

# 1. Kapitel: Einleitung

## I. Gegenstand der Untersuchung

Forderungen sind im modernen Kapitalmarkt als Refinanzierungsmittel für Industrie- und Handelsunternehmen sowie Banken nicht mehr wegzudenken.<sup>1</sup> Unternehmen, insbesondere Banken, haben ein gewichtiges Interesse an der „Mobilisierung“ ihres Forderungsbestands zur Kapitalbeschaffung.<sup>2</sup> Auch der österreichische Markt für den Forderungshandel verzeichnet jährlich starke Zuwachsraten.<sup>3</sup> Die praktisch relevantesten Erscheinungsformen des Forderungshandels sind das Factoring,<sup>4</sup> die Verbriefung von Forderungen zu Asset-Backed Securities<sup>5</sup> und, im Speziellen auf notleidende Kreditforderungen bezogen, der Handel mit Non-Performing Loans (NPL).<sup>6</sup>

Gegenstand dieser Dissertation ist die Behandlung zivil- und insolvenzrechtlicher Fragen zu Forderungsverbriefungen („Asset-Backed Securitization“; nachfolgend

- 
- 1 Zur Bedeutung von Forderungen als Handelsgegenstand im Wirtschaftsverkehr und deren Mobilisierung *Eidenmüller*, AcP 2004, 457 (462 ff); *Weber*, Asset-Backed Securities 1; *Kramme*, Bankgeheimnis und Refinanzierungsabtretungen 1; *Schalast/Safran/Sassenberg*, NJW 2008, 1486; *Benders*, Neue Handelsplattform für Kredite startet, handelsblatt.com; *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Der Handel mit faulen Krediten kommt in Schwung, faz.net; *Köhler/Kort*, Banken verkaufen faule Ratenkredite, handelsblatt.com; *Wiktorin*, Auch faule Kredite schmecken Investoren, handelsblatt.com (Stand 4. 4. 2022).
  - 2 *OeNB*, Finanzmarktstabilitätsbericht 69 ff.
  - 3 Das Volumen der angekauften Forderungen im österreichischen Factoringmarkt hat im Jahr 2019 mehr als 27 Mrd € betragen (vgl *Österreichischer Factoringverband*, factoring-verband.at [Stand 4. 4. 2022]).
  - 4 *Welser/Czermak*, RdW 1985, 130; *Kogler/Zöchling-Jud*, ÖBA 2012, 428; *Binder-Degenschild/Schandor*, Factoring; *Zehetner*, Zessionsrecht 136; siehe auch *Achleitner*, Investmentbanking<sup>2</sup> 436; *Bär*, Asset Securitisation 54.
  - 5 *Bär*, Asset-Securitisation; *Bertl*, Verbriefung von Forderungen; *Ricken*, Verbriefung von Krediten und Forderungen; *Achleitner*, Investmentbanking<sup>2</sup> 413 ff; *Weber*, Asset Backed Securities; *Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer*, Kreditrisikotransfer<sup>2</sup> 41 ff; *Geiger* in *Habersack/Müllert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung 748 ff; *Sethe* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch<sup>5</sup> § 114a; *Trettnak*, ÖBA 2003, 397; *Benes*, ÖBA 2005, 73; *Jergitsch* in *Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria* 341; *Früh*, BB 1995, 105; *Waschbusch*, ZBB 1998, 408; *Langner*, zfbf 2002, 656 (659); *Hommel/Schmittat*, ZfgK 2005, 981; *Zeising*, BKR 2007, 311.
  - 6 *Liebler/Schiereck/Schmid*, ÖBA 2004, 649; *Reisch*, ZaK 2008, 247; *Fellner/Jud*, RdW 2009, 630; *Rericha/Arzt*, ÖBA 2011, 89; *Thießen*, ÖBA 2018, 186; *Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer*, Kreditrisiko transfer<sup>2</sup> 21 f; *Rinze/Heda*, WM 2004, 1557; *Lenhard/Lindner*, ZfgK 2005, 973 f; *Nobbe*, ZIP 2008, 97; *Hofmann/Walter*, WM 2004, 1566; *Schmid*, ZfgK 2005, 991.

