

Franziska Kümpel

Asset Backed Securities in Deutschland und Luxemburg

Heft 171

Januar 2021

Asset Backed Securities in Deutschland und Luxemburg

Von

Franziska Kümpel

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Franziska Kümpel, LL.M.oec., hat Rechtswissenschaft studiert und ist Absolventin des Studiengangs Business Law and Economic Law an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg. Derzeit ist sie Rechtsreferendarin im OLG-Bezirk Hamm.

Christian Tietje/Gerhard Kraft (Hrsg), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 171

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <https://www.deutsche-digitale-bibliothek.de/> abrufbar.

ISSN 1612-1368 (print)

ISSN 1868-1778 (elektr.)

ISBN 978-3-96670-061-0 (print)

ISBN 978-3-96670-062-7 (elektr.)



Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

<http://institut.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/de/node/23>

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/node/23>

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle (Saale)
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180
Fax: 0345-55-27201
E-Mail: ecohal@jura.uni-halle.de

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung	5
B. Verbriefungen und ihre Struktur	6
I. Der Verbriefungsbegriff.....	6
II. Die Grundstruktur einer (True-Sale-) Verbriefung.....	7
1. Anbahnung der Verbriefung	7
2. Die Gründung des SPV als Kernstück der Transaktion.....	7
a) Das rechtlich eigenständige SPV – Orphan SPV	7
b) Schutz des SPV vor Insolvenz – Insolvency Remoteness	8
3. Die Übertragung und Verwaltung der Assets.....	9
4. Die Wertpapieremission.....	10
C. Verbriefungen – Hintergrund.....	12
I. Wirtschaftliche Bedeutung	12
II. Geschichtliche Entwicklung.....	12
III. Europarechtliche Rahmenbedingungen	13
D. Rechtliche Bewertung und Auswirkungen ausgesuchter wesentlicher Elemente einer True-Sale-Transaktion	15
I. Struktur des SPV	16
1. Das SPV in Luxemburg	16
2. Das SPV in Deutschland.....	17
II. Non-Petition	19
1. Pactum	19
2. Insolvenzantragsverzicht.....	20
III. Limited-Recourse	22
1. Auslegung der Klausel	22
2. Der Änderungsvertrag, § 311 Abs. 1 BGB.....	22
3. Der Erlass gem. § 397 Abs. 1 BGB.....	23
a) Der notwendige Verzichtswille	23
b) Das Verpflichtungsgeschäft.....	24
c) Rechtsfolge.....	24
d) Fazit	24
IV. Umqualifizierung.....	25
1. Einordnung anhand des Delkredere-Risikos	26
2. Einordnung anhand der Endgültigkeit des Kaufpreises	28
3. Insolvenzzrechtliche Lösung	28
4. Anreizbezogene Überlegungen	29
E. Fazit	31
Schrifttum	32

A. Einleitung

Asset Backed Securities (ABS) bzw. Verbriefungen gehören seit Jahrzehnten zu den wichtigen Finanzierungsinstrumenten. Dabei haben sie einen seltenen „Imagewandel“ hingelegt: Anfangs galt die Verbriefung als sichere und zukunftsweisende Finanzierungsmethode. Ihre Popularität und Komplexität nahmen stetig zu und Verbriefungen wurden bald auf allen großen Finanzmärkten durchgeführt. Dies änderte sich jedoch zu Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007. In der Öffentlichkeit wurden sie nunmehr als wesentlicher Auslöser der Krise dargestellt¹ und als „Teufelswerkzeug“² wahrgenommen.

Ein ähnliches Bild spiegelten fortan auch die Finanzmärkte wider, hier regenerierte sich der Verbriefungsmarkt nach einem drastischen Abschwung nur sehr zurückhaltend. Die Finanzmarktakteure schienen vor diesem Produkt zurückzuschrecken.

In den letzten Jahren jedoch hat sich das Bild erneut gewandelt. Gerade die Politik hat die positiven Aspekte der Verbriefungen wiederentdeckt. Die Europäische Union sieht in Verbriefungen sogar den wesentlichen Motor der Kapitalmarktunion und hebt hervor, dass ABS, sofern bestimmte Regeln eingehalten werden, ein sehr sicheres Finanzmarktprodukt sein können. Daher hat der europäische Gesetzgeber die ABS-VO erlassen, um den europäischen Verbriefungsmarkt zu stärken. Der deutsche Gesetzgeber folgt dem Kurs der Europäischen Union jedoch nicht: Ähnliche eigene Anreize für den deutschen Verbriefungsmarkt sind nicht geschaffen worden und sollen wohl auch zukünftig nicht geschaffen werden.

Dabei hängt es im Wesentlichen von der Ausgestaltung des geltenden Rechtsrahmens für Verbriefungen ab, ob sich ein starker Verbriefungsmarkt entwickelt.³

Ziel dieser Arbeit soll daher sein, herauszufinden, wie Verbriefungen unter deutschem Recht behandelt werden, welchen rechtlichen Hürden Verbriefungstransaktionen in Deutschland begegnen und ob es notwendig ist, spezialgesetzliche Verbriefungsregeln zu erlassen, um den Verbriefungsstandort Deutschland zu stärken.

In einem ersten Schritt soll der Ablauf einer Verbriefungstransaktion dargestellt werden. Anschließend sollen die wirtschaftswissenschaftlichen Hintergründe der Verbriefung, die historische Entwicklung von Verbriefungen sowie der rechtliche Rahmen auf Unionsebene skizziert werden.

Im dritten Teil der Arbeit sollen schließlich ausgewählte Strukturelemente von Verbriefungstransaktionen nach deutschem Recht eingeordnet und bewertet werden, um den verbleibenden Regelungsbedarf herauszuarbeiten.

¹ *Tigges*, Die Verbriefung ist an allem Schuld, FAZ, veröffentlicht am 16. Juni 2008, erhältlich im Internet: <<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftswissen/finanzkrise-die-verbiefung-ist-an-allem-schuld-1231185.html>> (zuletzt besucht am 26. Juli 2020).

² *Möschel*, ZRP 2009, 129 (130).

³ *Artl*, True Sale Securitisation, 117; *Bak/Balawjeder*, WIRO 2005, 270 (270).

B. Verbriefungen und ihre Struktur

I. Der Verbriefungsbegriff

„Verbriefung“ ist ein Überbegriff für unterschiedliche Kapitalmarkttransaktionen,⁴ deren verbindendes Merkmal die Emission von Wertpapieren ist, in denen andere, nicht oder nicht gleichermaßen kapitalmarktfähige *Assets*⁵ verbrieft sind.⁶ Bei der Verbriefung verkauft und überträgt ein Unternehmen (sog. *Originator*) die zu verbriefenden *Assets* auf eine Zweckgesellschaft (sog. *Special Purpose Vehicle*, SPV).⁷ Das SPV finanziert den Kaufpreis für die *Assets* über die Ausgabe von Wertpapieren am Kapitalmarkt.⁸ Die Zahlungsansprüche der Anleger werden durch diesen *Asset*-Bestand, der auf das SPV übertragen wurde und den Investoren als Haftungsgrundlage zur Verfügung steht, gedeckt (*backed*). Man spricht daher auch von *asset backed securities* (ABS).⁹

Grundsätzlich kann jeder Vermögenswert Grundlage einer Verbriefung sein, wenn es einen regelmäßigen und vorhersehbaren Zahlungsstrom gibt.¹⁰ Im Markt werden als Grundlage für ABS-Transaktionen insbesondere Darlehens-, Handels-, Leasing-, Factoring- und Kreditkartenkontenforderungen genutzt.¹¹ Im deutschen Verbriefungsmarkt spielen traditionell Forderungen aus Automobilfinanzierungen eine große Rolle.¹²

Einzelforderungen können sich bezüglich ihrer Höhe, Laufzeit, Übertragbarkeit, Besicherung und Realisierbarkeit unterscheiden. Aus Sicht eines Anlegers erscheint daher die Investition in ein handelbareres, umlauffähigeres und fungibles Instrument, das die Forderungen referenziert, attraktiver als eine Investition in die unterliegenden *Assets* selbst.¹³ Zudem wird durch die Investition in einen Pool von Vermögenswerten eine Streuung des Risikos erreicht. Erst die Bündelung und „Umwandlung“ der *Assets* in ein kapitalmarktfähiges Produkt machen diese für eine größere Zahl von Anlegern interessant und eröffnen dem Unternehmen breite Refinanzierungsmöglichkeiten.¹⁴

⁴ *Hellgard*, EuZW 2018, 709 (709).

⁵ Der englische Begriff *Asset* hat keine genaue Entsprechung im deutschen Recht. In der Literatur finden sich als Umschreibung des Begriffes „Forderungen und andere Aktivwerte“, „Vermögenswerte“ oder einfach „Forderung“. Um eine genaue Bezeichnung zu gewährleisten, ohne dabei den Lesefluss durch komplizierte Umschreibungen zu beschränken, wird nachfolgend auf den Begriff *Asset* zurückgegriffen.

⁶ *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 21.1; *Zeising*, BKR 2007, 311 (312); Rundschreiben 4/97 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 19. März 1997, erhältlich im Internet: <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_9704_ba.html> (besucht am 26. Juli 2020).

⁷ *Kumpan*, ZGR 2016, 2 (28).

⁸ *Schmittat*, ABS, 16; *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 21.5.

⁹ *Lehmann*, Finanzinstrumente, 125 f.

¹⁰ *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 16.

¹¹ ErwGr. 1 ABS-VO; *Deloitte*, Asset Securitisation in Deutschland, 14.

¹² Vgl. *European Central Bank*, Recent Developments in Securitisation, 29, 36, Abbildung 6.

¹³ Näher zu den Merkmalen von Finanzinstrumenten *Lehmann*, Finanzinstrumente, 304 ff.

¹⁴ Dieser Vorgang wird besser beschrieben durch den englischen Begriff *Securitisation*, bei dem es sich um eine Abwandlung des Wortes *Securities* (Wertpapiere) handelt.

II. Die Grundstruktur einer (True-Sale-) Verbriefung

Verbriefungstransaktionen können zwar unterschiedlich ausgestaltet werden, allerdings ist die grundlegende Struktur stets gleich. Jede Verbriefungstransaktion besteht aus vier grundlegenden Phasen:

- (i) Der *Originator* identifiziert einen Pool von *Assets*, strukturiert die Transaktion und spricht potentielle Investoren an;
- (ii) das SPV wird gegründet;
- (iii) die *Assets* werden auf das SPV übertragen und
- (iv) das SPV emittiert die ABS.¹⁵

1. Anbahnung der Verbriefung

Jede Verbriefungstransaktion beginnt mit der Auswahl der *Assets*, die für die Refinanzierung genutzt werden sollen, und der Strukturierung der Transaktion. Handelt es sich bei dem *Originator* nicht um eine Bank, wird er hierbei oft durch eine Bank begleitet, die über die Laufzeit der Transaktion weitere Beratungs- und Verwaltungsleistungen erbringt (*Arranger / Sponsor*).¹⁶ Bereits während der Strukturierung werden potentielle Investoren angesprochen, z. B. um Präferenzen bei der Auswahl der Refinanzierungsinstrumente, des Handelsplatzes und des Marktsegments abzustimmen.

2. Die Gründung des SPV als Kernstück der Transaktion

Das SPV steht im Mittelpunkt der Verbriefungstransaktion.¹⁷ Daher sollen im Folgenden die wichtigsten Strukturmerkmale des SPV dargestellt werden, die unerlässlich für die Verbriefungstransaktion sind.

a) Das rechtlich eigenständige SPV – Orphan SPV

Das SPV ist eine (gesellschafts-)rechtlich vom *Originator* unabhängige Gesellschaft.¹⁸ Die rechtliche Eigenständigkeit des SPV ist die Grundlage für den endgültigen Forderungsübergang vom *Originator* auf das SPV für bilanzierungs- und insolvenzrechtliche Zwecke.¹⁹ Der Gesellschaftszweck des SPV erschöpft sich im Ankauf der zu verbriefenden Forderungen und der Emission der ABS (Einzweckgesellschaft).²⁰ Es ver-

¹⁵ Vgl. *Klee/Butler*, 35 U.C.C. Law Journal (23, 2002), 3 (3).

¹⁶ *Zeising*, BKR 2007, 311 (313).

¹⁷ *Rutovitz*, in: Meyer/Primozić (Hrsg), Die Verbriefungstransaktion, 179 (179); *Marx*, ABS aus Bankensicht, 57.

¹⁸ *Geiger* in: Habersack/Müllbert/Schlitt (Hrsg), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 21.4.

¹⁹ *Zeising*, BKR 2011, 311 (313).

²⁰ *Dittrich*, in: Zerey (Hrsg), Die Zweckgesellschaft, § 2, Rn. 3; *Pannen/Wolff*, ZIP 2006, 52 (53); *Hellgard*, EuZW 2018, 709 (709); *Zeising*, BKR 2011, 311 (312).

fügt nicht über eigenes Personal oder Büroräume und hat nur eine minimale Kapitalausstattung.²¹ Um die gesellschaftsrechtliche Unabhängigkeit vom *Originator* zu gewährleisten, treten zumeist gemeinnützige Stiftungen als SPV-Gesellschafter auf (*Orphan SPV*).²² Die Geschäftsführungsaufgaben, darunter die Aufstellung der Bilanzen und Jahresabschlüsse und die Erfüllung der steuerlichen Pflichten des SPV, werden von einem *Corporate Administrator* übernommen.²³

In welcher Rechtsform das SPV aufgesetzt werden kann, ist vom Gesellschaftsrecht im gewählten Sitzstaat abhängig. Die in Art. 49, 54 AEUV verbürgte Niederlassungsfreiheit eröffnet den Transaktionsparteien Gestaltungsspielräume bezüglich der Wahl des Mitgliedstaats, in dem das SPV aufgesetzt wird. In Deutschland können beispielsweise GmbHs als SPVs eingesetzt werden.²⁴

b) *Schutz des SPV vor Insolvenz – Insolvency Remoteness*

Bei der Strukturierung wird ein möglichst umfassender Schutz des SPV vor Insolvenz angestrebt (*Insolvency Remoteness*).²⁵ Dies ist aus vielen Gesichtspunkten eine unerlässliche Voraussetzung für das gute Gelingen der Transaktion, insbesondere auch mit Blick auf das Rating der Wertpapiere.²⁶ Das SPV wird in den meisten Fällen nur im Rahmen der ABS-Transaktion tätig. Nur gegenüber den Investoren der konkreten Transaktion – und natürlich staatlichen Stellen – tritt das SPV als Schuldner auf.²⁷ Zum Schutz vor Insolvenz tragen auch sog. *Non-Petition*- und *Limited-Recourse*-Klauseln, die von den Transaktionsparteien standardmäßig vereinbart werden, bei.²⁸ Sie werden von den Ratingagenturen vorausgesetzt.²⁹ Durch die *Limited-Recourse*-Klauseln vereinbaren die Transaktionsparteien, zur Befriedigung ihrer Ansprüche nur auf die jeweils beim SPV vorhandenen Transaktionsvermögenswerte zuzugreifen.³⁰ Die Parteien vereinbaren auch, dass im Fall einer endgültigen Unterdeckung des SPV keine weiteren Ansprüche mehr gegen dieses bestehen.

²¹ *Borton/Souleles*, in: Carey/Stulz (Hrsg), *The Risk of Financial Institutions*, 549 (550); *Dittrich*, in: Zerey (Hrsg), *Die Zweckgesellschaft*, § 2, Rn. 11; *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), *Bankrechts-Handbuch*, §114a, Rn. 13; *Zeising*, BKR 2011, 311 (312).

²² *Weber*, *Die insolvenzfeste Refinanzierung von Forderungen durch ABS*, 39.

²³ Siehe z. B. *Bavarian Sky SA, German Auto Loans 3, Offering Circular*, 146, erhältlich im Internet: <https://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_gmbh/tsi_downloads/Investorenreports/Bavarian_Sky_SA_Ger_Auto_Loans_3/Offering_Circular-23_clean_final_BLACK__2_.PDF> (besucht am 26. Juli 2020).

²⁴ *Weber*, *Die insolvenzfeste Refinanzierung von Forderungen durch ABS*, 39.

²⁵ *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Rn. 21.4.

²⁶ *Pannen/Wolff*, ZIP 2006, 52 (53).

²⁷ Vgl. *Ibid.*

²⁸ *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Rn. 21.4; *Primožic*, in: Meyer/Primožic (Hrsg), *Die Verbriefungstransaktion*, 79 (101).

²⁹ *Primožic*, in: Meyer/Primožic (Hrsg), *Die Verbriefungstransaktion*, 79 (101).

³⁰ *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Rn. 21.4.

