPB in Anspruch genommen. Aus diesem Grund dürfen sie auch keinen derivativen Charakter aufweisen, der zu Unsicherheiten über zukünftige Zahlungen führen würde. Nach Art. 108 Abs. 3 der BRRD-Änderungsrichtlinie müssen NPS-Verbindlichkeiten einen höheren Rang im Insolvenzverfahren einnehmen als Eigenmittel und nachrangige Verbindlichkeiten.

Schuldtitel müssen gem. Art. 108 Abs. 2 der BRRD-Änderungsrichtlinie eine ursprüngliche Laufzeit von mindestens einem Jahr aufweisen. Hintergrund ist, dass die Anwendung des „Bail-in“ auf Instrumente, die der Liquiditätssteuerung dienen, zu erheblichen Ansteckungsrisiken führen könnten.

Zudem müssen diese Verbindlichkeiten nunmehr einen expliziten Hinweis auf ihren Nachrang in den Vertragsbedingungen und ggf. im Prospekt enthalten. Das heißt, der niedrigere Haftungsrang von NPS-Anleihen muss von deutschen Banken zukünftig ausdrücklich in den Anleihebedingungen festgelegt werden. Ohne einen entsprechenden Zusatz greift der gesetzliche Haftungsrang, der dann wieder dem Vorrang entspricht.²¹

Bereits emittierte Anleihen mit gesetzlichem Haftungsrang genießen jedoch einen aufsichtsrechtlichen Bestandsschutz (Grandfathering), sodass sie den nach neuen Bestimmungen emittierten Instrumenten insolvenzrechtlich gleichgestellt sind.

Aufgrund des niedrigeren Insolvenzrangs der NPS-Verbindlichkeiten können diese im Krisenfall einer Bank noch vor erstrangig unbesicherten Verbindlichkeiten mit gesetzlichem Haftungsrang (d.h. SPB) zum Verlustausgleich herangezogen werden. Sie sind deshalb auch von den emittierenden Banken auf die regulatorischen Mindestquoten für das gesamte Haftungskapital nach TLAC/MREL anrechenbar.

Neben der Stellung in der Haftungskaskade war eine Umstellung auf die vertragliche Nachrangigkeit der unbesicherten erstrangigen nicht bevorzugten Verbindlichkeiten auch deshalb erforderlich, weil die gesetzlich nachrangigen NPS-Anleihen zum 1. Januar 2019 ihre Nutzbarkeit als Sicherheiten für die Bankenrefinanzierung im Rahmen des Eurosystems (d.h. ihre EZB-Fähigkeit) verlieren. Die NPS mit vertraglicher Nachrangigkeit sind und bleiben no-

¹⁹ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 10 der Richtlinie 2017/2399/EU.

²⁰ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 11 der Richtlinie 2017/2399/EU.

²¹ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 11 der Richtlinie 2017/2399/EU.

tenbankfähig. Notenbankfähig sind Schuldtitel, die die EZB als Sicherheiten akzeptiert, wenn sich Banken bei ihr im Rahmen des Eurosystems über Refinanzierungsgeschäfte Geld leihen.²² Die Sicherheiten sollen nämlich eine ausreichende Qualität haben, damit eventuelle Verluste der EZB, also wenn eine Bank ausfällt und die entliehenen Mittel nicht zurückzahlen kann, möglichst gering sind. Das Eurosystem verlangt, dass die Banken für alle Kredite, die sie von den Zentralbanken erhalten, notenbankfähige Sicherheiten stellen. Sollte eine Bank einen Kredit nicht zurückzahlen können, kann die Zentralbank die Sicherheit am Markt verkaufen und den Verkaufserlös nutzen, um den Verlust aus dem Kreditgeschäft auszugleichen.

6.3.2 Nachrangige bevorzugte unbesicherte Verbindlichkeiten

Neben den erstrangigen strukturierten und bevorzugten unbesicherten Verbindlichkeiten tritt nunmehr mit der BRRD-Änderungsrichtlinie und der Umsetzung in § 46f KWG die Möglichkeit für deutsche Banken, diese SPB als unstrukturierte Anleihen zu begeben.

6.4 § 46f KWG

Aufgrund der BRRD-Änderungsrichtlinie wurde mit Wirkung zum 21. Juli 2018 das KWG angepasst. § 46f KWG setzt Art. 108 der BRRD-Änderungsrichtlinie um, indem die neue Haftungsklasse, d.h. NPS-Verbindlichkeiten, eingeführt wird und die SPB nunmehr unstrukturiert begeben werden können.

