





## Inhalt:

Vorwort	2
I. Konturen einer europäischen Börsenlandschaft für Forderungsrechte	4
II. Rechtsbefugnis zur Börsengründung?	6
III. Eckpunkte des Plattformmodells	7
IV. Die Politik ist gefordert	11
Wir über uns	12

## Vorwort

Die Rechtsordnungen der europäischen Länder sehen in der Regel vor, dass Kredite fungibel sind: Sie können ohne Zustimmung des Schuldners an Dritte abgetreten werden. Seitdem das nachklassische römische Recht des 4. und 5. Jahrhunderts das Prinzip der Unübertragbarkeit einer Forderung aufgegeben und die Vollrechtsübertragung anerkannt hat, ist dieser Grundsatz über die unterschiedlichsten Pfade in die europäischen Rechtsordnungen eingedrungen.

Allerdings steht das Prinzip der Fungibilität von Forderungen in vielen Rechtsordnungen - zumindest in weiten Teilen des jeweiligen Wirtschaftslebens - nur auf dem Papier. Es spielt in nahezu allen Ländern der EU in der Praxis nur eine geringe Rolle. In Wirklichkeit gibt es ein eklatantes Marktversagen, weil ganz allgemein bestehende Marktstrukturen die Fungibilität von Krediten zwar de jure bejahen, de facto jedoch hohe Hürden aufbauen und verhindern. Dies aus drei Gründen.

Zum einen gibt es in einigen Ländern zumindest im Bereich von Bankdarlehen ein kulturelles Verständnis, das das Prinzip der freien Abtretung eher ablehnt. So liegt nach deutscher Philosophie - sehr viel mehr als in angelsächsischen Ländern - einem Darlehensvertrag ein Vertrauensverhältnis zugrunde. Dass eine Vertragsseite, die Bank, dem Schuldner des Darlehens ohne dessen Zustimmung einen neuen Gläubiger aufnötigen kann, erscheint in Deutschland vielen Beobachtern als unangemessen. Dennoch hat die deutsche Regierung den Grundsatz der freien Abtretung gegen vielfältige Opposition strikt verteidigt und aufrechterhalten. Ohne diesen Grundsatz hätte man die Probleme der Finanzkrise nicht lösen können.

Der zweite Grund liegt in fehlender Nachfrage. Es gibt in den nicht angelsächsischen Märkten eben wegen dieses kulturellen Grundverständnisses praktisch keine Bereitschaft, in Forderungsverkäufe zu investieren. Aber: Wo kein Angebot, da ist keine Nachfrage. Und: Angebot schafft Nachfrage - so dass richtigerweise die eigentliche Fragestellung lauten müsste: wie, auf welche Weise kann ein marktfähiges Angebot geschaffen werden?

Schließlich, drittens, gibt es markttechnische Gründe, die der Fungibilität von Forderungen entgegenstehen. Forderungen sind ein nur abstrakt erfassbares Wirtschaftsgut.

Definiert werden sie nur und ausschließlich über Vertragstexte und zugrunde liegenden Rechtsvorschriften, durch nichts sonst. Da nun Vertragstexte sehr unterschiedlich aussehen, ist die Welt der Darlehen sehr ausdifferenziert, was die Marktfähigkeit erschwert.

Es ist bemerkenswert, dass die EU-Kommission diese Aspekte in einem wichtigen Teilbereich adressiert hat. Im November 2018 hatte sie der Europäischen Zentralbank einen Prüfauftrag erteilt, um einen effizienteren Risikotransfer insbesondere bei notleidenden Krediten (sog. non performing loans - „NPL“s) zu ermöglichen. Anlass hierfür war der unbestreitbare Befund, dass die Nachfrage des Marktes für NPL's oligopolistisch strukturiert ist und es in der Folge zu großen Marktverwerfungen gekommen ist. Darüber hinaus sei es ganz allgemein entscheidend, Rahmenbedingungen für einen effizienten und sicheren Risikotransfer zu ermöglichen.

Nun stehen wir angesichts der Corona-Krise mit abermaligem Lockdown und hohen Infektionszahlen vor großen Herausforderungen. Befürchtet wird, dass ein Sturm über den europäischen Bankenmarkt hinwegfegt. Dass zur Bewältigung einer solchen großen Krise **die Fungibilität von Kreditrisiken** ein Schlüsselfaktor ist, dürfte unstrittig sein.