Eine solche Klausel lautet etwa wie folgt:

“[...] each **Transaction Party** agrees that it will have a claim only in respect of **the Security** and will not have any claim, by operation of law or otherwise, against, or recourse to any of the Issuer's other assets or its equity capital [...].”³¹

Non-Petition bedeutet, dass die Parteien darauf verzichten, einen Insolvenzantrag gegen das SPV zu stellen oder andere (gerichtliche) Verfahren einzuleiten, um über die vereinbarte Zahlungsreihenfolge hinaus Befriedigung zu erlangen.³²

Eine entsprechende Formulierung kann bspw. lauten:

“[...] none of the Transaction Parties nor any person on their behalf shall **initiate, or join any Person in initiating, an Insolvency Event in respect of the Issuer,** [...]

[...] none of the Transaction Parties shall be entitled to take, or join in the taking of, any corporate action, **legal proceedings or other procedure or step which would result in any applicable Priority of Payments not being complied with.**”³³

3. Die Übertragung und Verwaltung der Assets

Verbriefungen können entweder synthetisch oder im Wege des *True Sale* erfolgen.³⁴ Synthetische Verbriefungen zeichnen sich dadurch aus, dass nur das wirtschaftliche Risiko durch den Einsatz von Finanzgarantien oder Kreditderivaten auf das SPV übertragen wird.³⁵ Bei einer *True-Sale*-Verbriefung hingegen verkauft und überträgt der *Originator* die Forderungen – und nicht nur das wirtschaftliche Risiko darunter³⁶ – unter einem *Receivables Purchase Agreement* an das SPV.³⁷ Hierbei garantiert der *Originator* stets nur den Bestand der Forderung (*Varität*) und dass bei der Auswahl der Forderungen die vereinbarten Auswahlkriterien eingehalten worden sind.³⁸ Die Bonität der Forderungsschuldner oder die wirtschaftliche Einbringlichkeit der Forderung werden vom *Originator* hingegen nicht garantiert.³⁹ Das Kreditausfallrisiko soll damit nur

³¹ Bavarian Sky SA, German Auto Loans 3, Offering Circular (Fn. 23), 116. Für den Fall der Unterdeckung: [...] upon the Trustee giving written notice to the relevant Transaction Parties that the Trustee has determined [...] that there is no reasonable likelihood of there being any further realisations in respect of the Security [...] **the relevant Transaction Party shall have no further claim against the Issuer in respect of any such unpaid amounts and such unpaid amounts shall be discharged in full.**

³² *Primožic*, in: Meyer/Primožic (Hrsg), Die Verbriefungstransaktion, 79 (101); *Weller/Kronat*, in: Kohler/Obermüller/Wittig (Hrsg), GS Bosch, 261 (279).

³³ Bavarian Sky SA, German Auto Loans 3, Offering Circular (Fn. 23), 116.

³⁴ *Deloitte*, Asset Securitisation in Germany, 1; *Hellgard*, EuZW 2018, 709 (709); *Zeising*, BKR 2007, 311 (312).

³⁵ *Hellgard*, EuZW 2018, 709 (709); *Zeising*, BKR 2007, 311 (312).

³⁶ *Hellgard*, EuZW 2018, 709 (709).

³⁷ *Ibid.*; *Pannen/Wolff*, ZIP 2006, 52 (53).

³⁸ *Arlt*, True Sale Securitisation, 557; *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 12.

³⁹ *Pannen/Wolff*, ZIP 2006, 52 (53); *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 12; *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 21.31a; *Fleckner*, ZIP 2004, 585 (592).

vom SPV und schließlich von den Anlegern getragen werden.⁴⁰ Das SPV kauft die Forderungen von dem *Originator*, der anschließend die Forderungen auf das SPV überträgt. Das auf den Kaufvertrag anwendbare Recht kann gem. Art. 3 Rom I-VO von den Parteien gewählt werden.⁴¹ Das auf den Kaufvertrag anzuwendende Recht hat Auswirkungen in Bezug auf die Wirksamkeit der einzelnen getroffenen Abreden, wie unten zu zeigen sein wird. Nach der Systematik des deutschen Rechts handelt es sich bei dem Forderungskauf um einen Rechtskauf gem. § 453 BGB.

Für die Parteien nicht frei wählbar ist hingegen das Recht, das auf die Forderungsübertragung Anwendung findet:⁴² Auf die Übertragung der Forderung – also das Übertragungsverhältnis Zedent-Zessionar – findet gem. Art. 14 Abs. 1 Rom I-VO das Recht Anwendung, das auf den Vertrag zwischen Zessionar und Zedent anwendbar ist. Um dem Bestandsinteresse des Drittschuldners zu entsprechen, findet im Verhältnis Zessionar-Drittschuldner das Recht Anwendung, dem die übertragene Forderung unterliegt, Art. 14 Abs. 2 Rom I-VO.⁴³ Folglich kann grundsätzlich auch ein anderes Recht als das von *Originator* und SPV vereinbarte auf einzelne Fragen der Transaktion, etwa hinsichtlich des Bestands der Forderungen, Anwendung finden.

Sofern der Forderungskauf nach deutschem Recht vollzogen wird, werden die Forderungen vom *Originator* (Zedent) an das SPV (Zessionar) abgetreten, § 398 BGB oder – bei hypothekarisch gesicherten Forderungen – § 1154 BGB.⁴⁴ Kraft Gesetzes gehen mit der Abtretung auch alle akzessorischen Sicherheiten auf das SPV über, § 401 BGB.⁴⁵ Bei nicht akzessorischen Sicherheiten steht dem Forderungserwerber aus dem Forderungskauf ein Anspruch auf Übertragung der Sicherheiten zu.⁴⁶

4. Die Wertpapieremission

Das SPV „verbrieft“ die angekauften Forderungen und emittiert Wertpapiere, die den Investoren einen Anspruch auf Rückzahlung des überlassenen Kapitals zzgl. Zinsen gewähren. Die hierfür erforderlichen Mittel erhält das SPV aus den Zahlungen der Drittschuldner auf die von dem SPV erworbenen Forderungen und der Verwertung der Sicherheiten.⁴⁷ Welche Wertpapiere das SPV ausgeben darf, hängt von dem für die Emission gewählten Recht ab. Unter deutschem Recht werden zumeist Inhaberschuldverschreibungen, § 793 BGB, oder Schuldscheine, § 371 BGB, emittiert.

⁴⁰ *Hellgard*, EuZW 2018, 709 (710).

⁴¹ *Arlt*, True Sale Securitisation, 557.

⁴² *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 12.

⁴³ *Spickhoff*, in: Bamberger/Roth/Hau/Poseck (Hrsg), BeckOK BGB, VO (EG) 593/2008, Art. 14, Rn. 1; Die Verordnung nennt als Anwendungsbeispiele für das Forderungsstatut die befreiende Wirkung einer Leistung und die Voraussetzungen, unter denen die Übertragung dem Schuldner entgegengehalten werden kann.

⁴⁴ *Deloitte*, Asset Securitisation in Germany, 90; *Arlt*, True Sale Securitisation, 556; In bestimmten Fällen kann die Abtretung jedoch durch eine Eintragung in das Refinanzierungsregister ersetzt werden.

⁴⁵ *Deloitte*, Asset Securitisation in Germany, 90; *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 51.

⁴⁶ *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 51.

⁴⁷ *Ibid.*, Rn. 12.

Charakterisierend für Verbriefungen ist die Tranchierung des Kreditrisikos in mehrere Klassen, die jeweils über ein eigenes „Risikoprofil“ verfügen. Dadurch ist eine einzelne Transaktion für Investoren mit unterschiedlichem Risikoappetit attraktiv.⁴⁸ Eine Tranchierung liegt vor, wenn zu Beginn einer Verbriefungstransaktion das Kreditrisiko aus den zu verbriefenden Forderungen mindestens zwei Anspruchspositionen zugeordnet wird.⁴⁹ Dies geschieht, indem einerseits Zahlungen und andererseits Verluste aus den Forderungen diesen Anspruchspositionen vertraglich zugeordnet werden. Zwischen den Anspruchspositionen besteht eine Rangfolge: Üblicherweise unterscheidet man zwischen Senior-Tranchen, Mezzanine-Tranchen und Junior-Tranchen.⁵⁰

Die erstrangige (Senior-)Tranche ist i. d. R. sehr gut bewertet und durch die darunter liegenden Tranchen vor Kreditausfällen geschützt, da die ihr zugeordneten Ansprüche vorrangig bedient werden.⁵¹ Die nachgeordneten (Mezzanine- und Junior-Tranchen) haben folglich ein schlechteres Rating; sie werden zuerst von Kreditausfällen getroffen.⁵² Ihrem höheren Risiko steht eine höhere Verzinsung gegenüber.⁵³ Die niedrigste Tranche wird *First Loss Piece* genannt; dieses wird zumeist vom *Originator*, Sponsor oder ursprünglichen Kreditgeber gehalten, damit dieser die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an den Risikselbstbehalt erfüllt.⁵⁴

Nach dieser Rangfolge werden Zahlungen aus den zu verbriefenden Forderungen „von oben nach unten“ (*top down*) verteilt, während die Zuweisung von Verlusten nach dem entgegen gesetzten Prinzips „von unten nach oben“ (*bottom up*) erfolgt.⁵⁵ Dieses sog. Wasserfallprinzip ist typisch für Verbriefungen.⁵⁶

Zur Absicherung der Investoren werden die Vermögenswerte des SPV, d. h. die durch das SPV erworbenen *Assets* und die Forderungen des SPV unter den Transaktionsdokumenten, unter einem *Trust Agreement* und einzelnen Sicherheitenverträgen auf einen Sicherheitentreuhänder übertragen oder an diesen verpfändet. Der Treuhänder hält und verwertet diese Rechte treuhänderisch für die Investoren und die weiteren gesicherten Gläubiger, insbesondere andere Transaktionsparteien.⁵⁷ Auf diese Weise wird die Position dieser Gläubiger im Fall der Insolvenz des SPV geschützt. Zugleich trägt die Maßnahme zur „Verfahrensferne“ des SPV bei, da das Einleiten von Klage- und Vollstreckungsverfahren gegen das SPV unattraktiv wird.

⁴⁸ PWC, Securitisation in Luxemburg – A comprehensive guide, Juni 2019, 16, erhältlich im Internet: <<https://www.pwc.lu/en/securitisation/docs/pwc-securitisation-in-luxembourg.pdf>> (besucht am 7. Januar 2021).

⁴⁹ Lackhoff, WM 2012, 1851 (1855).

⁵⁰ Hellgard, EuZW 2018, 709 (710); PWC, Securitisation in Luxemburg – A comprehensive guide (Fn. 48), 16.

⁵¹ *Ibid.*

⁵² Hellgard, EuZW 2018, 709 (709); PWC, Securitisation in Luxemburg – A comprehensive guide (Fn. 48), 16.

⁵³ Sethe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 12.

⁵⁴ Siehe dazu III. Europarechtliche Rahmenbedingungen.

⁵⁵ Deloitte, Asset Securitisation in Deutschland, 12 f.; Lackhoff, WM 2012, 1851 (1855).

⁵⁶ PWC, Securitisation in Luxemburg – A comprehensive guide (Fn. 48), 16; *Ibid.*, 12 f.

⁵⁷ Weber, Die insolvenzfeste Refinanzierung von Forderungen durch ABS, 40.

C. Verbriefungen – Hintergrund

I. Wirtschaftliche Bedeutung

Das Refinanzierungsinstrument Verbriefung ist von erheblicher mikro- und makroökonomischer Bedeutung. Gegenüber anderen Refinanzierungsinstrumenten – wie beispielsweise dem Pfandbrief – gilt die Verbriefungstransaktion als besonders flexibel, da sie individuell den Bedürfnissen der Parteien angepasst werden kann.⁵⁸

Darüber hinaus sind Verbriefungen insbesondere auch wegen ihrer positiven Effekte auf die Handelsbilanz des *Originators* – die Verbesserung ihrer Bilanzkennzahlen – attraktiv.⁵⁹

Durch die Verbriefung werden aus Sicht des *Originators* nicht-liquide in liquide Mittel „umgewandelt“. ⁶⁰ Veräußert der *Originator* seine Forderungen rechtlich wirksam und endgültig⁶¹ an das SPV, können sie aus der Bilanz des *Originators* gebucht, also gelöscht werden (bilanzieller *True Sale*).⁶²

Die Verbriefung wird in diesem Fall als Vermögensveräußerung behandelt: Auf der Aktivseite werden die *Assets* ausgebucht und durch den vom SPV erhaltenen Kaufpreis ersetzt.⁶³ Der *Originator* kann die neu gewonnene Liquidität zur Rückführung von Verbindlichkeiten nutzen und dadurch seine Eigenkapitalquote und seinen Verschuldungsgrad verbessern (Bilanzverkürzung, Aktiv-Passiv-Minderung).⁶⁴ Unter anderem erleichtert dies dem *Originator*, neue Kredite zu besseren Konditionen aufzunehmen.⁶⁵

Aus makroökonomischer Sicht wird durch die Verbriefung vielen Unternehmen und auch öffentlichen Haushalten Zugang zu Kapitalquellen gewährt, der ihnen sonst aus unterschiedlichen Gründen verwehrt bleiben würde.⁶⁶ Dies stärkt nicht nur das jeweilige Unternehmen, sondern die Volkswirtschaft als Ganzes.⁶⁷

II. Geschichtliche Entwicklung

Das Mutterland der Verbriefungstransaktionen sind die USA⁶⁸, ein Markt entstand dort ca. in den 1970er Jahren. In Deutschland entwickelte sich der Verbriefungsmarkt

⁵⁸ *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 24; *Arlt*, True Sale Securitisation, 87 ff.; *Schmittat*, ABS, 277.

⁵⁹ *Dreyer/Schmid/Kronat*, BB 2003, 92 (92); *Struffert*, Asset Backed Securities, 42 ff.; *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 24.

⁶⁰ *Helios/Kröger*, in: Zerey (Hrsg), Zweckgesellschaften, § 8, Rn. 1.

⁶¹ Die Endgültigkeit ist gerade dann im Einzelfall zu bewerten, wenn das refinanzierende Unternehmen zur Rücknahme der Forderungen berechtigt oder verpflichtet ist.

⁶² *Weber*, Die insolvenzfesten Refinanzierung von Forderungen durch ABS, 32; *Bertl*, Verbriefungen von Forderungen, 147.

⁶³ *Arlt*, True Sale Securitisation, 74; Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die *Assets* meist nicht zum Buchwert verkauft werden, insoweit ergibt sich ein geringer Abzug auf der Aktivseite.

⁶⁴ *Ibid.*, 4; *Struffert*, Asset Backed Securities, 42.

⁶⁵ *Weber*, Die insolventeste Refinanzierung von Forderungen durch ABS, 32.

⁶⁶ *Arlt*, True Sale Securitisation, 120; *Bertl*, Verbriefungen von Forderungen, 74.

⁶⁷ *Arlt*, True Sale Securitisation, 120 f.

⁶⁸ *Bak/Balawjeder*, WIRO 2005, 270 (270).

erst deutlich später und außerdem sehr zögerlich. Die erste deutsche Verbriefungstransaktion fand im Jahr 1990 statt,⁶⁹ ein aktiver Verbriefungsmarkt soll allerdings erst Anfang der 2000er Jahre entstanden sein.⁷⁰ Dies lag wohl zum einen daran, dass mit dem Pfandbrief eine anerkannte und bewährte Refinanzierungsform zur Verfügung stand, zum anderen aber auch an den erheblichen rechtlichen Unwägbarkeiten, gerade mit Blick auf die steuerrechtliche und bilanzielle Behandlung von Verbriefungen.⁷¹ Zuerst nahm die Popularität der Verbriefungen zwar langsam aber doch stetig zu, bis die Finanzkrise in den Jahren 2007-2009 den Kapitalmarkt erschütterte und insbesondere Verbriefungen in Verruf brachte.⁷² So wurde der amerikanische Kreditverbriefungsmarkt als „Teufelswerkzeug“ angesehen, das die globale Finanzkrise in den Jahren 2007-2009 mitverursacht oder transportiert habe.⁷³ Durch Verbriefungen wurde eine direkte Verbindung zwischen dem US-amerikanischen Immobilienmarkt und dem internationalen Kapitalmarkt geschaffen, wodurch sich die Zahlungsausfälle der US-amerikanischen Schuldner und der Preisverfall ihrer Immobilien unmittelbar auf den Kapitalmarkt und Investoren in der ganzen Welt auswirken konnte.⁷⁴ Durch die Beteiligung vieler internationaler (auch deutscher) Banken an diesen *Mortgage Backed Securities* setzte sich eine Kettenreaktion in Gang, die das weltweite Finanzsystem ins Wanken brachte. Erst in den Jahren 2014/2015 hat sich der europäische Verbriefungsmarkt wieder so erholt, dass größere Emissionsvolumina verzeichnet werden konnten. Dies wurde sicher auch durch das umstrittene ABS-Ankaufprogramm der Europäischen Zentralbank begünstigt.⁷⁵

III. Europarechtliche Rahmenbedingungen

Nach der Finanzkrise 2007-2009 hat die europäische Union den Finanzmarkt stark reguliert. Dabei wurden nicht nur einzelne Akteure, zum Beispiel Kreditinstitute, Verwalter alternativer Investmentfonds⁷⁶ und Ratingagenturen⁷⁷, erstmalig oder verschärften aufsichtsrechtlichen Anforderungen unterworfen, sondern auch ganz bestimmte

⁶⁹ *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 4.