„ABS“).<sup>7</sup> Bei Verbriefungstransaktionen handelt es sich um ein Mittel der Kapitalmarktfinanzierung, genauer um eine Sonderform von Anleihen,<sup>8</sup> deren historische Ursprünge auf erste Entwicklungen in den 1970er und 1980er Jahren in den USA zurückgehen.<sup>9</sup> Hohe praktische Relevanz hat insbesondere die Verbriefung von Forderungen des täglichen Wirtschaftsverkehrs. Dazu zählen beispielsweise Leasingforderungen aus Automobilfinanzierungen, Forderungen aus Hypothekardarlehen oder Kreditkartenforderungen.<sup>10</sup> Diese Aufzählung wird der Vielzahl verschiedenster Arten von verbrieften Forderungen jedoch kaum gerecht, wie die Verbriefung von Forderungen aus New Yorker Strafzetteln zeigt.<sup>11</sup>

Ganz allgemein ist Gegenstand einer Verbriefungstransaktion die entgeltliche Abtretung von im Rahmen der Geschäftstätigkeit eines Industrie- oder Handelsunternehmens („Originator“) generierter Forderungen an eine Zweckgesellschaft,<sup>12</sup> die sich durch Begebung von Wertpapieren auf dem Kapitalmarkt refinanziert.<sup>13</sup> Die von der Zweckgesellschaft emittierten Wertpapiere werden entweder auf dem internationalen Kapitalmarkt oder im Zuge eines sogenannten „Private Placement“ Investoren<sup>14</sup> zum Kauf angeboten. Weitere an einer Verbriefungstransaktion beteiligte Parteien sind Treuhänder, Rechtsanwaltskanzleien und Ratingagenturen. Die Vorteile von Forderungsverbriefungen für den Originator liegen in der sofortigen Liquiditätszufluss, günstigeren Finanzierungskonditionen im Vergleich zu einer herkömmlichen Anleiheemission, einer Erhöhung der Eigenkapitalquote und einer bilanziellen Entlastung.<sup>15</sup> Für Investoren andererseits stellen ABS-Wertpapiere mitunter eine beliebte Kapitalanlage mit unterschiedlichen Risikoklassen dar.<sup>16</sup> Dennoch darf auch die Kri-

7 Die Begriffe „Forderungsverbriefung“ (vgl Trettnak, ÖBA 2003, 397), „Verbriefungstransaktion“ „Asset-Backed Securitization“ (Weber, Asset-Backed Securities 33) bzw „Asset-(Backed) Securitisation“ (vgl Bär, Asset Securitisation 21ff), „Asset-Backed Securities“ (vgl Früh, BB 1995, 105) oder „Verwertschriftung“ sind in dieser Dissertation gleichzusetzen.

8 R. Müller in Kämpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht<sup>5</sup> Rz 15.154; Bertl, Verbriefung von Forderungen 11.

10 Achleitner, Investmentbanking<sup>2</sup> 423; Bertl, Verbriefung von Forderungen 22 ff; Hommel/Schmittat, ZfgK 2005, 981 ff; Langner, zfbf 2002, 656 (659); Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer, Kreditrisikotransfer<sup>2</sup> 41 f; Weber, Asset Backed Securities 38; Waschbusch, ZBB 1998, 408 (410).

11 Siehe bei Langner, zfbf 2002, (656) 659.

12 Der Begriff Zweckgesellschaft ist bedeutungsgleich mit den Begriffen „Special Purpose Vehicle“ („SPV“), „Special Purpose Company“ („SPC“) oder „Conduit“; das BWG bezeichnet die Zweckgesellschaft als „Verbriefungsspezialgesellschaft“ in § 3 Abs 5 BWG; in der VO (EU) Nr 575/2013 verwendet der Verordnungsgeber den Terminus „Verbriefungszweckgesellschaft“ (Art 4 Abs 1 Nr 66 leg cit).