Die Verfasser dieser Denkschrift sind der Auffassung, dass es nur *eine* sinnvolle Lösung für einen transparenten, neutralen und öffentlich-rechtlich kontrollierten Weg gibt, Kreditrisiken zu transferieren: Durch die Errichtung einer elektronischen Handelsplattform für Kredite in Form einer öffentlich-rechtlichen Börse auf europäischer Ebene.

Dabei ließe sich die Plattformfunktion längst nicht nur auf den Handel *bestehender* Kredite und Anleihen beschränken. Ebenso denkbar wäre die Nutzung der Plattform für die *Begründung* von neuen Kreditverhältnissen - beispielsweise für Investitionskredite. Der Weg über die Börse ist deshalb wichtig, weil allein über die öffentlich-rechtliche Satzungshoheit ein allgemeiner Industriestandard normiert werden kann. Im Ergebnis wäre eine Drehscheibenfunktion auf der Grundlage eines verkürzten, standardisierten, digitalen Angebotsverfahrens denkbar.

Von diesen Möglichkeiten und Chancen handelt diese Studie.

# I. Konturen einer europäischen Börsenlandschaft für Forderungsrechte

## 1. Die Initiative der Kommission

Die genannte Initiative der Kommission vom November 2018 zur Übertragung von Kreditrisiken ist in ihrer Bedeutung nicht zu unterschätzen. Die Europäische Kommission dokumentiert damit für einen wichtigen Bereich des Wirtschaftslebens ein eklatantes Marktversagen. Folgt man ihr, bedarf es für den Bereich der NPL-Kredite dringend effizienter Instrumente, um den Transfer von Kreditrisiken zu ermöglichen.

Inzwischen gibt es, was diesen Missstand anbetrifft, auch eine klare Positionierung der EBA. Deren Präsident Andrea Enria spricht sich nachdrücklich für die Errichtung einer Kreditplattform aus. Die EBA hält den Aufbau einer Plattform für den Transfer von Kreditrisiken für dringend erforderlich, um volkswirtschaftlichen Schaden von den Mitgliedsstaaten abzuwenden.

Die Fehlentwicklungen, wie sie in den Jahren nach der Finanzkrise insbesondere bei der Veräußerung von problembehafteten Krediten in den einzelnen Märkten zu Tage traten, lassen sich beispielhaft an der Entwicklung des deutschen Marktes nach der Finanzkrise 2009 skizzieren. Deutlich wurde der Notstand, als sich der Staat aus seinen anfänglichen Hilfs- und Interventionsmaßnahmen Stück für Stück zurückgezogen hatte. Plötzlich waren die Forderungsinhaber, die ihre Bilanzen bereinigen wollten, ausschließlich auf den Privatmarkt angewiesen. Erst nach dem Ende staatlicher Interventionspolitik wurde offenbar, wie eng und oligopolistisch die Nachfrageseite des Marktes für Kreditrisiken strukturiert war - und bis heute ist. Als Nachfrager für den Kauf von Kreditrisiken kamen und kommen auch heute noch angesichts der gehandelten Volumina nur wenige Finanzinstitutionen wie Investmentbanken und Hedgefonds in Frage, die über entsprechendes Know-how und die notwendigen Mittel verfügen. Sie können durch die Marktmenge auf der Käuferseite die Preise bestimmen. Dabei spielt eine Rolle, dass die Verkaufsprozesse selbst extrem komplex ausgestaltet sind - im Regelfall werden den Interessenten über mehrere Monate die Daten- und Kreditunterlagen zur Einsichtnahme und Prüfung zur Verfügung gestellt. Das Fehlen einer ausreichend großen Zahl von Nachfragern, das aufwendige Verfahren sowie die dabei festzustellende fehlende Transparenz führten in der Folge zu außerordentlich hohen Abschlägen auf die Nennwerte der veräußerten Forderungen. Hinzu kamen hohe Transformationskosten durch Vermittler, Anwälte und Berater.

## 2. Eine Kreditbörse schafft geordnete Bedingungen für Wettbewerbsmärkte

Die Lösung zur Überwindung solcher Defizite und zur Erfüllung der von der EU - Kommission formulierten Anforderungen beim Kreditrisikotransfer liegt in der Einrichtung eines regulierten Marktplatzes, einer Kreditbörse. Es gibt Börsen für Wertpapiere, Devisen, Waren, Derivate, neuerdings für den Energie- und Emissionsrechtshandel.