⁷⁰ *True Sale International*, ABS Markt in Deutschland – Qualität mit Nutzungspotential, erhältlich im Internet: <<https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/>> (besucht am 26. Juli 2020).

⁷¹ *Arlt*, True Sale Securitisation, 553.

⁷² *Möschel*, ZRP 2009, 129 (130); *Hellgardt*, EuZW 2018, 709 (709); *Bechthold*, Kreditwesen 2012, 373 (373).

⁷³ *Möschel*, ZRP 2009, 129 (130); *Hellgardt*, EuZW 2018, 709 (709).

⁷⁴ *Kumpan*, in: Allmendinger/Dorn/Lang/Lumpp/Steffek (Hrsg), Corporate Governance, 209 (210).

⁷⁵ *PWC*, Securitisation in Luxemburg – A comprehensive guide (Fn. 48), 9; *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 6.

⁷⁶ Siehe Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. EU 2011 Nr. L 174/1.

⁷⁷ Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, ABl. EU 2009 Nr. L 302/1.

Produkte, zum Beispiel *Over-the-Counter-Derivate* (OTC-Derivate).⁷⁸ Regulierungsmaßnahmen mit Blick auf Verbriefungen adressierten insbesondere das sog. *Moral-Hazard*-Problem und Informationsdefizite: Die Kreditgeber hatten bei der Originierung und Ausplatzierung von Kreditrisiken durch Verbriefungen keinen hinreichend starken Anreiz, bei der Kreditvergabe die nach kaufmännischen Grundsätzen erforderliche Sorgfalt anzuwenden. Die Investoren verfügten ihrerseits nur über unzureichende Informationen bezüglich der verbrieften Forderungen und strukturtypischen Verbriefungsrisiken.⁷⁹ Eine erste indirekte Regulierung dieser Punkte wurde bereits durch die *Capital-Requirements-Directive* (CRD II) in die Bankenrichtlinie 2006 eingeführt.

Zunächst wurde ein indirekter Regulierungsansatz verfolgt, indem Kreditinstitute, die in ABS investieren wollten, besondere Informations- und Sorgfaltspflichten auferlegt wurden. Außerdem wurde ein Mindestrisikoeinbehalt i. H. v. 5% für Originatoren, Sponsoren oder ursprüngliche Kreditgeber als Voraussetzung für eine Investition von Kreditinstituten geschaffen, Art. 122a Bankenrichtlinie 2006 ("*skin in the game*").⁸⁰ Ein dezidiertes Regelwerk für Verbriefungen gab es auf europäischer Ebene jedoch nicht.⁸¹

Eine neue Dynamik ergab sich im Jahr 2015, als die Europäische Kommission im Rahmen ihres Aktionsplans zur Schaffung einer Kapitalmarktunion wieder den Nutzen von Verbriefungen als Mittel zur Refinanzierung und Risikodiversifizierung in den Vordergrund stellte.⁸² Zur Stärkung des Verbriefungsmarktes wurden im Jahre 2017 die ABS-VO und begleitende Änderungen an der *Capital Requirements Regulation* (CRR) verabschiedet. Diese Rechtsakte sind am 1. Januar 2019 in Kraft getreten. Sie können als Teil der beginnenden Gegenbewegung zu den Regulierungsbestrebungen seit der Finanzkrise gesehen werden, die wieder die Verwirklichung des Binnenmarktes und die Liberalisierung und Verbreiterung von Finanzierungs- und Investitionsmöglichkeiten in den Vordergrund rückt, ohne die Lehren aus der Finanzkrise zu vergessen.⁸³ Das Ziel der ABS-VO ist es, den europäischen Markt für Verbriefungen hoher Qualität neu zu beleben.⁸⁴ Einfache und sicherere Produkte sollen zukünftig besser von risikohaltigen Instrumenten abgegrenzt und der Aufsichtsrahmen auf die ihnen jeweils innewohnenden Risiken abgestimmt werden.⁸⁵ Die Verordnung adressiert dieses Ziel, indem sie

⁷⁸ Siehe Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU 2012 Nr. L 201/1.

⁷⁹ Vgl. *Kreppel/Baierlein*, BKR 2011, 228 (229).

⁸⁰ *Ibid.*

⁸¹ Vgl. *Meljnik/Schneider*, BaFin Journal 11/17, 40 (41) vom 15. November 2017, erhältlich im Internet: <https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2017/bj_1711.html> (besucht am 26. Juli 2020).

⁸² *Europäische Kommission*, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 final, 24 f.

⁸³ Ähnl. *Hellgard*, EuZW 2018, 709 (711).

⁸⁴ ErwGr. 2, 4 ABS-VO; *Flunker/Schlösser/Weber*, Der neue europäische Rahmen für ABS-Transaktionen, Deloitte White Paper No. 81 vom Januar 2018, 3, erhältlich im Internet: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte_Der%20neue%20europäische%20Rahmen%20für%20ABS-Transaktionen.pdf> (besucht am 26. Juli 2020).

⁸⁵ ErwGr. 3 ABS-VO.

(i) einen auf jede Verbriefung anwendbaren Regelungskanon schafft⁸⁶ und (ii) eine besondere Klasse von Verbriefungen, sog. STS-Verbriefungen („*Simple, Transparent and Standardised*“), identifiziert und diese unter geringere aufsichtsrechtliche Anforderungen stellt.

Mit der Verordnung wurde außerdem ein grundsätzliches Verbot der Wiederverbriefung auf dem europäischen Markt eingeführt, da diese das angestrebte Transparenzniveau beeinträchtigen können.⁸⁷ Nur in ganz begrenzten Fällen, etwa der drohenden Insolvenz, dürfen noch Wiederverbriefungen vorgenommen werden.⁸⁸

D. Rechtliche Bewertung und Auswirkungen ausgesuchter wesentlicher Elemente einer True-Sale-Transaktion

True-Sale-Transaktionen werden durch eine Vielzahl von standardisierten Verträgen gebildet, die eng miteinander verzahnt und gemeinsam zu einem Gesamtziel verknüpft sind.⁸⁹ Einige Jurisdiktionen – so zum Beispiel Luxemburg und Frankreich – haben sich diesem System angepasst und ein gesetzliches Regelungssystem erlassen, das die Verbriefung fördert und unter einen sicheren rechtlichen Rahmen stellt.

In Deutschland gibt es – bis auf einige wenige Ausnahmen – keine spezialgesetzlichen Regelungen für Verbriefungen. Für Verbriefungstransaktionen unter deutschem Recht hat dies unter anderem die folgenden Auswirkungen:

- (i) Das SPV wird, soweit es keine spezialgesetzlichen Regelungen gibt, wie ein „normales“ deutsches Unternehmen behandelt. Was dies für die Transaktion bedeutet, wird im Vergleich zum Luxemburger Verbriefungs-SPV illustriert; und
- (ii) die vertraglichen Regelungen müssen sich am deutschen Recht messen lassen. Fraglich ist, ob die getroffenen Parteivereinbarungen unter deutschem Recht wirksam und durchsetzbar sind. Daher soll beispielhaft für die *Limited-Recourse*- und *Non-Petition*-Klauseln der Versuch einer Einordnung in die gesetzlichen Vertragstypen unternommen und der Vorgang der Forderungsveräußerung näher beleuchtet werden.

⁸⁶ PwC Regulatory Blog, Das finale Verbriefungsregelwerk und seine Auswirkungen für europäische Banken vom 5. Oktober 2017, erhältlich im Internet: <<https://blogs.pwc.de/regulatory/aktuelles/sts-verbiefung/2626/>> (besucht am 26. Juli 2020).

⁸⁷ ErwGr. 8 ABS-VO; Art. 1 Abs. 1, Art. 8 ABS-VO.

⁸⁸ Art. 8 Abs. 3 lit. b ABS-VO.

⁸⁹ *Artt*, True Sale Securitisation, 398.

I. Struktur des SPV

Das Luxemburger Verbriefungsgesetz gilt als besonders vorteilhaft für Verbriefungen. Gerade für die „Strukturierung“ des SPV hält das Verbriefungsgesetz viele Privilegierungen bereit, die Luxemburg zu dem beliebtesten Standort für SPVs machen.⁹⁰ Daher soll zunächst die Rechtslage in Luxemburg dargestellt und anschließend der Rechtslage in Deutschland gegenübergestellt werden.

1. Das SPV in Luxemburg

Luxemburg hat am 2. März 2004 das Verbriefungsgesetz erlassen. Es schafft eine Vielzahl von spezialgesetzlichen Privilegierungen, Anordnungen und Befugnissen, die auf die Bedürfnisse und Rechtsunsicherheiten einer Verbriefungstransaktion zugeschnitten sind.⁹¹ Seitdem das Verbriefungsgesetz in Kraft ist, ist die Anzahl der in Luxemburg gegründeten SPVs stetig angestiegen.⁹²

Das Luxemburger Recht findet immer dann auf eine Gesellschaft Anwendung, wenn der Sitz der Zentralverwaltung („*administration centrale*“) in Luxemburg liegt, Art. 159 Luxemburger Gesetz über Handelsgesellschaften.⁹³ Ähnlich wie im deutschen Recht wird auch im Luxemburger Recht zwischen Kapital- und Personengesellschaften unterschieden. Zusätzlich gibt es noch sog. hybride Gesellschaften, die Elemente beider Gesellschaftstypen beinhalten.⁹⁴ Hierzu zählt auch die S.à r.l., die häufig als SPV eingesetzt wird.⁹⁵ Das Verbriefungsgesetz enthält besondere Bestimmungen dazu, welche Gesellschaftsformen als Verbriefungsgesellschaften⁹⁶ genutzt werden können,⁹⁷ und sieht bestimmte Privilegierungen bzw. Sonderregelungen gegenüber den allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen vor. Diese Sonderregelungen wiederum beziehen sich auf alle Verbriefungsgesellschaften unabhängig von ihrer Gesellschaftsform.

Eine besonders praxisrelevante Änderung durch das Verbriefungsgesetz ist die Möglichkeit für Verbriefungsgesellschaften, sog. Teilvermögen („*compartments*“) aufzulegen.⁹⁸ Teilvermögen entsprechen jeweils einem bestimmten Teil des Vermögens, das jeweils über eigene Wertpapiere finanziert wird.⁹⁹ Die unterschiedlichen *Assets* sind

⁹⁰ Vgl. *Dittrich*, in: Zerey (Hrsg.), Die Zweckgesellschaft, § 2, Rn. 19; *Weber*, Die insolvenzfesten Refinanzierung von Forderungen durch ABS, 32.

⁹¹ Siehe hierzu insbesondere unter IV. Umqualifizierung.

⁹² *Zanev/Taillefer*, Structured Finance and Securitization in Luxembourg: Overview, erhältlich im Internet: <[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-624-2615?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-624-2615?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)> (besucht am 26. Juli 2020).

⁹³ *Basler-Gretic/Buchler/Kayserl/Schummer*, in: Zerey (Hrsg.), Die Zweckgesellschaft, § 10, Rn. 2 f.

⁹⁴ *Ibid.*

⁹⁵ *Ibid.*; *PWC*, Securitisation in Luxemburg – A comprehensive guide (Fn. 48), 9.

⁹⁶ Verbriefungsgesellschaften bedeutet an dieser Stelle SPVs, die nicht in Form einer Stiftung organisiert sind.

⁹⁷ Art. 4 Verbriefungsgesetz; *Basler-Gretic/Buchler/Kayserl/Schummer*, in: Zerey (Hrsg.), Die Zweckgesellschaft, § 10, Rn. 41 f.

⁹⁸ Art. 8 Verbriefungsgesetz; *Ibid.*

⁹⁹ *Ibid.*

rechtlich voneinander getrennt,¹⁰⁰ das SPV kann daher für unterschiedliche Transaktionen eingesetzt werden.¹⁰¹ Die Rechte der Investoren und anderen Gläubiger unter einer Transaktion sind jedoch stets auf die Vermögensgegenstände des betreffenden Teilvermögens beschränkt.¹⁰²

Die Verwendung eines SPVs für mehrere Verbriefungstransaktionen ermöglicht es, die Kosten für die Gründung des SPV und die Administration des SPV auf mehrere Transaktionen zu „verteilen“. Hierdurch können die Kosten für jede einzelne Transaktion reduziert werden.¹⁰³ Dies kann sich wiederum positiv auf das Rating der einzelnen Transaktion auswirken, welches auch von den Transaktionskosten abhängt.¹⁰⁴ Teilvermögen können gebildet werden, wenn in den Gründungsverträgen dem „*board of directors*“ ein entsprechendes Recht eingeräumt wurde.¹⁰⁵

Auch das Luxemburger Steuerrecht ist vorteilhaft für Verbriefungstransaktionen: Grundsätzlich unterliegen Verbriefungsgesellschaften¹⁰⁶ den gleichen steuerrechtlichen Regeln wie jedes andere Unternehmen mit Sitz in Luxemburg.¹⁰⁷ Dies bedeutet, dass sowohl Körperschaftsteuer als auch Gewerbesteuer erhoben werden, welche sich auf insgesamt 29,22% des Einkommens summieren. Das Luxemburger Steuerrecht bestimmt jedoch, dass Zahlungen an Investoren als Zinsen aus Verbindlichkeiten einzuordnen und damit abzugsfähig sind, selbst wenn sie Vergütung auf Eigenkapital darstellen.¹⁰⁸ Dadurch verringert sich die Steuerlast.¹⁰⁹ SPVs sind darüber hinaus von der Quellensteuer-, Vermögensteuer- und Mehrwertsteuerpflicht befreit.¹¹⁰ Damit sind luxemburgische SPVs weitgehend steuerneutral.

2. *Das SPV in Deutschland*

Deutschland hat kein eigenes umfassendes Regelungsregime für Verbriefungen.¹¹¹ Nur vereinzelt sehen die allgemein geltenden Gesetze spezifische Regelungen vor, mit denen unter anderem Probleme bei Verbriefungstransaktionen adressiert werden sollen, sog. Patchwork-Gesetzgebung.¹¹²

¹⁰⁰ Siehe Art. 62 Abs. 1 S. 2 Verbriefungsgesetz.

¹⁰¹ *Jung/Eriksson*, Microfinance Loan Obligations, 183.

¹⁰² Siehe Art. 62 Abs. 1 S. 2 Verbriefungsgesetz: „*Where [rights of the investors and of the creditors; Einf. durch Verf.] relate to a compartment or have arisen in connection with the creation, the operation or the liquidation of a compartment, they are limited to the assets of that compartment.*“

¹⁰³ *Shiblaq*, in: RedMoney (Hrsg.), Islamic Finance, 292 f.; *Dittrich*, in: Zerey (Hrsg.), Die Zweckgesellschaft, § 2, Rn. 19.

¹⁰⁴ *Dittrich*, in: Zerey (Hrsg.), Die Zweckgesellschaft, § 2, Rn. 19.

¹⁰⁵ Art. 5 Verbriefungsgesetz.

¹⁰⁶ Aufgrund der vergleichsweise geringen praktischen Bedeutung der Securitisation Funds soll auf diese an dieser Stelle nicht weiter eingegangen werden.

¹⁰⁷ *PWC*, Securitisation in Luxemburg – A comprehensive guide (Fn. 48), 65; *vgl. Basler-Greticl Buchler/Kayserl Schummer*, in: Zerey (Hrsg.), Die Zweckgesellschaft, § 10, Rn. 41 f., §12, Rn. 61.

¹⁰⁸ *Steichen*, in: Wassermeyer/Kaesler/Schwenke/Drüen (Hrsg.), DBA, Luxemburg, Anhang Rn. 136 f.

¹⁰⁹ *PWC*, Securitisation in Luxemburg – A comprehensive guide (Fn. 48), 65; *Basler-Greticl Buchler/Kayserl Schummer*, in: Zerey (Hrsg.), Die Zweckgesellschaft, § 12, Rn. 64 f.

¹¹⁰ *PWC*, Securitisation in Luxemburg – A comprehensive guide (Fn. 48), 65.

¹¹¹ *Ibid.*; *Basler-Greticl Buchler/Kayserl Schummer*, in: Zerey (Hrsg.), Die Zweckgesellschaft, § 12, 64 f.

¹¹¹ *Weber*, Die insolvenzfeste Refinanzierung von Forderungen durch ABS, 39.

¹¹² *Arlt*, True Sale Securitisation, 554.

Für die Gründung von Zweckgesellschaften findet das allgemeine Gesellschaftsrecht Anwendung. Deutsche Zweckgesellschaften sind üblicherweise in der Form der GmbH organisiert.¹¹³ Im Vergleich zur AG kann die Verwaltung einer GmbH deutlich flexibler ausgestaltet werden.¹¹⁴ Die Gesellschaft muss von mindestens einem Gesellschafter gegründet werden, § 1 GmbHG, i. d. R. einer gemeinnützigen Stiftung.