Grundsätzlich regelt § 46f KWG die Rechte und Pflichten der Gläubiger einer Bank im Zusammenhang mit der Forderungsanmeldung im Insolvenzverfahren und schreibt eine Haftungsreihenfolge für unterschiedliche Verbindlichkeiten vor.

In § 46f Abs. 7 KWG wird nunmehr festgelegt, dass auch SPB emittiert werden können. Neu begebene unbesicherte Anleihen werden somit nunmehr automatisch als vorrangig („senior preferred“) eingestuft und somit erst nach den NPS-Verbindlichkeiten bei einem möglichen „Bail-in“ herangezogen.

§ 46f Abs. 9 KWG regelte den Altbestandsschutz, wonach die im gesetzlichen Nachrang begebenen Verbindlichkeiten auch weiterhin im Nachrang, also gleichrangig („pari passu“) bleiben und somit auf

einer Ebene mit der neuen Haftungsklasse der NPS stehen. Die bis zum Inkrafttreten der Gesetzesänderung zum 21. Juli 2018 emittierten unbesicherten erstrangigen Verbindlichkeiten behalten ihre Nachrangigkeit, auch wenn diese nicht in den Anleihebedingungen vorgesehen sind.

Die Vorgabe der BRRD-Änderungsrichtlinie, dass die neue Kategorie der NPS einen höheren Rang im Insolvenzverfahren einnehmen muss als Eigenmittel und nachrangige Verbindlichkeiten, ist durch die Vorgaben der §§ 38 f. InsO in Verbindung mit der CRR also den europarechtlichen Vorgaben zur Nachrangigkeit der regulatorischen Eigenmitteln, erfüllt.

Das europarechtliche Erfordernis, dass die neu geschaffene Kategorie von NPS keine Derivate sein dürfen, ist durch die Derivatedefinition in § 1 Abs. 11 S. 3 KWG gesetzlich umgewandelt. Die für den Derivatebegriff maßgeblichen Kriterien fallen nicht unter die für § 46f KWG maßgebliche Definition der Schuldtitel.

6.5 Auswirkungen der Harmonisierung auf deutsche Banken

Mit der BRRD-Änderungsrichtlinie gelingt der EU die Umsetzung der internationalen TLAC-Standards in den Mitgliedstaaten auf einer einheitlichen europäischen Basis. Dies war wünschenswert, da die Nachrangigkeit von Verbindlichkeiten, die für eine TLAC-Anerkennung erforderlich ist, zuvor sehr unterschiedlich in den Mitgliedsstaaten behandelt wurde. So wurden je nach Land vertraglich nachrangige unbesicherte Bankanleihen (Frankreich, Spanien), strukturelle Nachrangigkeit (Großbritannien, Schweiz) oder gesetzliche Nachrangigkeit (Deutschland) eingeführt. Um ein Mindestmaß an Vereinheitlichung herzustellen, hat die EU sich schließlich für den „französischen Weg“ entschieden. Weiterhin sind nach BRRD-Änderungsrichtlinie auch die strukturell nachrangigen Titel (HoldCo-Bonds) erlaubt.

So bewirkt die BRRD-Änderungsrichtlinie eine Überführung der TLAC in europäisches Recht und harmonisiert sie zugleich mit den Anforderungen der MREL. Die Implementierung der TLAC-Vorgaben ist ein konsequenter Schritt in Richtung eines „Single Rule Books“, also eines einheitlichen EU-Bankaufsichtsrechts.

Die zuvor unterschiedlichen Lösungsansätze hatten negative Auswirkungen nach sich gezogen. Für

²² Glossar der Deutschen Bundesbank; abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/startseite/glossar>

Kreditinstitute, Wertpapierfirmen und Anleger folgte daraus eine Unsicherheit über den Rang der unbesicherten Verbindlichkeiten in der Haftungskaskade im Rahmen eines „Bail-in“. Zugleich folgte daraus eine respektive Verzerrung der Preisbildung von entsprechenden Verbindlichkeiten/Instrumenten an den Finanzmärkten.

Die zuvor in Deutschland getroffene Regelung der gesetzlichen Nachrangigkeit hatte aber auch Vorteile mit sich gebracht: Nämlich den Vorteil, dass deutsche Banken die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen sofort erfüllen konnten. Dies hielt die Fundingkosten (Kapitalbeschaffung/Refinanzierung) vergleichsweise gering. Somit verfügten die Banken über ein großes Volumen an „Bail-in“-fähigen Verbindlichkeiten, welches zur Erfüllung der MREL/ TALC-Verpflichtungen herangezogen werden konnte.