Es sind bewährte Institutionen zur zeitlichen und örtlichen Konzentration des Handels von fungiblen Gütern unter beaufsichtigter, transparenter Preisbildung. Diese Eigenschaften sind so wichtig und essentiell, dass es geradezu zwangsläufig erscheint, dieses Prinzip auch auf den Transfer von Forderungsrechten, also von Kreditrisiken, anzuwenden. Damit würde die EU einer wichtigen ordnungspolitischen Aufgabe nachkommen, nämlich stabile Rahmenbedingungen für einen Ausgleich von Angebot und Nachfrage auf Wettbewerbsmärkten zu schaffen.

### 3. Der Marktplatz muss öffentlich-rechtlich ausgestaltet sein und er muss marktgestaltende Industriestandards setzen

Grundsätzlich kommen für die Gestaltung eines Marktplatzes in Form einer für die Marktteilnehmer offen zugänglichen IT-Plattform lediglich zwei Lösungsmöglichkeiten in Betracht: Private Rechtsform mit privaten Ankaufsbedingungen oder eine öffentlich-rechtliche Institution mit satzungsrechtlich-hoheitlichem Regelwerk. Beide Varianten unterscheiden sich grundsätzlich. Nur das öffentlich-rechtliche Regelwerk einer europarechtlich verankerten Börse bildet zwingendes (Europa-)Recht, darf nicht umgangen oder im Einzelfall gelockert werden und ist sanktionsbewehrt, - so z.B.: was passiert, wenn Angaben nicht stimmen? Im ersteren Fall ist das Verhandlungssache, im zweiten Fall gibt es ein bindendes öffentlich-rechtliches Regelwerk.

Darüber hinaus schaffen private Transaktionsplattformen keinen Risikotransfer mit dinglicher Wirkung, sondern sie organisieren über einen Informations- und Datenraum die schuldrechtliche Veräußerung von Krediten. Der dingliche Übertragungsvorgang wird hinter den Kulissen zwischen den Beteiligten nach ihren Absprachen und dem schuldrechtlichen Regelwerk der Privatbörse vollzogen. Die Transaktion selbst läuft damit außerhalb der Plattform ab.

Bei einer öffentlich-rechtlichen Börse werden dagegen sämtliche Transaktionsmodalitäten durch das materielle Satzungsrecht als Regelwerk hoheitlich festgeschrieben. Der Handelsprozess erfolgt nach diesem Konzept in der Weise, dass mit dem Zuschlag im Handelsraum sich die Person des Gläubigers definitiv ändert. In dieser logischen Sekunde vollzieht sich z. B. bei Banken die Eigenkapitalentlastung für den Verkäufer und -belastung für den Käufer. Es handelt sich um „true sale“. Diese Position der Gläubigerin ist konkurssicher. Es gibt keine zeitliche Differenz zwischen schuldrechtlichem Verpflichtungs- und dinglichem Vollzugsgeschäft, in Zeiten nervöser Marktphasen ein wichtiges Moment.

Schließlich: Die öffentlich-rechtliche Satzungs- und damit Gestaltungshoheit der Börse ermöglicht Standardisierungsvorgaben für alle relevanten Elemente der Handelsvorgänge, also für Daten, Prozesse, Sicherheiten und Verträge.

Allein und ausschließlich über ein öffentlich-rechtlich verankertes Regelwerk können bei Kredittransaktionen also die entscheidenden Verbraucherschutz-Elemente wie Daten- und Kundenschutz, Fairness-Regeln bis hin zu Fragen der Fälligestellung, Zwangsvollstreckung etc. mit bindender Wirkung für und gegen alle Marktteilnehmer geregelt werden. Nur das verhindert Wildwuchs, Missbräuche von Macht- und Rechtspositionen und schafft das notwendige Vertrauen, um die erforderlichen Bilanzbereinigungen in den Märkten durchführen zu können.

Die Vorteile eines solchen Systems liegen damit auf der Hand:

- Der Risikotransfer erfolgt nach klaren, in Gesetz und Börsenordnung hinterlegten Regeln, zu deren Einhaltung sich jeder Börsenteilnehmer verpflichtet und die im Interesse des Funktionierens dieses Marktplatzes möglichst einfach und transparent gehalten sind.
- Die Zuverlässigkeit der Börsenteilnehmer – keineswegs zwangsweise nur Banken – wird bei ihrer Zulassung zur Börse sichergestellt, so dass ein Geschäftspartnerrisiko weitestgehend minimiert wird.
- Die Börse sorgt für eine Standardisierung der an ihr gehandelten Produkte, so dass insoweit eine weitgehende Homogenität sichergestellt wird und die Informationskosten und -risiken für Anbieter und Nachfrager sinken. Ein transparenter Preisstellungsmechanismus, gekoppelt an Ausfallwahrscheinlichkeiten, verbessert die risikoadäquate Bepreisung und fördert dadurch die effiziente Allokation von Kapital.
- Die Abwicklung der Geschäfte über eine elektronische Börsenplattform mit entsprechenden Volumina wird die Transaktionskosten des Risikotransfers senken und ist in definierten Abläufen sichergestellt. Kreditbearbeitung und laufende Berichterstattung erfolgen gleichfalls in festgelegten transparenten Prozessen, was asymmetrische Informationen weitestgehend vermeidet. Ferner stellt die Börse jederzeit für alle über die Plattform laufenden Transaktionen Transparenz her.