Nach deutschem Gesellschaftsrecht besteht keine Möglichkeit, eine Gesellschaft in unterschiedliche, haftungsrechtlich voneinander getrennte *Compartments* aufzuteilen.¹¹⁵ Gläubigern einer deutschen Kapitalgesellschaft steht grundsätzlich das gesamte Gesellschaftsvermögen als Haftungsmasse zur Verfügung. Eine „Reservierung“ von Vermögen für bestimmte privilegierte Gläubiger auch außerhalb der Insolvenz (mit einem entsprechenden Schutz vor dem Zugriff anderer Gläubiger) ergibt sich aus Spezialgesetzen, etwa für Versicherte bezüglich des Sicherungsvermögens i. S. v. § 125 VAG oder Pfandbriefgläubiger bezüglich der nach § 5 PfandBG eingetragenen Deckungsmasse.¹¹⁶ Obwohl das deutsche Recht eine Vermögenstrennung zum Schutz bestimmter Gläubiger und zur Erhöhung der Attraktivität eines Refinanzierungsinstruments also grundsätzlich kennt, existiert eine entsprechende spezialgesetzliche Regelung für Teilvermögen eines SPV nicht. Damit ist eine solche Abgrenzung innerhalb einer Zweckgesellschaft nur auf vertraglicher Grundlage möglich. Diese bietet jedoch nicht die gleiche Sicherheit wie ein gesetzliches Privileg.¹¹⁷

SPVs mit Sitz in Deutschland und ausländische SPVs mit deutscher Betriebsstätte unterliegen grundsätzlich der Gewerbesteuer. Gem. §§ 6 f. GewStG ist Besteuerungsgrundlage für die Gewerbesteuer der Gewinn aus dem Gewerbebetrieb. Dieser ist bei einem SPV regelmäßig minimal, weil das SPV die empfangenen Gelder in vorgegebenen Intervallen über den Wasserfall an die Gläubiger ausschüttet.¹¹⁸ Gemäß § 8 Nr. 1 GewStG werden dem Gewinn aber grundsätzlich 25% der unter den ABS zu zahlenden Zinsaufwendungen hinzugerechnet. Zur Verbesserung der Refinanzierungsmöglichkeiten von Kreditinstituten wurde die Hinzurechnung bei Transaktionen, die die Verbriefung bestimmter Kreditforderungen von Banken zum Gegenstand haben, stark eingeschränkt (sog. Bankenprivileg).¹¹⁹ Für Transaktionen, die nicht von diesem ausdrücklichen Privileg profitieren, etwa weil sie der Verbriefung von Handelsforderungen dienen, bleibt damit ein steuerliches Risiko.¹²⁰

Daneben können sich für das SPV weitere Steuerpflichten ergeben: Unter bestimmten Umständen¹²¹ kann das SPV zur Zahlung von Einkommensteuer verpflichtet sein.

¹¹³ *Dittrich*, in: Zerey (Hrsg), Die Zweckgesellschaft, § 2, Rn. 14.

¹¹⁴ *Arlt*, True Sale Securitisation, 647; *Drinhausen*, in: Zerey (Hrsg), Die Zweckgesellschaft, § 4, Rn. 5.

¹¹⁵ *Dittrich*, in: Zerey (Hrsg), Die Zweckgesellschaft, § 2, Rn. 14.

¹¹⁶ Siehe den Schutz vor Zwangsvollstreckung, Arresten und Aufrechnung durch § 130 VAG bzw. § 29 PfandBG.

¹¹⁷ *Dittrich*, in: Zerey (Hrsg), Die Zweckgesellschaft, § 2, Rn. 14.

¹¹⁸ *Geiger*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.84, 20.87.

¹¹⁹ § 19 Abs. 3 Nr. 2 GewStDV; siehe *Bundesregierung*, Entwurf eines Gesetzes zur Förderung von Kleinunternehmen und zur Verbesserung der Unternehmensfinanzierung (Kleinunternehmerförderungsgesetz), BR-Drucks. 130/03, 14.

¹²⁰ *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 94.

¹²¹ Hierzu näher: *Geiger* in: Habersack/Mulbert/Schlitt (Hrsg), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 21.52.

Auch die Erhebung der Umsatzsteuer ist für das SPV in Einzelfällen denkbar.¹²² Insofern ist durch jüngere Urteile des EuGH zur Frage, ob die Übernahme von Ausfallrisiken durch den Ankauf von Forderungen durch einen *Factor* eine umsatzsteuerpflichtige Leistung des *Factors* an den Forderungsverkäufer darstellt, neue Unsicherheit entstanden.¹²³

Ein dezidiertes Steuerregime, das diesen Unsicherheiten begegnet, etwa durch die Erweiterung von bereits bestehenden Privilegien, ist daher wünschenswert.

II. Non-Petition

Non-Petition-Klauseln werden in jeder Verbriefungstransaktion und in jedem Transaktionsdokument, zu dem das SPV Partei ist, verwendet. Hierdurch verpflichten sich die Vertragsparteien dazu, keinen Insolvenzantrag für das SPV zu stellen und keine Gerichtsverfahren oder Schritte einzuleiten, welche das vereinbarte Auszahlungsschema durchbrechen.

1. *Pactum*

Zunächst bestimmt die *Non-Petition*-Klausel, dass keine Klage über eventuell ausstehende Forderung erhoben werden darf.¹²⁴ Hierin liegt ein *pactum de non petendo*, ein vertraglicher Ausschluss der Klagbarkeit eines Anspruchs.¹²⁵ Der Anspruch als solcher bleibt zwar bestehen, der Gläubiger darf diesen (gegen den Willen des Schuldners) jedoch nicht mehr durchsetzen.¹²⁶ Eine entgegen des *Pactum* eingelegte Klage ist stets als unbegründet abzuweisen.¹²⁷

In der Kommentarliteratur wird für die Wirksamkeit einer Klausel, die die Klagbarkeit (dauerhaft) ausschließt, zuweilen verlangt, dass der Ausschluss sich auf ein bestimmtes Rechtsverhältnis bezieht und nicht auf einer Ungleichheit der Parteien beruht.¹²⁸

Die Parteien, die an Verbriefungstransaktionen teilnehmen, sind erfahrene Marktteilnehmer, zwischen denen kein krasses Missverhältnis bezüglich ihrer Verhandlungsmacht besteht. Zudem ist die *Non-Petition*-Vereinbarung ein notwendiges Strukturmerkmal, das den Erfolg und Bestand der Transaktion sichern soll.¹²⁹ Im Markt wird vorausgesetzt, dass sie Bestandteil jeder Verbriefungstransaktion ist.

¹²² *Ibid.*, Rn. 21.53 ff.; *Geiger*, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.90 ff.

¹²³ *Geiger* in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 21.53 ff.; *Geiger*, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.90 ff.

¹²⁴ *Primožic*, in: Meyer/Primožic (Hrsg), Die Verbriefungstransaktion, 79 (101).

¹²⁵ *Roth*, in: Stein/Jonas, ZPO, Einleitung § 253, Rn. 128, aA OLG Celle, OLGZ 69, 1 welches dies als Naturalobligation einordnet.

¹²⁶ *Cremer*, Das pactum de non petendo, 60; *Elzer*, in: Vorwerk/Wolf (Hrsg) BeckOK ZPO, § 306, Rn. 3.

¹²⁷ *Cremer*, Das pactum de non petendo, 90; *Greger*, in: Zöllner, ZPO, Vor § 253, Rn. 19.

¹²⁸ *Roth*, in: Stein/Jonas, ZPO, Einleitung § 253, Rn. 128; wohl auch *Greger*, in: Zöllner, ZPO, Vor § 253, Rn. 19.

¹²⁹ Siehe b) Schutz des SPV vor Insolvenz – Insolvency remoteness.

Zu berücksichtigen ist auch, dass die *Non-Petition*-Klausel allen Transaktionsbeteiligten dient: Der Forderungsverkäufer erhält die Vorteile der Verbriefung¹³⁰, das SPV erhält ein besseres Rating und auch die Investoren haben ein Interesse an einem geordneten Transaktionsablauf im Einklang mit der vereinbarten Dokumentation. Allerdings sind nur die Parteien der Transaktionsdokumente durch das *Pactum* gebunden; außenstehenden Gläubigern ist es unbenommen, Klage- und Vollstreckungsverfahren einzuleiten. Da das SPV außer der Verbriefungstransaktion keine weiteren Geschäfte tätigt, dürfte sich der Kreis potentieller anderer Gläubiger auf staatliche Stellen beschränken, insbesondere Finanzbehörden.

2. Insolvenzantragsverzicht

Die *Non-Petition*-Klausel soll das SPV darüber hinaus gegen etwaige Insolvenzanträge seiner Vertragspartner absichern.¹³¹

Bei der Zusage, auf die Einleitung eines Insolvenzverfahrens zu verzichten, handelt es sich inhaltlich um eine Insolvenzantragsverzichtsklausel. Nach deutschem Recht ist ein Gläubiger grundsätzlich zur Stellung eines Insolvenzantrags berechtigt, § 13 InsO. Sein Antrag ist zulässig, wenn er ein rechtliches Interesse an der Eröffnung des Insolvenzverfahrens hat und seine Forderung und den Eröffnungsgrund glaubhaft macht, § 14 Abs. 1 InsO. Es ist möglich, dass das SPV nicht alle offenen Forderungen unter der vereinbarten Zahlungsreihenfolge befriedigen kann.¹³² Die betroffenen Gläubiger wären in einem solchen Fall gegebenenfalls berechtigt, einen Insolvenzantrag zu stellen.

Durch Abschluss einer Insolvenzantragsverzichtsklausel geben sie nach überwiegender Meinung jedoch zu verstehen, dass das zur Antragsstellung berechtigende Forderungsrecht im Eröffnungsverfahren nicht besteht.¹³³ Ein von einem Gläubiger, der eine Insolvenzantragsverzichtsklausel unterschrieben hat, gestellter Insolvenzantrag ist damit grundsätzlich unzulässig.¹³⁴

Es ist weithin anerkannt, dass der Gläubiger vertraglich auf das Recht zur Stellung eines Insolvenzantrags verzichten kann.¹³⁵

Ein einzelner schuldrechtlicher Verzicht berührt die Antragsrechte der anderen Parteien nicht, da andere Gläubiger und der Schuldner selbst einen Insolvenzantrag noch

¹³⁰ Siehe I. Wirtschaftliche Bedeutung.

¹³¹ *Weller/Kronat*, in: Kohler/Obermüller Wittig (Hrsg), GS Bosch, 279.

¹³² Prinzipiell würde in einem solchen Fall die „*Limited-Recourse*“-Regelung bewirken, dass sich die Forderung auf den zur Verfügung stehenden Betrag reduziert. Für den Zweck der rechtlichen Analyse wird diese Wirkung außer Acht gelassen.

¹³³ *Delhaes*, Der Insolvenzantrag, 137; *Arlt*, Asset Backed Securities, 651.

¹³⁴ *Wegener*, in: Uhlenbruck, InsO, § 13, Rn. 175; *Sternal*, in: Kayser/Thole (Hrsg), HK-InsO, § 14, Rn. 44; *Gerhardt*, in: Jaeger Insolvenzordnung, § 13, Rn. 37; *Pape*, in: Kübler/Prütting/Bork (Hrsg), Insolvenzordnung, § 13, Rn. 122.

¹³⁵ *Sternal*, in: Kayser/Thole (Hrsg), HK-InsO, § 14, Rn. 44; *Gerhardt*, in: Jaeger Insolvenzordnung, § 13, Rn. 37; *Pape*, in: Kübler/Prütting/Bork (Hrsg), Insolvenzordnung, § 13, Rn. 122; *Wegener*, in: Uhlenbruck, InsO, § 13, Rn. 175; *Delhaes*, Der Insolvenzantrag, 137; *Weller/Kronat*, in: Kohler/Obermüller Wittig (Hrsg), GS Bosch, 279; *Vuia*, in: Gottwald, Insolvenzrechtshandbuch, § 8, Rn. 46.

stellen können.¹³⁶ Zum Schutz der Allgemeinheit sei das Insolvenzantragsrecht des einzelnen Gläubigers nicht gedacht.¹³⁷ Bei einer Verbriefungstransaktion ergibt sich jedoch die Besonderheit, dass sich **alle** Gläubiger (mit Ausnahme der öffentlichen Stellen) verpflichten, keinen Insolvenzantrag zu stellen.

Hervorzuheben ist an dieser Stelle, dass sich die Darstellungen zur Zulässigkeit des Insolvenzantragsrechtsverzichts auf ein Urteil des OLG Darmstadt aus dem Jahr 1909 stützen.¹³⁸ Das Gericht hebt hervor, dass das Insolvenzantragsrecht des Schuldners nicht dem öffentlichen Interesse diene, sondern lediglich eine Befugnis darstelle, das nur eigene Interessen schütze. Wenn ein schuldrechtlicher Vertrag, der die Durchsetzbarkeit einer Forderung beschränkt, rechtsgültig ist, müsse dies nach Auffassung des OLG Darmstadt auch für einen Vertrag gelten, der das Insolvenzantragsrecht beschränkt bzw. ausschließt. Allerdings betont das Gericht, dass es in diesem Urteil gerade keinen Vertrag beurteile, „durch den der Gläubiger allgemein und für immer auf einen Konkursantrag verzichtet habe“.¹³⁹

Daher muss für die in Verbriefungstransaktionen verwendeten Insolvenzantragsrechtsverzichtsklauseln, die immer allgemein verfasst sind, erneut geprüft werden, ob diese wirksam sind. Weder die grundlegende Rechtsprechung des OLG Darmstadt noch die einschlägige Literatur können daher ohne Weiteres auf diese Klausel übertragen werden. Zweifel an der Zulässigkeit eines grundsätzlichen Verzichts auf Insolvenzantragsrechte werden vereinzelt auch, wenn auch ohne nähere Begründung, in der Kommentarliteratur erhoben. So führt *Jaeger* aus, dass „im Allgemeinen“ nicht auf das Insolvenzantragsrecht verzichtet werden könne.¹⁴⁰ Damit verbleibt im Ergebnis für die Transaktionsparteien eine Rechtsunsicherheit mit Blick auf die rechtliche Wirksamkeit der Klausel.

In Luxemburg ist der Bestand der *Non-Petition*-Klausel hingegen ausdrücklich gesetzlich garantiert, Art. 64 Abs. 1 Verbriefungsgesetz. Das Gesetz ordnet sogar an, dass Verfahren, die entgegen einer solchen Klausel initiiert werden, unzulässig sind, § 64 Abs. 2 Verbriefungsgesetz.¹⁴¹ Eine solche Regelung bietet den Parteien ein hohes Maß an Rechtssicherheit. Die Vereinbarung steht und fällt nicht mit der gerichtlichen Auslegung im Einzelfall. Überlässt man die Beurteilung der Frage allein der Rechtsprechung, wäre das Schicksal der Klausel selbst nach ersten klarstellenden Urteilen prinzipiell unvorhersehbar. Dies ist mit dem Bedürfnis der Marktteilnehmer nach Berechenbarkeit und Sicherheit nicht vereinbar.

¹³⁶ OLG Darmstadt, OLGE 19, 225 (226); *Delhaes*, Der Insolvenzantrag, 137; *Jaeger*, KO, § 103, Rn. 8.

¹³⁷ OLG Darmstadt, OLGE 19, 225 (226).

¹³⁸ *Ibid.*

¹³⁹ *Ibid.*

¹⁴⁰ *Jaeger*, KO, § 103, Rn. 8.

¹⁴¹ „Proceedings initiated in breach of such provisions shall be declared inadmissible“.

III. Limited-Recourse

Auch die *Limited-Recourse*-Klausel ist ein Element der Transaktion, das die Insolvenzfestigkeit des SPV garantieren soll.¹⁴² Durch die *Limited-Recourse*-Klauseln verpflichten sich die Transaktionsparteien, nur auf das jeweils beim SPV vorhandene Transaktionsvermögen zur Befriedigung ihrer Ansprüche zurückzugreifen.

Zunächst ist durch Auslegung zu ermitteln, welche Rechtsfolge die Parteien durch die vereinbarte „Reduzierung“ der Forderung herbeiführen wollten. In Betracht kommt zum einen eine reine Inhaltsbestimmung. Denkbar ist auch, dass es sich um eine Regelung handelt, die nur die Durchsetzbarkeit der Forderung berührt. Schließlich ist auch zu prüfen, ob es sich gar um eine Regelung handelt, die den Anspruch an sich untergehen lässt, einen Erlass oder Änderungsvertrag.