Die EU-Kommission kam jedoch letztlich zu dem Ergebnis, dass die Schaffung der NPS-Kategorie für unbesicherte erstrangige Verbindlichkeiten die kosteneffizienteste Möglichkeit sei, um die Nachranganforderungen i.S.d. TLAC-Standards zu erfüllen.

Banken mit Sitz in Deutschland können jedoch auch wieder unstrukturierte unbesicherte erstrangige Verbindlichkeiten begeben. Sie können dabei wählen, ob sie „Bail-in“-fähige NPS-Verbindlichkeiten begeben wollen oder bei einem „Bail-in“ besser gestellte SPB. Ersteres wird kostengünstiger sein als letzteres.

7. Ausblick

Zunächst wird sich an dem großen Volumen an „Bail-in“-fähigen Verbindlichkeiten deutscher Banken vermutlich nicht viel ändern, da die Altbestände, die vor dem 21. Juli emittierten unbesicherten und unstrukturierten Senior-Verbindlichkeiten, „pari passu“ zu den neuen NPS-Instrumenten einzuordnen sind.

In Frankreich und anderen europäischen Ländern hatte man schon früher damit begonnen, Verbindlichkeiten der Asset-Kategorie NPS zu begeben. In Deutschland befürchteten Banken Finanzierungsnachteile, wenn ihre Anleihen künftig ein höheres Risiko aufweisen als die der Anleihen aus den europäischen Nachbarländern. Denn die „Bail-in“-fähigen vertraglich nachrangigen Altanleihen werden ab 2019 nicht mehr von der EZB als Sicherheit in Refinanzierungsgeschäften mit dem Eurosystem akzeptiert. Nun aber können deutsche Banken

ebenfalls Verbindlichkeiten für das Haftungskapital und gleichzeitig günstigere vorrangige Anleihen begeben.

Die Mehrzahl der deutschen Banken dürfte deshalb die regulatorischen Anforderungen aus MREL und TLAC mit Blick auf „Bail-in“-fähige Verbindlichkeiten deutlich erfüllen. Die nunmehrige SPB-Kategorie sollte daher von den deutschen Banken recht schnell belebt werden. Insbesondere auch aus dem Grund, dass eine Finanzierung durch SPB wohl teurer als NPS, aber immernoch erheblich kostengünstiger als durch Instrumente weiter hinten auf der Haftungskaskade sein sollte.

Die Deutsche Bank, als zurzeit einzige global systemrelevante Bank in Deutschland, hat im August 2018 nunmehr Senior Preferred Anleihen (SPB) begeben. Allerdings verlangten Investoren von ihr Risikoprämien²³, weshalb der Vorteil, den die Einführung dieser Asset-Kategorie (Refinanzierungskosten sparen) mit sich bringt, für die Deutsche Bank bisher nur eingeschränkt gewirkt hat.

Peter Scherer, LL.M. (I.U.)

Rechtsanwalt
Standort Frankfurt
peter.scherer@gsk.de

²³ Osman, „Deutsche Bank platziert neuen Anleihe-Typ“, Handelsblatt vom 24. August 2018

Urheberrecht

GSK Stockmann – Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe, Vervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann gestattet.

Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

www.gsk.de

GSK STOCKMANN

BERLIN

Mohrenstraße 42
10117 Berlin
Tel +49 30 203907-0
Fax +49 30 203907-44
berlin@gsk.de

FRANKFURT/M.

Taunusanlage 21
60325 Frankfurt
Tel +49 69 710003-0
Fax +49 69 710003-144
frankfurt@gsk.de

HAMBURG

Neuer Wall 69
20354 Hamburg
Tel +49 40 369703-0
Fax +49 40 369703-44
hamburg@gsk.de

HEIDELBERG

Mittermaierstraße 31
69115 Heidelberg
Tel +49 6221 4566-0
Fax +49 6221 4566-44
heidelberg@gsk.de

MÜNCHEN

Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
Tel +49 89 288174-0
Fax +49 89 288174-44
muenchen@gsk.de

LUXEMBURG

GSK Luxembourg SA
44, Avenue John F. Kennedy
L-1855 Luxembourg
Tel +352 2718 0200
Fax +352 2718 0211
luxembourg@gsk-lux.com