## II. Rechtsbefugnis zur Börsengründung?

Ein mit satzungsrechtlich-hoheitlichen Befugnissen ausgestattete Trägerschaft einer EU-Institution wie die EZB oder die EIB über eine Handelsplattform mit Börsenfunktion hätte in der Tat weitreichende Konsequenzen. Jeder Rechtsakt des EU-Börsenträgers hätten die Rechtsqualität von EU-Normen, die als höherrangiges Recht nationale Einzelrechtvorschriften derogieren. Es entstünde also EU-Recht, das - allerdings nur zwischen den Parteien - in allen Mitgliedsstaaten gilt. Keine private Lösung würde diese europaweite Rechtsvereinheitlichung gewährleisten können.

Allerdings stellt sich an dieser Stelle die Frage, ob das EU-Recht überhaupt eine rechtliche Befugnis zur Errichtung einer durch eine europäische Institution getragenen Börse vorsieht. Die Frage ist zu verneinen.

Die Europäischen Verträge sehen auf der Grundlage des Enumerativprinzips weder für die EZB (vergl. Art. 282 AEU-Vertrag sowie Protokoll Satzung ESZB und EZB Art. 34.1 i.V.m. Art. 3.1, 1. Spiegelstrich) noch für eine sonstige Institution der EU ein Recht zur Begründung und Führung einer Trägerschaft einer europäischen Börse vor. Es bedürfte also eines Aktes des europäischen Gesetzgebers. Wegen des Einstimmigkeitserfordernisses ist dieser Weg außerordentlich schwierig und mit Risiken, natürlich auch Zeitrissen verbunden. Er ist deshalb nur unter großen Schwierigkeiten gangbar.

Es gibt jedoch einen Weg, um dem Ziel der Errichtung einer europäischen Forderungsbörse über eine Zwischenlösung näherzukommen: Über die Errichtung einer nationaler Kreditbörse in Luxemburg nach luxemburgischem Recht als identische Vorstufe für eine europäische Lösung. Rechtlich ist dies ohne weiteres möglich; über das Regelwerk nach luxemburgischen Recht wäre jeder auch ausländische Börsenteilnehmer rechtlich gebunden. Die EZB könnte sich also für ihre *Ankäufe* des Regelwerks dieser Börse bedienen und damit europaweit ihren Standard setzen. Die schiere Mächtigkeit der Ankaufsvolumina der am Markt teilnehmenden europäischen Institutionen wie der EZB und des Volumens der in Rede stehenden Kreditforderungen würde europaweit die Standards des Regelwerks zur Norm machen. Dies wäre ein pragmatischer Schritt zur Rechtsvereinheitlichung im Banken-, Kredit- und Sicherheitenrecht, ohne dass man zunächst auf den europäischen Gesetzgeber angewiesen wäre.

Bei einer solchen Lösung ließe sich darüber hinaus in Betracht ziehen, dass die Errichtung einer Börsenplattform rechtlich auch zweigeteilt erfolgen kann: Durch Errichtung einer Anstalt, die hoheitlich, öffentlich-rechtlich das Regelwerk feststellt und den politischen Auftrag wahrnimmt. Und des Weiteren durch Errichtung einer Aktiengesellschaft, die die Verwaltungsvorgänge übernimmt und damit das materielle Börsenvermögen darstellt. Die Konstruktion der Frankfurter Börse ist hierfür Vorbild. Der Vorteil dieser Konstruktion liegt z.B. darin, dass vom ersten Tag der Geschäftstätigkeit an sich die Mitgliedsstaaten an der Aktiengesellschaft, die das Börsenvermögen darstellt, unmittelbar beteiligen und Einfluss nehmen können.