13 Achleitner, Investmentbanking<sup>2</sup> 413; Bär, Asset Securitisation 27; Schwarcz in Caprio 565; Schwarcz, 1 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1994, 133; Weber, Asset-Backed Securities 32; Aberer/Gruber, ZfgK 2007, 1146; Kliwer/Marschall, ZBB 2005, 255; Langner, zfbf 2002, 659; Tollmann, WM 2005, 2017; Waschbusch, ZBB 1998, 408; Zeising, BKR 2007, 311.

14 Zum Kreis der Investoren zählen institutionelle Investoren wie Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und Investmentfonds (vgl Schwarcz, 1 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1994, 133 [138]).

15 Bär, Asset Securitisation 289 ff; Bertl, Verbriefung von Forderungen 63 ff; Fabozzi/Davis/Choudhry, Structured Finance 157 f; Weber, Asset-Backed Securities 44 ff.

16 Achleitner, Investmentbanking<sup>2</sup> 414.

tik an ABS-Konstruktionen nicht unerwähnt bleiben – schließlich waren Mortgage Backed Securities (nachfolgend „MBS“), die einen Unterfall der ABS bilden, mitverantwortlich für den Ausbruch der Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009.<sup>17</sup>

## II. Gang der Untersuchung und Forschungsstand

Der Schwerpunkt dieser Arbeit liegt in der rechtlichen Auseinandersetzung mit dem „True Sale“-Kriterium<sup>18</sup> im österreichischen Zivil- und Insolvenzrecht. Aus zivilrechtlicher Sicht interessiert vor allem die vertragstypologische Einordnung des zwischen dem Originator und der Zweckgesellschaft geschlossenen Forderungskaufvertrages. Dabei sind im Speziellen die bei Verbriefungstransaktionen vorzufindende Sonderkonstellationen einer gesonderten Prüfung zu unterziehen, vor allem was die Forderungsverwaltung durch den Originator und etwa Maßnahmen des sog. „Credit Enhancements“ anbelangt. Der besondere Fokus auf die einzelnen Modalitäten und Ausgestaltungsmöglichkeiten bei einem „Forderungskauf“ und deren zivilrechtliche Einordnung ergibt sich vor allem aus der Relevanz der zivilrechtlichen Qualifikation für das Aussonderungsrecht im Insolvenzverfahren (§ 44 IO). Einen weiteren Schwerpunkt der gegenständlichen Arbeit bildet das Aussonderungsrecht der Zweckgesellschaft in der Insolvenz des Originators, dessen gesichertes Bestehen maßgeblich für das Rating der von der Zweckgesellschaft emittierten Wertpapiere ist.<sup>19</sup> Nachdem Kreditforderungen häufig Gegenstand von Forderungsverbriefungen sind, bedarf es auch einer näheren Untersuchung des seit jeher diskutierten Spannungsverhältnisses zwischen Forderungsabtretungen und dem Bankgeheimnis (§ 38 BWG).<sup>20</sup> Abschließend ist aufgrund der ubiquitären Diskussion des Datenschutzrechts auch eine Verbriefungstransaktion auf ihre datenschutzrechtliche Konformität zu untersuchen.

Bisher haben sich in der österreichischen juristischen Literatur Oppitz,<sup>21</sup> Trettnak,<sup>22</sup> Benes<sup>23</sup> und Jergitsch<sup>24</sup> mit der Verbriefung von Forderungen zu Asset-Backed Securities befasst. Eine Dissertation auf dem Gebiet lieferte rund um die Jahre der

---

17 Gorton, The Panic of 2007 45, ssrn.com (Stand 4. 4. 2022); Martin in Kolb, 205; Sanio, ZfgK 2008, 16; Syring/Thelen-Pischke, ZfgK 2008, 906.