1. Auslegung der Klausel

Der Parteiwille ist durch Auslegung zu ermitteln. Gegen eine reine Inhaltsbestimmung spricht schon, dass die Höhe der Auszahlungsforderung bereits in den *Terms and Conditions* der Wertpapiere bzw. den Gebührenvereinbarungen mit den Dienstleistern ausdrücklich bestimmt ist. Bei der Klausel kann es sich also nur um eine ergänzende Regelung handeln. Der Wortlaut der Vereinbarung „*will have a claim only in respect of the Security*“ zeigt gerade in Abgrenzung zu der *Non-Petition*-Klausel, dass die Parteien hier nicht die gerichtliche Durchsetzbarkeit der Forderung, sondern den Bestand bzw. die Höhe der Forderung selbst regeln wollen. Die Regelung könnte unter deutschem Recht damit als Erlass gem. § 397 BGB¹⁴³ oder auch als Änderungsvertrag, § 311 BGB, qualifiziert werden.

2. Der Änderungsvertrag, § 311 Abs. 1 BGB

Zunächst kommt ein Änderungsvertrag in Betracht. Änderungsverträge sind gesetzlich nicht ausdrücklich normiert. Sie sind jedoch gem. § 311 Abs. 1 BGB zur Änderung eines bestehenden Schuldverhältnisses notwendig und damit grundsätzlich zulässig.¹⁴⁴ Vertragliche Modifikationen können die Hauptleistungspflicht in Art, Höhe und Umfang abwandeln.¹⁴⁵ Im Einzelnen ist die Abgrenzung zum – hier ebenfalls in Betracht kommenden Erlass – schwierig. *Timme* will die Abgrenzung anhand des Parteiwillens vornehmen: Nach seiner Analyse wollen die Vertragsparteien mit der Änderung einer neuen Wertvorstellung im Hinblick auf das gesamte Vertragsverhältnis nachkommen und dieses ändern.¹⁴⁶ *Rieble* hingegen stellt klar, dass ein Erlass immer dann notwendig ist, wenn die Forderungsvernichtung ihren Grund nicht in dem der Forderung zugrundeliegenden Schuldverhältnis hat, mit dem Erlass also ein eigenständiger Schuldzweck

¹⁴² Siehe unter II. Die Grundstruktur einer (True-Sale-) Verbriefung.

¹⁴³ *Arlt*, Asset Backed Securitisation, 651.

¹⁴⁴ *Timme*, Erlass und Verzicht, 46; *Gehrlein*, in: Bamberger/Roth/Hau/Poseck (Hrsg), BeckOK BGB, § 311, Rn. 33.

¹⁴⁵ BGH NJW 1992, 2283 (2283); *Gehrlein*, in: Bamberger/Roth/Hau/Poseck (Hrsg), BeckOK BGB, §311, Rn. 34.

¹⁴⁶ *Timme*, Erlass und Verzicht, 46.

verfolgt wird.¹⁴⁷ Nach beiden Abgrenzungskriterien ist hier eher von einem Erlass auszugehen.¹⁴⁸ Die Parteien wollen schließlich nicht das Schuldverhältnis an sich ändern. Die Höhe der Auszahlungsforderung, die in den *Terms and Conditions* definiert ist, soll grundsätzlich bestehen bleiben. Sie sind sich auch noch darüber einig, dass dem Investor der Anspruch in seiner vollen Höhe prinzipiell zusteht. Nur „ausnahmsweise“ soll für den jeweiligen Auszahlungszyklus die Forderung auf die Höhe „beschränkt“ werden, die das SPV zahlen kann. Durch die Beschränkung soll das Fortlaufen der Transaktion ermöglicht werden.

3. Der Erlass gem. § 397 Abs. 1 BGB

Im Abgrenzung zum im Prozess einseitig zu erklärenden Verzicht, § 309 ZPO, kann der Erlass nur durch Vertrag zwischen Schuldner und Gläubiger geschlossen werden.¹⁴⁹ Bei dem Erlass handelt es sich um ein Verfügungsgeschäft.¹⁵⁰ Es bedarf also einer Verpflichtung des Gläubigers, um die Verfügung kondiktionsfest zu machen.¹⁵¹ Ein Erlass gem. § 397 BGB setzt voraus, dass in der Erklärung des Gläubigers ein Verzichtswille zu erkennen ist.¹⁵²

a) Der notwendige Verzichtswille

Für die Auslegung eines möglichen Erlassvertrages gilt es zu beachten, dass bei der Auslegung mehrdeutiger Erklärungen, die von Verzichtswillen getragen sein könnten, Verzichte niemals zu vermuten sind; entsprechende Erklärungen sind stets eng auszulegen.¹⁵³ Ein Verzichtswille darf sogar nur bejaht werden, wenn bei der Feststellung des erklärten Willens sämtliche Begleitumstände berücksichtigt worden sind.¹⁵⁴ Nach *Rieble* ist der Erlasswille des Gläubigers jedoch unproblematisch, sofern der Gläubiger „den Verzicht oder Erlass“ ausdrücklich erklärt hat und seiner Erklärung ein auf die Vernichtung einer bestehenden Forderung gerichteter Rechtsfolgewille zu entnehmen ist.¹⁵⁵

Für die Annahme eines Erlasswillens spricht zunächst der Wortlaut der Klausel: Hiernach „haben die Parteien nur eine Forderung, die so hoch ist wie die *Security*“ bzw. für den Fall der ständigen Unterdeckung „keine Forderung“. ¹⁵⁶ Die Parteien geben also bewusst einen Teil ihrer Forderung auf. Gestärkt wird dies durch die Existenz der *Non-Petition*-Klausel, die Regelungen für die Durchsetzbarkeit der Ansprüche erhält.¹⁵⁷

¹⁴⁷ *Rieble*, in: Staudinger, § 397, Rn. 30.

¹⁴⁸ Im Ergebnis ohne nähere Begründung zustimmend: *Arlt*, Asset Backed Securitisation, 651.

¹⁴⁹ *Elzer*, in: Vorwerk/Wolf (Hrsg), BeckOK ZPO, § 306, Rn. 4; *Dennhardt*, in: Bamberger/Roth/Hau/Poseck (Hrsg), BeckOK BGB, § 397, Rn. 1.

¹⁵⁰ *Peter*, AcP 200, 149 (170); *Rieble*, in: Staudinger, § 397, Rn. 29.

¹⁵¹ *Rieble*, in: Staudinger, § 397, Rn. 30.

¹⁵² *Schlüter*, in: Säcker/Rixecker/Oetker/Limberg (Hrsg), Münchener Kommentar zum BGB, § 397, Rn. 3; *Rieble*, in: Staudinger, § 397, Rn. 117; *Ring*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg), BGB-Schuldrecht, § 397, Rn. 16; vgl. BGH, NJW 2015, 2324 (2324).

¹⁵³ *Ibid.*

¹⁵⁴ BGH, NJW 2002, 1044 (1044); *Rieble*, in: Staudinger, § 397, Rn. 117; *Ring*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg), BGB-Schuldrecht, § 397, Rn. 16.

¹⁵⁵ *Rieble*, in: Staudinger, § 397, Rn. 117.

¹⁵⁶ “Each Transaction Party agrees that it will have a claim only in respect of the Security”.

¹⁵⁷ Siehe II. Non-Petition.

Daraus lässt sich schließen, dass die Parteien mit der *Limited-Recourse*-Klausel ein anderes Regelungsziel verfolgen wollten.

Auch die Gesamtumstände der Transaktion sprechen für die Annahme eines Erlasswillens: Für den Erfolg und Fortbestand der Transaktion ist es gerade notwendig, dass alle Vertragspartner dem SPV zusichern, dass ihre Forderungen gegen das SPV nur so hoch sind, wie die Vermögenswerte, die dem SPV zur Verteilung zur Verfügung stehen. Die Parteien wissen, dass es notwendig ist, eine solche Klausel einzubeziehen, um die *Insolvency Remoteness* des SPV zu erreichen. Ein Erlasswille wird vor diesem Hintergrund anzunehmen sein.

b) *Das Verpflichtungsgeschäft*

Das Verfügungsgeschäft bedarf zu seiner Rechtsbeständigkeit regelmäßig eines Rechtsgrundes, anderenfalls ist die Rückabwicklung nach kondiktionsrechtlichen Grundsätzen möglich.¹⁵⁸ Das Verpflichtungsgeschäft und der Erlass werden in der Regel einheitlich vorgenommen.¹⁵⁹ Üblicherweise liegt der Rechtsgrund in einer Schenkung. Die Schenkung gem. § 516 BGB zeichnet sich dadurch aus, dass sie unentgeltlich erfolgt, der Schenkungsgegenstand kann dabei auch der Verzicht auf eine Forderung sein.¹⁶⁰ Der Abschluss eines Schenkungsvertrages kann je nach Ausgestaltung der konkreten Vereinbarung bejaht werden.

c) *Rechtsfolge*

Nach dem Wortlaut des Gesetzes erlischt infolge des Erlasses zwar das „Schuldverhältnis“, § 397 Abs. 1 BGB. Hiermit sind jedoch nur die aus dem Schuldverhältnis entspringenden einzelnen Forderungen gemeint, deren Erlöschen nicht notwendigerweise das gesamte Schuldverhältnis beseitigt.¹⁶¹ Die Forderung erlischt nach dem Wortlaut der Klausel nur in der Höhe, in der das SPV nicht leisten kann. Außerdem ist der Erlass in zeitlicher Hinsicht begrenzt: Er gilt stets nur für einen Auszahlungszyklus. Forderungen, die zukünftig fällig werden, werden von dem Erlass vorangegangener Forderungen nicht berührt. Eine andere Regelung würde nicht mehr dem Regelungsziel der Parteien entsprechen: Die Forderung ist gewissermaßen „atmend“, ihre Höhe bestimmt sich für jeden Auszahlungszyklus neu durch die Zahlungsfähigkeit des SPV.

Die Schuld wird also nur erlassen, wenn und soweit dem SPV keine Mittel zur Verfügung stehen. Grundsätzlich ist der Erlassvertrag nicht bedingungsfeindlich¹⁶², daher kann er auf den Fall der (teilweisen) Zahlungsunfähigkeit des SPV bedingt werden. Wiederum ist zu beachten, dass die Klausel nur die Transaktionsparteien bindet. Die Forderungen außenstehender Gläubiger werden nicht berührt.

d) *Fazit*

Für den Bestand und die Durchsetzbarkeit einer *Limited-Recourse*-Klausel unter deutschem Recht bestehen gute Gründe. Die *Limited-Recourse*-Klausel könnte nach

¹⁵⁸ *Dennhardt*, in: Gsell/Krüger/Lorenz/Reymann (Hrsg), BeckOGK BGB, § 397, Rn. 3.

¹⁵⁹ *Rieble*, in: Staudinger, § 397, Rn. 44.

¹⁶⁰ *Harke*, in: Gsell/Krüger/Lorenz/Reymann (Hrsg), BeckOGK BGB, § 516, Rn. 18.

¹⁶¹ *Schlüter*, in: Säcker/Rixecker/Oetker/Limperg (Hrsg), Münchener Kommentar zum BGB, § 397, Rn. 7 ff.

¹⁶² *Rieble*, in: Staudinger, § 397, Rn. 163.

deutschem Recht als Erlassvertrag gem. § 397 BGB eingeordnet werden. Allerdings könnte ein Gericht bei der Auslegung der Klausel, gerade mit Blick auf die hohen Anforderungen der Annahme eines Erlasswillens, auch zu einem anderen Schluss kommen. Das Schicksal der Klausel ist dann offen.

In Luxemburg ist nicht nur der Bestand der *Non-Petition*-Klausel, sondern auch der Bestand und die Durchsetzbarkeit der *Limited-Recourse*-Klausel gesetzlich garantiert.¹⁶³ Dies bietet den Parteien ein hohes Maß an Rechtssicherheit.¹⁶⁴

IV. Umqualifizierung

Bei dem Forderungsverkauf vom *Originator* an das SPV haftet der *Originator* nur für den Bestand der Forderungen, nicht jedoch für die Zahlungsfähigkeit der Schuldner. Daher wird in der Praxis ein endgültiger Abschlag vom Kaufpreis vorgenommen, die Forderungen werden also mit einem Discount verkauft.¹⁶⁵ Es ist darüber hinaus nicht unüblich, dass zwischen den Parteien vereinbart wird, dass das SPV zunächst einen Teil des Kaufpreises einbehält, nach einem bestimmten Zeitraum die tatsächlich entstandenen Zahlungsausfälle von diesem Teil abzieht und den verbleibenden Betrag an den *Originator* auszahlt.¹⁶⁶ Alternativ wird zuweilen auch vereinbart, dass der Verkäufer uneinbringliche Forderungen zurücknehmen muss.¹⁶⁷ Zudem muss der *Originator* selbst einen Mindestanteil des Risikos aus der Verbriefung halten.¹⁶⁸

Diese Ausgestaltung kann Folgen für die Wirtschaftlichkeit der Transaktion im Fall der Insolvenz des *Originators* haben, namentlich darauf, ob die Gestaltung als „echter“ Forderungsverkauf eingeordnet oder in ein besichertes Darlehen „umqualifiziert“ wird.¹⁶⁹ Im letztgenannten Fall würde das SPV nicht als Inhaber der abgetretenen Forderungen, sondern nur als besicherter Gläubiger des *Originators* angesehen werden. Im Falle der Insolvenz des *Originators* würde dem SPV dann nur noch ein Absonderungsrecht, § 51 Nr. 1 InsO, zustehen.¹⁷⁰ Es ist daher zu ermitteln, wie sich eine flexible Kaufpreisregelung auf die Einordnung des Forderungsverkaufs auswirkt. Die Meinungen hierzu gehen auseinander und lassen sich im Wesentlichen zwei Lagern zuordnen: Nach der in der Literatur weit überwiegend vertretenen Auffassung muss jede Verbrieftungs-transaktion wertend betrachtet und analysiert werden, ob der zugrundeliegende Vertrag als Darlehens- oder als Kaufvertrag einzuordnen ist.¹⁷¹ Die Parteien können grundsätzlich zwar das zwischen ihnen bestehende Schuldverhältnis frei ausgestalten,

¹⁶³ *Zanevl/Taillefer*, Structured Finance and Securitisation in Luxembourg, 12.

¹⁶⁴ Siehe III. Limited Recourse.

¹⁶⁵ *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 73.

¹⁶⁶ *Ibid.*; *Geiger*, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11.

¹⁶⁷ *Ibid.*

¹⁶⁸ Siehe III. Europarechtliche Rahmenbedingungen.

¹⁶⁹ *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 73.; *Geiger*, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11.

¹⁷⁰ *Klüwer*, Asset-Backed Securitisation, 132.

¹⁷¹ Vgl. *Arlt*, WM 2012, 107 (112); *Fleckner*, ZIP 2004, 585 (591 ff.); *Pannen/Wolf*, ZIP 2006, 52 (55); *Weiler/Kronat*, in: Ekkenga/Schröer (Hrsg), Handbuch der AG-Finanzierung, Kapitel 11, Rn. 69; *Geiger*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11; *Wiese*, BB 1998, 1713 (1716 f.); *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 73.

allerdings ist die Qualifikation, welchem gesetzlich normierten Vertragstyp ihre Vereinbarung zuzuordnen ist, anhand von inhaltlichen Kriterien vorzunehmen.¹⁷² In Anlehnung an die Rechtsprechung des BGH zum Factoring wird zum einen vertreten, dass für diese rechtliche Qualifizierung allein die Verteilung des Delkredere-Risikos entscheidend sei,¹⁷³ zum anderen wird auf die Endgültigkeit der Kaufpreiszahlung abgestellt.¹⁷⁴

1. Einordnung anhand des Delkredere-Risikos

Denkbar ist eine Anwendung der für die Abgrenzung von echtem und unechtem Factoring entwickelten Grundsätze.¹⁷⁵ Beim Factoring werden (noch nicht fällige) Forderungen an eine Bank verkauft, die die Forderung dann in eigenem Namen einzieht.¹⁷⁶ Eine Unterform des Factoring (sog. unechtes Factoring) sieht vor, dass die uneinbringlichen Forderungen nach einer Zeit vom Forderungsverkäufer zurückgenommen werden müssen.¹⁷⁷ Damit ist die zugrundeliegende Frage ähnlich, da das Factoring und die Verbriefung das Strukturelement des Forderungsverkaufs vor (kompletter) Fälligkeit der Forderung teilen.¹⁷⁸ Daher sollen die für das Factoring entwickelten Grundsätze anwendbar sein.¹⁷⁹ Nach der Rechtsprechung des BGH wird die Abgrenzung im Wesentlichen danach vorgenommen, welche Partei das Delkredererisiko trägt.¹⁸⁰ Wird das Delkredererisiko übertragen, liegt nach dieser Auffassung auch eine Vollübertragung vor.¹⁸¹ Verbleibt das Delkredererisiko bei dem Forderungsverkäufer, ist das Rechtsgeschäft als Kreditgeschäft einzuordnen.¹⁸² Dies gilt auch dann, wenn der Käufer zwar formal das Delkredererisiko übernimmt, dieses Risiko aber durch Rücktrittsrechte des Käufers im Falle der Uneinbringlichkeit der Forderungen oder Sicherheiten aus dem Vermögen des Verkäufers weitgehend abgemildert wird.¹⁸³ In der Rechtsprechung hat

¹⁷² *Larenz/Canaris*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 123; *Weber*, Die insolvenzfeste Refinanzierung von Forderungen durch Asset-Backed Securities, 135 (m. w. N.).