Dieses Modell setzt also in der Tat voraus, dass die EZB zumindest Teile ihrer Ankäufe über die Plattform steuert - wie dies auch die EIB bezüglich ihrer Kreditvergaben tun könnte. Nicht erforderlich ist, dass die EZB die Plattform selbst betreibt oder etwa Verkäufe auf der Plattform vornimmt. Nicht unwichtig dürfte allerdings sein, dass durch den Sitz in Luxemburg unter Umständen eine organisatorische, möglicherweise auch finanzielle Nähe zur EIB hergestellt werden könnte.

### III. Eckpunkte des Plattformmodells

#### 1. Inhaltlich:

- Gegenstand des Marktplatzes ist der Handel des Einzelkredits (oder Anleihe). Der Kredit wird auf dem Handelsplatz in seinen wesentlichen Parametern wiederspiegelt. Natürlich lassen sich Kreditpakete schnüren, aber in jedem Paket wird die Einzelkreditebene sichtbar gemacht.
- Jeder Einzelkredit wird mit einem Rating (PD/LDG) versehen, verbunden mit einer Historie. Das Rating wird regelmäßig aktualisiert. Die Sicherheitenebene wird ebenfalls wiederspiegelt, im Immobilienbereich verbunden mit dem gesetzlich vorgeschriebenen Sachverständigengutachten. Granulierungsmöglichkeiten sind vorgesehen, um auch kleineren Investoren die Möglichkeit zu geben zu investieren und um die Liquidität der Börse zu erhöhen.

- Gegenstand des Marktplatzes ist des Weiteren die *Begründung* von Kreditverhältnissen über die Börse. Dies geschieht in der Weise, dass eine zugelassene Adresse eine Kreditnachfrage auf die Plattform stellt und ihr genehme Kreditanbieter darüber informiert und oder zu Geboten auffordert. Hierbei geht es also demnach nicht um Handel, sondern um ein verkürztes, effizientes, digitales Angebotsverfahren. Mit dem entscheidenden Vorteil, dass der Inhalt des Kreditvertrages durch das Börsenreglement vorgegeben ist. Der Weg über die Börse ist also wichtig, weil nur über die öffentlich-rechtliche Satzungshoheit die Vertragsinhalte normiert werden können. Und weil nur über einen standardisierten Prozessablauf die Marktteilnehmer Effizienzvorteile generieren können. Dieser auf diese Weise erzeugte Kredit erhält dadurch einen Mehrwert, dass er fungibel ist und über die Plattform - auch hier in granulierter Form - weiter veräußert werden kann.
- Dem - eminent wichtigen - Datenschutz wird durch eine dreistufige Darstellung des Kredits auf der Plattform Rechnung getragen. Auf der ersten Stufe werden dem handelsbereiten Käufer nur anonyme Grundinformationen über Darlehensbetrag, aktueller Saldo, Branche, Region/Land, Rendite und aktuelles Rating zur Verfügung gestellt. Die zweite Stufe erhält einen deutlich höheren Informationsgehalt, die Verkäuferadresse bleibt immer noch anonym. Erst die dritte Stufe, die eine konkrete, auf den Fall bezogene Compliance-Erklärung voraussetzt, legt den Kreditnehmer offen und protokolliert die Einzelheiten des Zugriffs. Allein der öffentlich-rechtliche Charakter des Regelwerks garantiert lückenlos dieses System, eröffnet bei Verstoß Sanktionsmöglichkeiten und sorgt für den absoluten Schutz des Prinzips.
- Das Zulassungswesen ist für einen derartigen Handelsplatz von entscheidender Bedeutung. Als Marktteilnehmer zugelassen werden aus Gründen des Kunden- und Datenschutzes nur Institutionen, die regulativ überwacht sind. Dass die Börsenteilnehmer sich den Börsenregeln unterwerfen müssen, ergibt sich schon aus dem hoheitlichen Charakter dieser Regeln.
- Technisch erfolgt der Handelsprozess in der Weise, dass jeder einzelne zum Handel vorgesehene Kredit gespiegelt auf das System der Börsenplattform gestellt wird. Dabei kann das Angebot auch nur für vom Verkäufer vorgegebene Marktteilnehmer sichtbar gemacht werden. Der Einzelkredit wird sodann im Handelssystem in seinen wesentlichen Parametern zusammen mit der Sicherheitenseite handelbar gemacht.
- Mit dem Zuschlag im Handelsraum ändert sich die Person des Gläubigers definitiv. In dieser logischen Sekunde vollzieht sich die Eigenkapitalentlastung für den Verkäufer und -belastung für den Käufer. Es handelt sich um „true sale“. Ab diesem Zeitpunkt, einer logischen Sekunde, wird aus dem gespiegelten Bestand auf der Plattform der Originaldatenbestand für die Käuferbank.
- Diese Position der Gläubigerin ist konkurssicher. Und es gibt keine zeitliche Differenz zwischen schuldrechtlichem Verpflichtungs- und dinglichem Vollzugsgeschäft, in Zeiten nervöser Marktphasen ein wichtiges Moment.

- Jeder Kredit kann, wenn vom Käufer so gewollt, dauerhaft auf der Plattform verbleiben. Die Plattform beinhaltet sämtliche Funktionen einer professionellen Kreditverwaltung - bis zum Default. Der Kredit ist, soweit nicht anders gewollt, nur für den Forderungsinhaber sichtbar; er wird treuhänderisch nur für ihn verwaltet. Mit anderen Worten: das, die Forderung innehabende Kreditinstitut gibt seinen Forderungsbestand nicht aus der Hand, sondern bleibt Herrin der Kreditbestandes. Das Kreditinstitut allein entscheidet, ob der Einzelkredit zum Handel freigegeben wird oder nicht.
- Hier wird nun die Mehrfachfunktion der Plattform sichtbar. Neben der Transaktions- sowie Kreditbegründungsfunktion der Plattform muss es weiteres Ziel sein, dass Banken, die z.B. der EZB Kredite zum Ankauf anbieten, dies nur über die Börsenplattform tun. Damit unterwerfen sich diese dem Regelwerk und folgerichtig auch den dort festgelegten standardisierenden Rechts- und Prozessvorgaben. Damit wäre erreicht, dass diese Bestände - normiert nach einheitlichen Grundsätzen - effizient auf der Plattform verwaltet werden können. Die Homogenisierung der Kreditbestände wäre also weitere Hauptfunktion der Plattform, um eine effiziente Verwaltung der riesigen treuhänderisch gehaltenen Bestände zu ermöglichen.

## 2. Strukturell:

### a) Die europäische Ebene:

Die Plattform hat eine eminent europäische Dimension. Der gedankliche Kern liegt darin, dass eine europäische Institution wie EZB, EIB oder EBA die Regie für die Errichtung einer solchen Handelsplattform übernehmen und mit diesem Schritt auch Struktur und Inhalte nachgeordneter nationaler Plattformen festlegen kann.

Die Schlüsselrolle kommt dabei der EZB zu. Sollte sich die EZB entschließen, auch nur ihre *Ankäufe* zukünftig ausschließlich über die Plattform zu tätigen, würde als Folge das öffentlich-rechtliche Regelwerk einer solchen Forderungsbörse durch die schiere Nachfragemacht der EZB das Kreditrecht in allen angeschlossenen Ländern prägen. Allein deshalb macht es bereits Sinn, die inhaltlich-rechtlichen Festlegungen des Regelwerks der EZB zu übertragen, und zwar auch dann, wenn die EZB selbst nicht Betreiber der Plattform sein will und die Plattform auch nicht für *Verkäufe* nutzen will und wird.

Sollte der EZB ein solcher Schritt zu weit gehen, kämen immer noch Teilbestände des EZB-Ankaufvolumens in Betracht, insbesondere in solchen Fällen, in denen die EZB durch das Regelwerk der Börse Einfluss auf die Vertragsinhalte der zu erwerbenden Darlehen nehmen will (denn im Regelwerk unterwerfen sich die Vertragsparteien den dort formulierten Vertragsklauseln).

Schließlich wäre denkbar, dass die EIB ihre umfangreichen Kreditprogramme über die Kreditbörse vermarktet. Indem sie nämlich ihre Einzelkredite digitalisiert über die Börse anbietet, der Erwerber den Kredit durch Zuschlag erlangt und der Kredit sodann auf der Plattform verwaltet wird - mit dem Vorteil der Fungibilität dieses Kredites.

Die formelle und inhaltliche Gestaltungsmacht für die Plattform mit angeschlossener Börse, das ist der Kerngedanke, obliegt also ausschließlich der EU-Ebene; diese definiert das Regelwerk für die Kreditbörsen in der EU.

#### b) Die nationale Ebene

Da die einzelnen Nationen kaum bereit sein werden, ihre nationalen Kreditbestände zum Beispiel von NPL's auf eine Plattform einer europäischen Institution in Obhut zu geben, bedarf es der Errichtung nationaler Kreditbörsen unter Regie der nationalen Zentralbanken. Dafür müsste jeweils eine Kopie der europäischen Plattform den einzelnen Zentralbanken zur Verfügung gestellt werden, die diese Plattformen bei identischem Regelwerk autonom steuern und verwalten.