¹⁷³ *Arlt*, WM 2012, 107 (112); *Fleckner*, ZIP 2004, 585 (591 ff.); *Pannen/Wolf*, ZIP 2006, 52 (55); *Weiler/Kronat*, in: Ekkenga/Schröer (Hrsg), Handbuch der AG-Finanzierung, Kapitel 11, Rn. 69; *Bosak*, Asset Backed Securities, 68; *Klüwer*, Asset-Backed Securitisation, 133; *Willburger*, Asset-Backed Securities, 118 f.

¹⁷⁴ *Geiger*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11.

¹⁷⁵ Für die Interessenlagen beim Factoring: *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 6.329 ff.

¹⁷⁶ *Roth/Kieninger*, in: Säcker/Rixecker/Oetker/Limberg (Hrsg), Münchener Kommentar zum BGB, § 398, Rn. 158.

¹⁷⁷ *Martinek/Omlor*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 102, Rn. 20.

¹⁷⁸ Die Finanzierung durch Verbriefungen wird auch als „Kapitalmarktfactoring“ bezeichnet, *Klüwer*, Asset-Backed Securitisation, 133.

¹⁷⁹ *Klüwer*, Asset-Backed Securitisation, 133; *Willburger*, Asset-Backed Securities, 118 f.

¹⁸⁰ BGHZ 58, 364 (366); *Geiger*, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11.

¹⁸¹ Vgl. BGHZ 58, 364 (366).

¹⁸² Nach *Mülbert* enthält die Einordnung des unechten Factorings als Kreditgeschäft noch keine rechtliche Qualifikation. Kredit sei kein Rechtsbegriff und habe daher keine Implikation für die rechtliche Qualifizierung des Rechtsgeschäfts. Der Begriff bezeichne nur die Funktion des unechten Factorings. *Mülbert*, in: Staudinger, BGB, § 488, Rn. 706 f.

¹⁸³ OLG Koblenz, WM 1988, 45 (46); *Geiger*, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11.

sich seit einer Grundsatzentscheidung des BGH eine maximale Grenze von 10% Risikoeinbehalt entwickelt. Ratingagenturen empfehlen daher einen Risikoeinbehalt in Höhe von 9%.¹⁸⁴

Die Abgrenzung soll anhand des Delkredere-Risikos vorgenommen werden, da dies nach dem gesetzlichen Leitbild beim Käufer liegt.¹⁸⁵ Nach § 453 Abs. 1 BGB liegt der wesentliche Rechtsmangel beim Forderungsverkauf in der Nicht-Existenz der verkauften Forderung (Verität).¹⁸⁶ Nach der gesetzlichen Grundregelung soll der Verkäufer gerade nicht für die Bonität der Schuldner einstehen.¹⁸⁷

Allerdings betrifft dies nur die gesetzliche Grundregelung. Grundsätzlich können Parteien vertraglich konkretisierende Regeln treffen. Dies wird für den Güterkauf implizit in § 434 Abs. 1 BGB vorausgesetzt (vereinbarte Beschaffenheit). Ebenfalls sieht das Gesetz für den (Güter-)Kaufvertrag vor, dass der Verkäufer eine Garantie übernehmen kann, nach der er dem Käufer einen Teil des Kaufpreises erstatten muss, wenn die Sache nicht die garantierte Beschaffenheit besitzt, § 443 Abs. 1 BGB. Danach liegt der Gedanke nicht fern, dass der Verkäufer einer Forderung dem Käufer auch eine Bonitätsgarantie abgeben könnte.

Allerdings unterscheiden sich Forderungskauf und Verbrauchsgüterkauf dahingehend, dass Güter vielfältige Mängel aufweisen können. Das Risikoprofil eines Forderungskaufs erschöpft sich jedoch grundsätzlich in dem „ob“ und „wann“ der Zahlung des Schuldners.¹⁸⁸ Während es nahezu unmöglich ist, jeden Mangel einer Sache durch Garantien abzudecken, resultiert eine Garantieübernahme für Bonität und Verität fast schon in einem risikofreien Geschäft für den Forderungskäufer.¹⁸⁹ Die Preisgefahr, die bei Kaufverträgen nach dem Gefahrübergang grundsätzlich beim Käufer liegt, wird im Falle der Bonitäts- und Veritätsgarantie grundsätzlich auf den Verkäufer übertragen.¹⁹⁰ Das Risikoprofil eines so gestalteten Forderungsverkaufs entspricht nicht mehr dem gesetzlichen Leitbild.¹⁹¹

In der Verbriefungspraxis haben sich unterschiedliche Mechanismen herausgebildet, die die Verteilung der Preisgefahr (teilweise) modifizieren und damit nach der dargestellten Rechtsprechung die Gefahr bergen, dass der Forderungsverkauf als Darlehen gewertet wird. Eine häufig eingesetzte – und in der STS-Verordnung auch ausdrücklich vorgesehene Methode – ist die Übernahme des „*First Loss Piece*“ durch den *Originator*.¹⁹² Durch den Wertverlust seiner Tranche wird er an den Forderungsausfällen beteiligt.¹⁹³ Denkbar ist auch, dass dem SPV ein Rücktrittsrecht bei Forderungsausfall

¹⁸⁴ OLG Koblenz, WM 1988, 45 (46); Geiger, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11.

¹⁸⁵ Geiger, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11.

¹⁸⁶ *Ibid.*; BT Drs. 14/6040; Arlt, True Sale Securitisation, 557.

¹⁸⁷ *Wilhelmi*, in: Gsell/Krüger/Lorenz/Reymann (Hrsg), BeckOGK BGB, § 453, Rn. 37; *Martinek/Omlor*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 102, Rn. 32a ff.; Geiger, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11.

¹⁸⁸ Weber, Asset Backed Securities, 142; Dreyer/Schmid/Kronat, BB 2003, 91 (93).

¹⁸⁹ Weber, Asset Backed Securities, 142.

¹⁹⁰ *Ibid.*, 147.

¹⁹¹ *Ibid.*

¹⁹² *Ibid.*; *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 74.

¹⁹³ Weber, Asset Backed Securities, 147.

gewährt wird oder sich der *Originator* verpflichtet, uneinbringliche Forderungen zurückzukaufen.¹⁹⁴ Zudem kann der *Originator* eine Ausfallgarantie (*comfort letter*) übernehmen.¹⁹⁵ Eine weitere Methode stellen bonitätsorientierte Forderungsauswahlkriterien dar. Führt eine Gesamtbetrachtung zu dem Ergebnis, dass der Verkäufer 10% oder mehr des Bonitätsrisikos der Transaktion trägt, bejaht die herrschende Meinung eine Umqualifizierung in ein Darlehen.¹⁹⁶

2. Einordnung anhand der Endgültigkeit des Kaufpreises

Nach *Geiger* soll es nur darauf ankommen, ob der sofort gezahlte Kaufpreis endgültig vom Forderungsverkäufer behalten werden darf.¹⁹⁷ Im Gegensatz zum Darlehen darf der Verkäufer den Kaufpreis behalten; beim Darlehen bezieht sich die Primärleistungspflicht des Darlehensnehmers auf die Rückzahlung der erhaltenen Geldsumme, § 488 Abs. 1 BGB. Im Wesentlichen entspricht seine zugrunde gelegte Dogmatik dem oben Gesagten. Als entscheidenden Faktor identifiziert *Geiger* jedoch nicht das Bonitätsrisiko, sondern ob der Forderungsverkäufer den Kaufpreis endgültig behalten darf.¹⁹⁸ Die typischen Leistungspflichten eines Forderungskaufvertrages liegen in der Übertragung der Forderung und etwaiger Sicherheiten sowie einer Gegenleistung, die dem Wert der Forderungen entspricht und die der Verkäufer endgültig behalten darf.¹⁹⁹ Die Rechtsprechung des BGH sei insbesondere nicht auf Gestaltungen übertragbar, unter denen der Forderungsverkäufer den größten Teil des Kaufpreises unmittelbar erhält und ein kleinerer Teil zunächst zurückgehalten und später mit den eingetretenen Forderungsausfällen verrechnet wird.²⁰⁰ Eine solche Gestaltung ändert nichts an der Endgültigkeit der Kaufpreiszahlung, daher wäre nach dieser Auffassung das Umqualifizierungsrisiko deutlich geringer.

3. Insolvenzrechtliche Lösung

Im Unterschied zu den oben dargestellten Ansätzen tritt *Weber* für eine insolvenzrechtliche Lösung ein. Er will den Forderungskaufvertrag aufgrund der dargestellten Abgrenzungsprobleme nicht umqualifizieren. Vielmehr schlägt er vor, eine Lösung auf der Rechtsfolgenseite vorzunehmen und dem SPV im Fall der Insolvenz des *Originators* kein Aussonderungsrecht zuzugestehen, wenn (i) eine Sicherungsabtretung gegeben sei oder (ii) ein Umgehungstatbestand vorliege.²⁰¹ In die Bewertung mit einfließen solle außerdem, ob dem *Originator* ein Anspruch auf Rückübertragung der verbrieften Forderungen zustehe.²⁰²

¹⁹⁴ *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 74.

¹⁹⁵ *Meyer*, in: Meyer/Primožic (Hrsg), Die Verbriefungstransaktion, 21 (40).

¹⁹⁶ *Sethe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, § 114a, Rn. 74.

¹⁹⁷ *Geiger*, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11; *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 21.34.

¹⁹⁸ *Ibid.*

¹⁹⁹ *Fleckner*, ZIP 2004, 585 (592).

²⁰⁰ *Geiger*, in Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11; *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 21.34.

²⁰¹ *Weber*, Asset Backed Securities, 185.

²⁰² *Ibid.*, 186.

4. Anreizbezogene Überlegungen

Wie oben gezeigt wurde gehen die Ansichten wie mit der „*True-Sale-Problem*“ umzugehen ist, auseinander. An dieser Stelle soll nicht abschließend bewertet werden, welche Lösung die interessengerechteste ist. Entscheidend ist, dass rechtliche Unsicherheit bezüglich eines wichtigen Elements der Verbriefungstransaktion besteht, dessen Einordnung – je nach Ansicht – gravierende Folgen für den Bestand der Transaktion als solche haben kann. Bis diese Rechtsfrage höchstrichterlich entschieden oder gesetzlich geregelt wurde, ob und unter welchen Umständen die Forderungsveräußerung als *True Sale* für die Zwecke des Insolvenzrechts anzusehen ist, wird die Unsicherheit fortbestehen.

Eine Klärung des Problems ist gerade auch mit Blick auf die zuwiderlaufenden Interessen der Transaktionsteilnehmer wichtig (*Principal-Agent-Problem*). Schließt man sich der in der Literatur weit überwiegend vertretenen Auffassung an, dass es für die Einordnung allein auf die Verteilung des Delkredere-Risikos ankommt, so sind die Parteien im Zweifel bessergestellt, wenn der *Originator* möglichst kein oder nur ein geringes Risiko übernimmt. Diese Lösung ist jedoch für die Sicherheit und Funktionalität des Verbriefungsmarktes nicht ideal: Der *Originator* steht ganz am Anfang der Verbriefungstransaktion, für ihn ist es grundsätzlich nicht wichtig, dass die *Assets* über einen langen Zeitraum gut performen.²⁰³ Seine Vergütung hängt zum großen Teil vom Transaktionsvolumen ab.²⁰⁴

Dadurch hat der *Originator* einen starken Anreiz, möglichst viele Forderungen zu schaffen, die er anschließend verbrieft („*originate to distribute*“). Dies betrifft auch Forderungen mit hohen Risiken bzw. einer schlechten Risiko-Rendite-Relation. Es ist für den *Originator* außerdem vorteilhaft, die Qualität des Portfolios und der Verbriefungstranchen überzubewerten, um sich günstiger refinanzieren zu können.²⁰⁵ Konkret liegt ein *Moral-Hazard-Problem* insofern vor, als der *Originator* keinen Anreiz zur sorgfältigen Auswahl der Kreditnehmer (Screening) hat, da die anschließende Verbriefung mit Risikoübergang keine langfristig negativen Auswirkungen bei ihm belässt.²⁰⁶ Daher ist es vorteilhaft, den *Originator* auch langfristig an dem Erfolg bzw. Misserfolg der Transaktion zu beteiligen.²⁰⁷

Auch der europäische Gesetzgeber hielt es vor dem Hintergrund der bestehenden *Moral-Hazard-Problem* für notwendig, die Interessen der Transaktionsparteien „in Einklang zu bringen“.²⁰⁸ Damit dies erreicht werden könne, müsse der *Originator* „in signifikanten Umfang ein Interesse an der der Verbriefung zugrunde liegenden Risikopositionen zurückbehalten“.²⁰⁹ Eine Risikobeteiligung in Form eines Selbstbehalts ist

²⁰³ Kumpan, *Journal of Corporate Law Studies*, (9, 2009), 261 (269).

²⁰⁴ *Ibid.*; Kumpan, in: Allmendinger/Dorn/Lang/Lumpp/Steffek (Hrsg), *Corporate Governance*, 209 (215).

²⁰⁵ Siepmann, *Selbstbehalt*, 121; Kumpan, *Journal of Corporate Law Studies*, (9, 2009), 261 (269); Kumpan, in: Allmendinger/Dorn/Lang/Lumpp/Steffek (Hrsg), *Corporate Governance*, 209 (215).

²⁰⁶ *Ibid.*

²⁰⁷ Siepmann, *Selbstbehalt*, 123.

²⁰⁸ ErwGr. 10 ABS-VO.

²⁰⁹ *Ibid.*

grundsätzlich geeignet, die Anreizprobleme und resultierenden Gefahren zu verringern.²¹⁰ Die Anreizwirkung eines Selbstbehalts steht und fällt mit dessen konkreter Ausgestaltung, insbesondere mit Höhe und Berechnung.²¹¹ In wissenschaftlichen Modellrechnungen wurde ein Risikoselbstbehalt von 15-25% der Erstverlusttranche vorgeschlagen.²¹² Auch während der Diskussionen zur neuen ABS-VO wurde für bestimmte Risikoübernahmen eine Beteiligung bis zu 20% gefordert.²¹³ Die Verordnung selbst sieht jedoch nur einen Selbstbehalt in Höhe von 5% vor, der damit auch unter der oben dargestellten 9% Grenze für die Umqualifizierung liegt. Die Berechnung der Art und Höhe des Selbstbehalts ist jedoch – wie *Siepmann* zeigt – sehr komplex. Da die Effizienz des Selbstbehalts sehr stark abhängig ist von der Struktur der Verbriefung und makroökonomischen Faktoren, ist es kaum möglich, eine effiziente Selbstbehaltsregelung mit Anspruch auf Allgemeingültigkeit zu definieren.²¹⁴ An dieser Stelle soll keine Bewertung der aktuellen regulierungsrechtlichen Vorgaben vorgenommen werden.

Die Diskussion zeigt jedoch, dass ein Festhalten an der 9%-Grenze für die rechtliche Einordnung der Forderungsveräußerung, wie in weiten Teilen der Literatur vertreten, ein Hindernis für eine effiziente und sichere Strukturierung einer Verbriefungstransaktion darstellt. Muss der *Originator* zu mindestens 5% an dem mit der Transaktion verbundenen Risiko beteiligt sein und darf er zugleich nicht mehr als 9% der Ausfälle tragen, besteht angesichts der Komplexität der Ankaufsdokumentation und der Vielzahl von Vertragsgestaltungen, die als Einbehalt von Delkredererisiko gedeutet werden können, die Gefahr, dass bereits wenige zusätzliche vertragliche Elemente zur Umqualifizierung führen.

Daher sollte eine gesetzliche Klarstellung zur Behandlung der Forderungsveräußerung getroffen werden. Der deutsche Gesetzgeber hat eine solche Regelung bereits für Verbriefungstransaktionen, die in ein Verbriefungsregister eingetragen werden, § 22a KWG, geschaffen: Auch für die Anwendbarkeit der Regelungen ist eine Veräußerung des Refinanzierungsgegenstandes notwendig, es schadet gem. § 22j Abs. 4 KWG jedoch nicht, wenn der *Originator* das Risiko der Werthaltigkeit der Veräußerungsgegenstände behält. Es soll wohl genügen, dass die Veräußerungsvereinbarung formal als Kauf ausgestaltet ist.²¹⁵

Ähnlich ist dies auch in Luxemburg geregelt: Das Gesetz bestimmt, dass die Forderungsveräußerung an ein SPV als *True Sale* einzuordnen ist und eine Requalifizierung ausgeschlossen wird, selbst wenn eine Pflicht des SPV besteht, die Forderung an den *Originator* zurück zu übertragen, Art. 56 Abs. 1 Verbriefungsgesetz.²¹⁶

²¹⁰ *Siepmann*, Selbstbehalt, 123.

²¹¹ *Ibid.*, 124.