Im Anwendungsbereich dieser Plattformen ginge es - Ziel der Kommissions-Initiative vom November 2018 - in erster Linie um NPL's, aber auch um Gestaltungen im Vorfeld sich anbahnender Kreditgefährdungen, also um Kredittransfers im Interbankenmarkt. Bei der Nutzung derartiger erhöhter Fungibilitätsmöglichkeiten wären vor allem auch Granulierungen, also Stückelungen, zur Verbreiterung des Kaufinteresses möglich und der Liquidität eines Marktplatzes förderlich. Dies ist zu fairen, transparenten und neutralen Bedingungen nur über eine Börsenplattform bei einheitlichem Regelwerk möglich.

#### c) Zugang zur Plattform für nationalen Endverbraucher?

Über diese Anwendungen hinaus wäre jede nationale Plattform, die inhaltlich mit der EU-Plattform identisch wäre und damit dem europaweit geltenden Standard entspräche, auch als Plattform für gewerbliche und private Endverbraucher ausbaubar. Um Neutralität und vor allem innere Stabilität einer solchen Erweiterung zu gewährleisten, wäre ein solcher Schritt allerdings nur unter folgenden engen Bedingungen denkbar:

- Auf der kreditgebenden Seite wären ausschließlich Finanzinstitute als Akteure zugelassen. Diese wären im Übrigen von der nachfragenden Seite auf einzelne Adressen beschränkbar: Der Kreditnachfrager entscheidet, an wen die Anfrage geht. Bei einer solchen Lösung bliebe die wichtige Pufferfunktion der Kreditwirtschaft in jedem Fall erhalten. Die Finanzinstitute müssten selbstverständlich der Finanzaufsicht der jeweiligen Länder unterliegen.
- Umgekehrt würde auch der Zugang der Kreditnachfrager zur Plattform kanalisiert: Der Zugang würde nach dem Konzept nur über die wirtschaftsprüfenden und steuerberatenden Berufe ermöglicht, die sich zusätzlich einem besonderen Zulassungsverfahren unterwerfen müssten.
- Sollte es zu einem solchen Modell kommen, wäre dies ein weiterer bedeutsamer Schritt zur Vollendung des europäischen Binnenmarktes in einer Schlüsselindustrie. Entscheidend dabei wäre die Gleichheit des Plattform-Regelwerkes in allen nationalen Märkten. Die Mehrwährungsfähigkeit der Plattform würde dafür Sorge tragen, dass der gesamte EU-Raum erfasst wird.

- Die Plattform würde vorzugsweise auf den langfristigen Kredit, besichert und unbesichert, abzielen. Hier sind die Möglichkeiten aller Kreditinstitute grundsätzlich (Ausnahme: Emissionshäuser) begrenzt; sie sind somit auf externe Refinanzierungsmöglichkeiten angewiesen. Diese lassen sich über eine Plattform deutlich effizienter organisieren als über traditionelle Verbriefungen. Auch dies schafft Vorteile für den Verbraucher.

### 3. Realisierung

Dieses Konzept ist innerhalb eines Jahres umsetzbar. Der Grund für diesen außerordentlich ambitionierten Zeitplan liegt darin, dass in Deutschland ein Vorgängermodell in den Jahren 2002 - 2009 unter maßgeblicher Beteiligung der BaFin und ihres Vizepräsidenten formell realisiert worden ist. Das damalige Projekt ist dann aber unter den Wogen der Finanzkrise 2009 gescheitert. Es wäre nun ohne weiteres möglich, es unter geänderten Vorzeichen wieder aufleben zu lassen, in einem überschaubaren Zeitraum, zu vertretbaren Kosten. Getragen wird das Konzept von einem Konsortium, das unter dem Namen „Platform for Credits - P4C“ firmiert und von Partnern dreier namhafter Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (PwC, E&Y, Deloitte) begleitet wird. Unsere Empfehlung ist es, die Realisierbarkeit des Konzeptes durch die Erstellung einer **Machbarkeitsstudie** abzusichern.

## IV. Die Politik ist gefordert

In seinem Kern versteht das vorgestellte Modell eines Marktplatzes diesen als ein „öffentliches Gut“, das in seinem gesamten Regelwerk öffentlich-rechtliche Wertvorstellungen berücksichtigt. Nur so lässt sich Vertrauen in diesem Markt herstellen.

Zweitens schafft es auf europäischer Ebene durch die schiere Mächtigkeit der am Markt teilnehmenden europäischen Institutionen und des Volumens der in Rede stehenden Kreditforderungen einen Zug zur Rechtsvereinheitlichung im Banken-, Kredit- und Sicherheitenrecht, ohne auf eine formelle Rechtsharmonisierung angewiesen zu sein.

Schließlich: eine solche Börse wäre länderübergreifend einsetzbar; sie wäre gegenüber allen anderen Lösungen einfach, transparent, schnell anpassungsfähig und auf der Grundlage einheitlicher Standards von hohem Nutzen für Marktteilnehmer und Aufseher.

- Hannover, im April 2021

## Wir über uns

P4C (Platform for Credits) ist eine Gesellschaft, die es sich zur Aufgabe gemacht hat, eine elektronische Plattform zum Handel von Krediten aufzubauen. In seinen Grundzügen orientiert sich dieser Gedanke an dem in Deutschland realisierten, d.h. börsenrechtlich genehmigten und in den Markt getretenen Vorgängermodell. Natürlich wurde das Konzept in seinen wesentlichen Strukturen modernisiert und an heutige Bedürfnisse angepasst

Die Rechtsform der Gesellschaft ist derzeit die einer BGB-Gesellschaft, die jederzeit in eine GmbH - und bei Weiterentwicklung in eine AG - umgewandelt werden kann. Die Gesellschaft arbeitet mit drei großen, international agierenden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften Deloitte, E&Y und PwC in einer Arbeitsgemeinschaft zusammen, den Gesellschaften also, die seinerzeit maßgeblich in die Entwicklung des deutschen Vorgängermodells eingebunden waren. Es liegt ihre klare Zusage vor, in eine Neuentwicklung einzutreten. Ferner steht ein Mitarbeiterstamm zur Verfügung, der auch seinerzeit das Vorgängermodell entwickelt hatte. Schließlich verfügt P4C über einen Fundus von Expertisen namhafter Wissenschaftler, die das Projekt im Hinblick auf wesentliche gesetzmäßige Erfordernisse (auch europarechtliche) begleiten.

P4C selbst besteht aus vier Personen, von denen sich bereits damals drei Personen maßgeblich für das Vorgängermodell engagiert hatten. Sie sind getragen von dem Gedanken, dass das erarbeitete Grundkonzept einer Kredithandelsplattform mit Börsenfunktion im Hinblick auf seine bankmäßigen, verbraucherpolitischen und volkswirtschaftlichen Dimensionen nicht verloren gehen darf.

Die vier Personen sind:

- Paul Gerhard Kopatz, ehemals CEO der RMX AG (Vorgängermodell), zuvor Direktor der NordLB
- Dr. Johann Rudolf Flesch, ehem. Vorstandsmitglied der DG-Bank, dort zuständig für Finanzen, Rechnungswesen, Controlling, Organisation, IT, danach Partner der Beratungsgesellschaft RISKBalance, Hamburg, <http://www.dr-flesch.de>
- Dr. Robert Pohlhauen, ehem. CEO der VGH-Versicherungen, neben dem Land Niedersachsen der größte Aktionär der alten RMX AG
- Kolwja Zimmer, Studium der Mathematik und Physik, verschiedene leitende Funktionen in den Bereichen Finanzen, Kreditportfolio- und Transaktionsmanagement, Partner der RISKBalance, Hamburg.

Nachdem dieser Kreis seit 2014 zunächst bei privaten Institutionen für ein modernisiertes Konzept einer Kredithandelsplattform geworben hat, konzentrierte sich P4C ab 2017 auf das Modell einer Public-Private-Partnership, weil nur bei einer öffentlich-rechtlich getragenen Börsenfunktion die zwingend erforderlichen wesentlichen Inhalte einer erfolgreichen Plattform wie Datenschutz und -sicherheit, Neutralität, Standardisierungsvorgaben für Daten, Prozesse und Verträge, Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer und Sanktionsbewehrungen bei Verstößen umsetzbar sind. Kurz: Ohne eine öffentlich-rechtliche Kontrolle, die die Wahrung der Belange der Allgemeinheit zum Inhalt hat, geht es nicht. Insofern kam die Ausschreibung der EZB aus dem Jahre 2018, ein Konzept für die Behandlung des Problems der Non-Performing-Loans zu gewinnen, den Bemühungen von P4C entgegen. P4C beteiligt sich in der Arbeitsgemeinschaft mit den genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften an diesem Verfahren.