²¹² *Frankel/Krahnen*, CFS Working Paper No. 2008/31, 12, 15.

²¹³ *Flunkerl/Schlösser/Weber*, Der neue europäische Rahmen für ABS-Transaktionen (Fn. 84), 10.

²¹⁴ Vgl. *Siepmann*, Selbstbehalt, 127-131.

²¹⁵ *Geiger*, in Langenbacher/Bliesener/Spindler (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, Rn. 20.11

²¹⁶ *Linklaters Luxembourg*, Johnson (Hrsg), Special Report on Securitization in Europe: 2005, 134; Konkret heißt es: “*The claim assigned to a securitisation undertaking becomes part of its property as from the date on which the assignment becomes effective, notwithstanding any undertaking by the securitisation undertaking to reassign the claim at a later date. The assignment cannot be recharacterised on grounds relating to the existence of such an undertaking.*”, Art. 56 Abs. 1 Verbriefungsgesetz.

E. Fazit

Das deutsche Recht bietet *de lege lata* keinen fruchtbaren Boden für einen starken deutschen Verbriefungsmarkt. Wie die Untersuchung gezeigt hat, sind die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Schaffung eines SPV aus gesellschafts-, insolvenz- und steuerrechtlichen Gründen nicht ideal. Die Anerkennung und Durchsetzung der unerlässlichen Non-Petition- und *Limited-Recourse*-Klauseln sind fragwürdig. Große Rechtsunsicherheit besteht auch bezüglich der rechtlichen Einordnung der Forderungsübertragung.

Dem von der europäischen Union vorgegebenen Kurs zur Stärkung des Verbriefungsmarktes und der damit verbundenen Vervollständigung der Kapitalmarktunion kann Deutschland also nicht folgen. Die Maßnahmen der Union, die auf die Erhöhung des Verbriefungsvolumen im Binnenmarkt zielen, können ihre Wirkung in Deutschland nur bedingt entfalten, da in Bereichen der originär nationalen Zuständigkeit die hierfür notwendige Rechtssicherheit oft nicht besteht. Damit bleiben die Bemühungen unvollständig und die deutsche Wirtschaft muss auf ausländische Vehikel und ausländisches Recht ausweichen, um die Vorteile des Verbriefungsmarktes nutzen zu können. Gerade kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), die insbesondere von einem Zugang zum Verbriefungsmarkt profitieren sollen, wird so der Zugang zu dieser Refinanzierungsmöglichkeit erschwert.

In einem großen Spannungsfeld stehen außerdem die nationalrechtliche „Vorgabe“, die Risikoübernahme des *Originators* möglichst gering zu halten, um der Gefahr der Umqualifizierung entgegenzuwirken, und die europarechtliche Zielvorgabe, Mindestselbstbehalte zu vereinbaren, da diese die Transaktion sicherer gestalten und den Kapitalmarkt stabilisieren.

Der deutsche Gesetzgeber sollte daher ein eigenes Verbriefungsgesetz schaffen, das die aufgezeigten rechtlichen Unsicherheiten adressiert. Zwar gibt es bereits einige sinnvolle Regulierungsansätze, diese sollten jedoch ausgeweitet und ergänzt werden. Der Gesetzgeber kann hierbei auf Regulierungsmechanismen aus anderen Fachbereichen zurückgreifen, exemplarisch sei hier auf die Möglichkeit der „Reservierung“ von Vermögen im Versicherungsrecht verwiesen.

Gerade zum jetzigen Zeitpunkt, in dem sich Deutschland im Zuge des Brexits in einem verstärkten Wettbewerb mit anderen Rechtsordnungen befindet und viele internationale Kreditinstitute ihr europäisches Haupthaus nach Deutschland verlegen, wäre ein Verbriefungsgesetz ein weiterer Baustein für den Weg Deutschlands zu einem starken Standort der Finanzindustrie. Dies gilt umso mehr, als Verbriefungen zunehmend auch für nachhaltige Anlagen genutzt werden (sog. *Green ABS*) und die Transformation des Industriestandorts Deutschland unterstützen können.

SCHRIFTTUM

- Arlt*, Roland, Rechtsfragen des Risikoeinhalts bei Verbriefungen nach §§ 18a und 18 b KWG, Wertpapier-Mitteilungen Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2012, 107-115.
- True Sale Securitisation unter besonderer Berücksichtigung der Rechtslage in Deutschland und Italien, Berlin 2009.
- Basler-Gretic*, Philip/*Buchler*, Danièle/*Kaysers*, Nicki/*Schummer*, Laurent, Zweckgesellschaften nach Luxemburger Recht, in: Zerey, Jean Claude (Hrsg), Zweckgesellschaften, Baden-Baden 2013, 193-226.
- Bąk*, Jacek/*Balawjeder*, Agnes, Entdecker gesucht – Securitization in Polen, Wirtschaft und Recht in Osteuropa 2005, 270-275.
- Bechtold*, Hartmut, ABS zwischen neuem Investorenvertrauen, Regulierung und Zentralbankpolitik, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2012, 372-376.
- Bertl*, Andreas, Verbriefungen von Forderungen, Wiesbaden 2004.
- Bosak*, Jan Michael, Asset Backed Securities, Rechtliche Bilanzielle und Steuerliche Aspekte, Aachen 2006.
- Cremer*, Kurt, Das pactum de non petendo, Köln 1959.
- Dauner-Lieb*, Barbara/*Langen*, Werner, BGB-Schuldrecht, Band 2, 3. Auflage, Bonn 2016.
- Delhaes*, Wolfgang, Der Insolvenzantrag – verfahrens-, und kostenrechtliche Probleme der Konkurs- und Vergleichsantragsstellung, Frankfurt am Main 1994.
- Deloitte* (Hrsg), Asset Securitisation in Germany, 4. Auflage 2012, München.
- Dittrich*, Kurt, Strukturierte Finanzierungen, in: Zerey, Jean Claude (Hrsg), Zweckgesellschaften, Baden-Baden 2013, 35-39.
- Dreyer*, Gerhard/*Schmid*, Hubert/*Kronat*, Oliver, Bilanzbefreiende Wirkung von Asset-Backed-Securities Transaktionen – Kritische Anmerkungen zur IDW Stellungnahme IDW RS HFA 8, Der Betriebsberater 2003, 92-98.
- Drinhausen*, Florian, Gesellschaftsrechtliche Behandlung, in: Zerey, Jean Claude (Hrsg), Zweckgesellschaften, Baden-Baden 2013, 53-80.
- Ekkenga*, Jens/*Schröer*, Henning (Hrsg), Handbuch der AG-Finanzierung, Köln 2014.
- European Central Bank*, Recent Developments in Securitisation, February 2011, Abrufbar unter: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/recentdevelopmentinsecuritisation201102en.pdf>> (besucht am 26. Juli 2020).
- Fleckner*, Andreas M., Die Insolvenzfestigkeit „lediglich schuldrechtlicher Treuhandabreden“, zur Abgrenzung von Forderungskauf und Darlehensgewährung soweit zum Anwendungsbereich des §103 InsO – zugleich Besprechung von BGH ZIP 2003, 1613, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, 585-598.
- Flunker*, Andrea/*Schlösser*, Tanja/*Weber*, Andreas, Der neue europäische Rahmen für ABS-Transaktionen, Deloitte White Paper No. 81, Januar 2018, erhältlich im Internet:

- <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte_Der%20neue%20europäische%20Rahmen%20für%20ABS-Transaktionen.pdf> (besucht am 26. Juli 2020).
- Franke, Günther/Krahnen, Jan Pieter*, The Future of Securitization, CFS Working Paper No. 2008/31, erhältlich im Internet: <https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/08_31.pdf> (besucht am 26. Juli 2020).
- Freis-Janik, Isabelle*, Factoring, in: Kümpel, Siegfried (Begr.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, Köln 2019, 972-983.
- Geiger, Martin M.*, Asset Backed Securities, in: Habersack, Matthias/Mülbert, Peter/Schlitt, Michael (Hrsg), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Auflage, München 2019, 748-770.
- Verbriefungen von Bankforderungen, in: Langenbacher, Katja/Bliesener, Dirk H./Spindler, Gerhardt (Hrsg), Bankrechts-Kommentar, 2. Auflage, München 2016, 1309-1335.
- Gsell, Beate/Krüger, Wolfgang/Lorenz, Stephan/Reymann, Christoph*, beck-online.Großkommentar, Bürgerliches Gesetzbuch, Stand: 01. Januar 2020, München 2020.
- Gorton, Gary/Soules, Nicholas*, Special Purpose Vehicles and Securitization, in: Carey, Mark/Stulz, René (Hrsg), The Risks of Financial Institutions, Chicago 2007, 549-601.
- Gottwald, Peter* (Hrsg), Insolvenzrechts-Handbuch, 5. Auflage, München 2015.
- Helios, Marcus/Kröger, Tobias*, Steuerrechtliche Behandlung, in: Zerey, Jean Claude (Hrsg), Zweckgesellschaften, Baden-Baden 2013, 129-141.
- Hellgardt, Alexander*, Der europäische Rechtsrahmen für Verbriefungen, Zu einem zentralen Baustein der Kapitalmarktunion, Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2019, 709-716.
- Hirte, Heribert/Vallender, Heinz* (Hrsg) Uhlenbruck Insolvenzordnung, 15. Auflage, München 2019.
- Jaeger, Ernst* (Begr.), Insolvenzordnung, Band 1 §§ 1-55, Berlin 2004.
- Konkursordnung mit Einführungsgesetzen, 8. Auflage, Berlin 1959.
- Jung, Philipp/Eriksson, Per-Erik*, Microfinance Loan Obligations, Structured Finance for Microfinance Investments, in: de Vries Robbé, Jan Jobb/ Ali, Paul U. (Hrsg), Innovations in Securitisation, Yearbook 2006, 179-191.
- Kayser, Godehardt/Thole, Christoph* (Hrsg), Heidelberger Kommentar zum Insolvenzrecht, 9. Auflage, Heidelberg 2018.
- Klee, Kenneth/Butler, Brendt*, Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and other Securitization Issues, 35 Uniform Commercial Code Law Journal 23 (2002), 1-33.
- Klüwer, Arne C.*, Asset-Backed Securitisation: Grundlagen und ausgewählte Rechtsfragen eines Finanzierungsmodells aus der Perspektive des deutschen und des US-amerikanischen Rechts, München 2001.
- Kreppel, Ulf/Baierlein, Daniel*, Des Kaisers neue Kleider: Der Risikoselbstbehalt bei Verbriefungen nach Artikel 122a CRD bzw. §§ 18a, 18b KWG, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2011, 228-235.

- Kübler, Bruno M./Prütting, Hanns/Bork, Reinhard*, Inso-Texte, 9. Auflage, Köln 2017.
- Kumpan, Christoph*, Die Europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2016, 2-35.
- Die Verbriefung von Darlehensforderungen: Neue Regelungen in der EU, in: Allmendinger, Christoph/Dorn, Friederike/Lang, Thomas/Lumpp, Stephanie/Steffek, Felix (Hrsg), *Corporate Governance nach der Finanz- und Wirtschaftskrise, Vorbilder und Ziele eines modernen Wirtschaftsrechts*, Heidelberg/Tübingen 2011, 209-232.
 - Conflict of Interests: Adjusting Incentives, *Journal of Corporate Law Studies* 9 (2009), 261-294.
- Lackhoff, Klaus*, Was ist (k)eine Verbriefung, *Wertpapier-Mitteilungen Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 2012 (39), 1851-1860.
- Langenbucher, Katja/Bliesener, Dirk/Spindler, Gerald*, *Bankrechts-Kommentar*, 2. Auflage, München 2016.
- Larenz, Karl/Canaris, Claus-Wilhelm*, *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*, 3. Auflage, Berlin 1995.
- Lehmann, Matthias*, *Finanzinstrumente – Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände*, Tübingen 2009.
- Linklaters Luxembourg*, *The Luxemburg Securitisation Law 2004*, in: Johnson, Amanda D. (Hrsg), *Special Report on Securitization in Europe: 2005*, 132-140.
- Martinek, Michael/Omlor, Sebastian*, *Das Factoring-Geschäft*, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Herman-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, *Bankrechts-Handbuch*, Band 2, 5. Auflage 2017, 1021-1091.
- Marx, Marco*, *Asset-Backed-Securities aus Bankensicht*, Saarbrücken 2006.
- Meljnik, Konstantin/Schneider, Ralf*, Verbriefungen – Neues europäisches Rahmenwerk und geänderte Anforderungen nach der Eigenmittelverordnung, *BaFin Journal* 11/17, 40-44.
- Meyer, Heinrich*, Einführung, in: Meyer, Heinrich/ Primozic, Frank R. (Hrsg), *Die Verbriefungstransaktion, Forderungsbasierte Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Stuttgart 2011, 21-66.
- Möller, Markus*, Die Anleihebedingungen, in: Meyer, Heinrich/ Primozic, Frank R. (Hrsg), *Die Verbriefungstransaktion, Forderungsbasierte Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Stuttgart 2011, 143-176.
- Möschel, Wernhard*, Die Finanzkrise – Wie soll es weitergehen, *Zeitschrift für Rechtspolitik* 2009, 129-133.
- Pannen, Klaus/Wolff, Patrick*, ABS-Transaktionen in der Insolvenz des Originators – das Doppeltreuhandmodell und die neuen Refinanzierungsregister, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2006, 52-57.
- Peter, Hansjörg*, Verzicht auf Rechte und Befugnisse insbesondere im Obligationenrecht, Kausale und abstrakte Verfügungen, *Archiv für die civilistische Praxis* 200 (2000), 149-191.

- Primožic*, Frank R., Der Risikotransfer, in: Meyer, Heinrich/ Primožic, Frank R. (Hrsg), Die Verbriefungstransaktion, Forderungsbasierte Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Stuttgart 2011, 81-143.
- PWC Luxembourg*, Securitisation in Luxembourg – A comprehensive guide, 2019, erhältlich im Internet: <<https://www.pwc.lu/en/securitisation/docs/pwc-securitisation-in-luxembourg.pdf>> (besucht am: 7. Januar 2021).
- Rudolph*, Bernd/*Scholz*, Julia, Pooling and Tranching im Rahmen von ABS, Discussion Paper 2007-04, Munich School of Management, München 2007, erhältlich im Internet: <<https://pdfs.semanticscholar.org/7d7c/fe9c841adb90a33fd794ebb3bcd2c25d0805.pdf>>.
- Rutovic*, Ursula, Die Zweckgesellschaft und ihre Verwaltung, in: Meyer, Heinrich/ Primožic, Frank R. (Hrsg) Die Verbriefungstransaktion, Forderungsbasierte Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Stuttgart 2011, 179-206.
- Säcker*, Franz Jürgen/*Rixecker*, Roland/*Oetker*, Hartmut/*Limperg*, Bettina (Hrsg), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 3 Schuldrecht – Allgemeiner Teil, 7. Auflage, München 2018.
- Sethe*, Rolf, Verbriefungen von Forderungen – Asset Backed Securities („ABS“), in: Schimansky, Herbert/Bunte, Herman-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Auflage 2017, 1839-1871.
- Shiblaq*, Bishr, Luxemburg, in: RedMoney (Hrsg), The Islamic Finance Handbook, Hoboken, 2014, 287-303.
- Siepmann*, Hiltrun, Selbstbehalt bei Verbriefungen, Tübingen 2011.
- Schmittat*, Johannes E., Asset Backed Securities, Die Verbriefung von Handelsforderungen als Finanzalternative für den großen Mittelstand, Wiesbaden 2007.
- Staudinger*, Julius (Begr.), Bürgerliches Gesetzbuch, Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse: §§ 397-432 (Erlass, Abtretung, Schuldübernahme, Mehrheit von Schuldnern und Gläubigern), Neubearbeitung 2017, Berlin 2017.
- Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse: §§ 488-490; 607-609 (Darlehensrecht), Neubearbeitung 2017, Berlin 2017.
- Stein*, Friedrich/*Jonas*, Martin (Begr.), Kommentar zur Zivilprozessordnung, 23. Auflage, Tübingen 2014.
- Stürner*, Rolf/*Eidenmüller*, Horst/*Schoppmeyer*, Heinrich, Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, Band 1, §§ 1-79, 4. Auflage, München 2019.
- Struffert*, Ralf, Asset Backed Securities – Transaktionen und Kreditderivate nach IFRS und HGB, Wiesbaden 2006.
- Timme*, Michael, Erlass und Verzicht im Zivil- und Wirtschaftsrecht, Hamburg 2011.
- True Sale International*, ABS Markt in Deutschland – Qualität mit Nutzungspotential, erhältlich im Internet: <<https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/>> (besucht am 26. Juli 2020).
- Vorwerk*, Volker/*Wolf*, Christian, Beck'scher Onlinekommentar Zivilprozessordnung, 34. Edition, Stand 01. September 2019, München 2019.

- Wassermeyer, Franz/Kaesler, Christian/Schwenke, Michael/Drüen, Klaus-Dieter* (Hrsg), Doppelbesteuerung, Kommentar zu allen deutschen Doppelbesteuerungsabkommen, 147. Ergänzungslieferung, München 2019.
- Weber, Christoph Andreas*, Die insolvenzfeste Refinanzierung von Forderungen durch Asset-Backed Securities, Berlin 2011.
- Weller, Michael/Kronat, Oliver*, Verbriefung von Non-Performing Loans, in: Kohler/Obermüller, Manfred/ Wittig, Arne (Hrsg), Gedächtnisschrift für Ulrich Bosch, Recklinghausen 2006, 261-292.
- Wiese, Götz Tobias*, Steuerliche Behandlung von Securitisations, Der Betriebsberater 1998, 1713-1720.
- Willburger, Andreas*, Asset-Backed Securities im Zivil- und Steuerrecht, Köln 1997.
- Zanev, Vassilijan/Taillefer, Natalja*, Structured finance and securitisation in Luxembourg: overview, 2019, erhältlich im Internet: <<https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Document/If662c9e2e5ec11e598dc8b09b4f043e0/View/FullText.html?transitionType=CategoryPageItem&contextData=%28sc.Default%29&navId=0B10FF7709A5A6A01CB23CC475F944-B2&comp=pluk>> (besucht am 26. Juli 2020).
- Zeising, Michael*, Asset Backed Securities (ABS) – Grundlagen und neuere Entwicklungen, BKR 2007, 311-317.
- Zöller, Richard* (Begr.), Zivilprozessordnung, 33. Auflage, Köln 2020.

Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht

(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368 (print)
ISSN 1868-1778 (elektr.)

Bislang erschienene Hefte

- Heft 100 Ernst-Joachim Mestmäcker, Die Wirtschaftsverfassung der EU im globalen Systemwettbewerb, März 2011, ISBN 978-3-86829-346-3
- Heft 101 Daniel Scharf, Das Komitologieverfahren nach dem Vertrag von Lissabon – Neuerungen und Auswirkungen auf die Gemeinsame Handelspolitik, Dezember 2010, ISBN 978-3-86829-308-1
- Heft 102 Matthias Böttcher, „Clearstream“ – Die Fortschreibung der Essential Facilities-Doktrin im Europäischen Wettbewerbsrecht, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-318-0
- Heft 103 Dana Ruddigkeit, Die kartellrechtliche Beurteilung der Kopplungsgeschäfte von *eBay* und *PayPal*, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-316-6
- Heft 104 Christian Tietje, Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenen-system des Rechts, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-320-3
- Heft 105 Jürgen Bering/Tillmann Rudolf Braun/Ralph Alexander Lorz/Stephan W. Schill/Christian J. Tams/Christian Tietje, General Public International Law and International Investment Law – A Research Sketch on Selected Issues –, März 2011, ISBN 978-3-86829-324-1
- Heft 106 Christoph Benedict/Patrick Fiedler/Richard Happ/Stephan Hobe/Robert Hunter/Lutz Kniprath/Ulrich Klemm/Sabine Konrad/Patricia Nacimiento/Hartmut Paulsen/Markus Perkams/Marie Louise Seelig/Anke Sessler, The Determination of the Nationality of Investors under Investment Protection Treaties, März 2011, ISBN 978-3-86829-341-8
- Heft 107 Christian Tietje, Global Information Law – Some Systemic Thoughts, April 2011, ISBN 978-3-86829-354-8
- Heft 108 Claudia Koch, Incentives to Innovate in the Conflicting Area between EU Competition Law and Intellectual Property Protection – Investigation on the Microsoft Case, April 2011, ISBN 978-3-86829-356-2
- Heft 109 Christian Tietje, Architektur der Weltfinanzordnung, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-358-6
- Heft 110 Kai Hennig, Der Schutz geistiger Eigentumsrechte durch internationales Investitionsschutzrecht, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-362-3
- Heft 111 Dana Ruddigkeit, Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-369-2

- Heft 112 Beatriz Huarte Melgar/Karsten Nowrot/Wang Yuan, The 2011 Update of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Balanced Outcome or an Opportunity Missed?, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-380-7
- Heft 113 Matthias Müller, Die Besteuerung von Stiftungen im nationalen und grenzüberschreitenden Sachverhalt, Juli 2011, ISBN 978-3-86829-385-2
- Heft 114 Martina Franke, WTO, China – Raw Materials: Ein Beitrag zu fairem Rohstoffhandel?, November 2011, ISBN 978-3-86829-419-4
- Heft 115 Tilman Michael Dralle, Der Fair and Equitable Treatment-Standard im Investitionsschutzrecht am Beispiel des Schiedsspruchs *Glamis Gold v. United States*, Dezember 2011, ISBN 978-3-86829-433-0
- Heft 116 Steffen Herz, Emissionshandel im Luftverkehr: Zwischen EuGH-Entscheidung und völkerrechtlichen Gegenmaßnahmen?, Januar 2012, ISBN 978-3-86829-447-7
- Heft 117 Maria Joswig, Die Geschichte der Kapitalverkehrskontrollen im IWF-Übereinkommen, Februar 2012, ISBN 978-3-86829-451-4
- Heft 118 Christian Pitschas/Hannes Schloemann, WTO Compatibility of the EU Seal Regime: Why Public Morality is Enough (but May not Be Necessary) – The WTO Dispute Settlement Case “European Communities – Measures Prohibiting the Importation and Marketing of Seal Products”, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-484-2
- Heft 119 Karl M. Meessen, Auf der Suche nach einem der Wirtschaft gemäßen Wirtschaftsrecht, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-488-0
- Heft 120 Christian Tietje, Individualrechte im Menschenrechts- und Investitionsschutzbereich – Kohärenz von Staaten- und Unternehmensverantwortung?, Juni 2012, ISBN 978-3-86829-495-8
- Heft 121 Susen Bielesch, Problemschwerpunkte des Internationalen Insolvenzrechts unter besonderer Berücksichtigung der Durchsetzung eines transnationalen Eigentumsvorbehalts in der Insolvenz des Käufers, Juli 2012, ISBN 978-3-86829-500-9
- Heft 122 Karsten Nowrot, Ein notwendiger „Blick über den Tellerrand“: Zur Ausstrahlungswirkung der Menschenrechte im internationalen Investitionsrecht, August 2012, ISBN 978-3-86829-520-7
- Heft 123 Henrike Landgraf, Das neue Komitologieverfahren der EU: Auswirkungen im EU-Antidumpingrecht, September 2012, ISBN 978-3-86829-518-4
- Heft 124 Constantin Fabricius, Der Technische Regulierungsstandard für Finanzdienstleistungen – Eine kritische Würdigung unter besonderer Berücksichtigung des Art. 290 AEUV, Februar 2013, ISBN 978-3-86829-576-4
- Heft 125 Johannes Rehahn, Regulierung von „Schattenbanken“: Notwendigkeit und Inhalt, April 2013, ISBN 978-3-86829-587-0
- Heft 126 Yuan Wang, Introduction and Comparison of Chinese Arbitration Institutions, Mai 2013, ISBN 978-3-86829-589-4

- Heft 127 Eva Seydewitz, Die Betriebsaufspaltung im nationalen und internationalen Kontext – kritische Würdigung und Gestaltungsüberlegungen, August 2013, ISBN 978-3-86829-616-7
- Heft 128 Karsten Nowrot, Bilaterale Rohstoffpartnerschaften: Betrachtungen zu einem neuen Steuerungsinstrument aus der Perspektive des Europa- und Völkerrechts, September 2013, ISBN 978-3-86829-626-6
- Heft 129 Christian Tietje, Jürgen Bering, Tobias Zuber, Völker- und europarechtliche Zulässigkeit extraterritorialer Anknüpfung einer Finanztransaktionssteuer, März 2014, ISBN 978-3-86829-671-6
- Heft 130 Stephan Madaus, Help for Europe's Zombie Banks? – Open Questions Regarding the Designated Use of the European Bank Resolution Regime, Juli 2014, ISBN 978-3-86829-700-3
- Heft 131 Frank Zeugner, Das WTO Trade Facilitation-Übereinkommen vom 7. Dezember 2013: Hintergrund, Analyse und Einordnung in den Gesamtkontext der Trade Facilitation im internationalen Wirtschaftsrecht, Oktober 2014, ISBN 978-3-86829-735-5
- Heft 132 Joachim Renzikowski, Strafvorschriften gegen Menschenhandel und Zwangsprostitution de lege lata und de lege ferenda, November 2014, ISBN 978-3-86829-739-3
- Heft 133 Konrad Richter, Die Novellierung des InvStG unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zum Außensteuergesetz, März 2015, ISBN 978-3-86829-744-7
- Heft 134 Simon René Barth, Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR, April 2015, ISBN 978-3-86829-752-2
- Heft 135 Johannes Ungerer, Das europäische IPR auf dem Weg zum Einheitsrecht Ausgewählte Fragen und Probleme, Mai 2015, ISBN 978-3-86829-754-6
- Heft 136 Lina Lorenzoni Escobar, Sustainable Development and International Investment: A legal analysis of the EU's policy from FTAs to CETA, Juni 2015, ISBN 978-3-86829-762-1
- Heft 137 Jona-Marie Winkler, Denial of Justice im internationalen Investitionsschutzrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, September 2015, ISBN 978-3-86829-778-2
- Heft 138 Andrej Lang, Der Europäische Gerichtshof und die Investor-Staat-Streitbeilegung in TTIP und CETA: Zwischen Konfrontation, Konstitutionalisierung und Zurückhaltung, Oktober 2015, ISBN 978-3-86829-790-4
- Heft 139 Vinzenz Sacher, Freihandelsabkommen und WTO-Recht Der Peru-Agricultural Products Fall, Dezember 2015, ISBN 978-3-86829-814-7
- Heft 140 Clemens Wackernagel, The Twilight of the BITs? EU Judicial Proceedings, the Consensual Termination of Intra-EU BITs and Why that Matters for International Law, Januar 2016, ISBN 978-3-86829-820-8
- Heft 141 Christian Tietje/Andrej Lang, Community Interests in World Trade Law, Dezember 2016, ISBN 978-3-86829-874-1

- Heft 142 Michelle Poller, Neuer Sanktionsrahmen bei Kapitalmarktdelikten nach dem aktuellen europäischen Marktmissbrauchsrecht - Europarechtskonformität des 1. Finanzmarktmissbrauchsrichtlinienpakets?, Januar 2017, ISBN 978-3-86829-876-5
- Heft 143 Katja Gehne/Romulo Brillo, Stabilization Clauses in International Investment Law: Beyond Balancing and Fair and Equitable Treatment, März 2017, ISBN 978-3-86829-885-7
- Heft 144 Kevin Crow/Lina Lorenzoni Escobar, International Corporate Obligations, Human Rights, and the URBASER Standard: Breaking New Ground?, ISBN 978-3-86829-899-4
- Heft 145 Philipp Stegmann, The Application of the Financial Responsibility Regulation in the Context of the Energy Charter Treaty – Case for Convergence or “Square Peg, Round Hole”?, September 2017, ISBN 978-3-86829-913-7
- Heft 146 Vinzenz Sacher, Neuer Kurs im Umgang mit China? Die Reformvorschläge zum EU-Antidumpingrecht und ihre Vereinbarkeit mit WTO-Recht, Oktober 2017, ISBN 978-3-86829-918-2
- Heft 147 Maike Schäfer, Die Rechtsstellung des Vereinigten Königreiches nach dem Brexit in der WTO: Verfahren, Rechtslage, Herausforderungen, November 2017, ISBN 978-3-86829-924-3
- Heft 148 Miriam Elsholz, Die EU-Verordnung zu Konfliktmineralien Hat die EU die richtigen Schlüsse aus bestehenden Regulierungsansätzen gezogen?, Dezember 2017, ISBN 978-3-86829-926-7
- Heft 149 Andreas Kastl, Brexit - Auswirkungen auf den Europäischen Pass für Banken, April 2018, ISBN 978-3-86829-936-6
- Heft 150 Jona Marie Winkler, Das Verhältnis zwischen Investitionsschiedsgerichten und nationalen Gerichten: Vorläufiger Rechtsschutz und Emergency Arbitrator, April 2018, ISBN 978-3-86829-946-5
- Heft 151 Hrabrin Bachev, Yixian Chen, Jasmin Hansohm, Farhat Jahan, Lina Lorenzoni Escobar, Andrii Mykhailov, Olga Yekimovskaya, Legal and Economic Challenges for Sustainable Food Security in the 21st Century, DAAD and IAMO Summer School, April 2018, ISBN (elektr.) 978-3-86829-948-9
- Heft 152 Robin Misterek, Insiderrechtliche Fragen bei Unternehmensübernahmen Transaktionsbezogene Nutzung und Offenlegung von Insiderinformationen unter der Marktmissbrauchsverordnung, April 2018, ISBN 978-3-86829-949-6
- Heft 153 Christian Tietje, Vinzenz Sacher, The New Anti-Dumping Methodology of the European Union – A Breach of WTO-Law?. Mai 2018, ISBN 978-3-86829-954-0
- Heft 154 Aline Schäfer, Der Report of the Human Rights Council Advisory Committee on the activities of vulture funds and the impact on human rights (A/HRC/33/54): Hintergrund, Entwicklung, Rechtsrahmen sowie kritische völkerrechtliche Analyse, Juni 2018, ISBN 978-3-86829-957-1
- Heft 155 Sabrina Birkner, Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation im Kontext nationalen und europäischen Rechts, Juli 2018, ISBN 978-3-86829-960-1

- Heft 156 Andrej Lang, Die Autonomie des Unionsrechts und die Zukunft der Investor-Staat-Streitbeilegung in Europa nach Achmea, Zugleich ein Beitrag zur Dogmatik des Art. 351 AEUV, Juli 2018, ISBN 978-3-86829-962-5
- Heft 157 Valentin Günther, Der Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung zur Schaffung eines Rahmens für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in der Europäischen Union – Investitionskontrolle in der Union vor dem Hintergrund kompetenzrechtlicher Fragen, August 2018, ISBN 978-3-86829-965-6
- Heft 158 Philipp Tamblé, Les dispositions sur le droit de la concurrence dans les accords d'intégration régionale, August 2018, ISBN 978-3-86829-967-0
- Heft 159 Georgios Psaroudakis, Proportionality in the BRRD: Planning, Resolvability, Early Intervention, August 2018, ISBN 978-3-86829-969-4
- Heft 160 Friedrich G. Biermann, Wissenszurechnung im Fall der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR, März 2019, ISBN 978-3-86829-987-8
- Heft 161 Leah Wetenkamp, IPR und Digitalisierung. Braucht das internationale Privatrecht ein Update?, April 2019, ISBN 978-3-86829-987-8
- Heft 162 Johannes Scholz, Kryptowährungen – Zahlungsmittel, Spekulationsobjekt oder Nullum? Zivilrechtliche und aufsichtsrechtliche Einordnung sowie Bedürfnis und mögliche Ausgestaltung einer Regulierung, Mai 2019, ISBN 978-3-86829-996-0
- Heft 163 Nicolaus Emmanuel Schubert, Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen – Notwendigkeit, Probleme und Risiken, Mai 2019, ISBN 978-3-86829-998-4
- Heft 164 Markus Heinemann, Mehr(Un)Sicherheit? Datenschutz im transatlantischen Verhältnis – Untersuchung des rechtlichen Status-quo, dessen praktische Implikationen und Probleme sowie möglicher Alternativen für den transatlantischen Datenaustausch, Juni 2019, ISBN 978-3-96670-001-6
- Heft 165 Marc Loesewitz, Das WTO Dispute Settlement System in der Krise, Juni 2019, ISBN 978-3-96670-003-0
- Heft 166 Nicolaus Emmanuel Schubert, Digital Corporate Governance - Möglichkeiten für den Einsatz neuer Technologien im Gesellschaftsrecht, September 2019, ISBN 978-3-96670-010-8
- Heft 167 Felix Schleife, Ökonomisches Potential und wettbewerbsrechtliche Grenzen des Influencer-Marketings in sozialen Medien, Oktober 2019, ISBN 978-3-96670-013-9
- Heft 168 Eva Volk, Compliance-Management-Systeme als Wettbewerbsvorteil?, Oktober 2019, ISBN 978-3-96670-015-3
- Heft 169 Rebecca Liebig, Künstliche Intelligenz im Rahmen von Art. 8 EGBGB – Rechtliche Beurteilung des Einsatzes von KI als Stellvertreter im Lichte des Internationalen Privatrechts, Januar 2020, ISBN 978-3-96670-026-9
- Heft 170 Jannis Bertling, Die geplante Überarbeitung der ICSID Arbitration Rules, Juni 2020, ISBN 978-3-96670-043-6

Heft 171 Franziska Kämpel, Asset Backed Securities in Deutschland und Luxemburg, Januar 2021,
ISBN 978-3-96670-061-0

Die Hefte erhalten Sie als kostenlosen Download unter:

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/forschungen-und-publikationen/beitr%C3%A4ge-transnationalen-wirtschaftsrecht>