18 Zur Bedeutung des True Sale-Kriteriums im Einzelnen Linkert, Insolvenzrechtliche Risiken bei Asset-Backed Securities 45 ff; Weber, Asset-Backed Securities 66 ff; Freytag, True Sale Verbriefungen 35 ff; siehe auch Bär, Asset Securitisation 110 ff; Achleitner, Investmentbanking<sup>2</sup> 429; Schmittat, Verbriefung von Handelsforderungen 18; Schwarcz in Caprio 567; Sethe in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>5</sup> § 114a Rz 11; Schwarcz, 1 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1994, 133 (135); Waschbusch, ZBB 1998, 408 (414); Häuselmann, DStR 1998, 826 (829); Ngo, Yale Journal on Regulation 2002, 85 (152 ff); ders., Yale J. on Reg. 2002, 413 (463); Zeising, BKR 2007 311 (317); Kettnering, Cardozo L. Rev. 2008, 1553.

19 Siehe etwa Standard & Poor's, European Auto ABS; Fitch, ABCP Rating; Fitch, Consumer ABS Rating Criteria.

20 OGH 9 Ob 34/12h SZ 2012/127.

21 Oppitz in Baums/Wymeersch 9 ff.

22 Trettnak, ÖBA 2003, 397.

23 Benes, ÖBA 2005, 73.

24 Jergitsch in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria 341.

## II. Gang der Untersuchung und Forschungsstand

---

Finanzkrise *Hornich*,<sup>25</sup> dessen Schwerpunkt jedoch tendenziell im Bilanz- und Steuerrecht lag. Eine eingehende monographische Abhandlung der insolvenzfesten Refinanzierung von Forderungen zu Asset-Backed Securities aus zivil- und insolvenzrechtlicher Sicht hat in der jüngeren Vergangenheit *Weber*<sup>26</sup> für das deutsche Recht verfasst. Aufgrund der dogmatischen Unterschiede zwischen der österreichischen und deutschen Civil- und Insolvenzrechtslage kann sie jedoch nur eingeschränkt für österreichische Rechtsprobleme rund um Verbriefungstransaktionen herangezogen werden. Aus den vorstehenden Gründen folgt die Rechtfertigung für die in dieser Arbeit beabsichtigte, nähere Auseinandersetzung mit zivil- und insolvenzrechtlichen Fragestellungen zu Forderungsverbriefungen.

---

25 *Hornich*, Zivil-, bilanz- und steuerrechtliche Aspekte von ABS.

26 *Weber*, Asset-Backed Securities.

## **2. Kapitel: Grundlagen von Asset-Backed Securities**

Das zweite Kapitel des gegenständlichen Dissertationsvorhabens stellt die Grundlagen von Forderungsverbriefungen dar, die Ausgangspunkt für die Erörterung der nachfolgenden, rechtlichen Fragestellungen sind. Zur Bestimmung der Grundlagen zählen eine Begriffsbestimmung, ein kurzer Überblick über die Entstehungsgeschichte, die Darstellung der Grundstruktur einer Verbriefungstransaktion sowie ein Überblick über die beteiligten Parteien. Anschließend folgt eine kurze Darstellung der Intentionen und Vorteile der Verbriefung von Forderungen zu Asset-Backed Securities. Den Abschluss dieses Kapitels bildet die Abgrenzung von ABS zu anderen, ähnlichen bzw verwandten Finanzierungsformen.

### **I. Entstehungsgeschichte**

#### **A. Ursprung und Entwicklung in den USA**

Der Ursprung von Asset-Backed Securities wurzelt in der Entwicklung und Entstehung eines Sekundärmarktes für Hypotheken in den USA. Bis zu den 1970er Jahren unterlag die amerikanische Kreditwirtschaft weitreichenden, staatlichen Beschränkungen und wirtschaftsliberale Reformen versuchten schließlich die bestehende Kreditknappheit zu beseitigen.<sup>27</sup> Schließlich entwickelte sich ein Sekundärmarkt für den Handel von Krediten insbesondere in der Schuldenkrise der 1980er Jahre, die als Ausgangspunkt für die Entstehung des Verbriefungsmarktes gilt.<sup>28</sup> Neben dem Handel mit Hypothekarforderungen wurden alsbald auch Forderungen aus Leasingverträgen, Automobilkrediten und Kreditkarten verbrieft.<sup>29</sup> Im Laufe der Zeit wurden immer mehr Vermögenswerte „erschlossen“, die Gegenstand von Verbriefungstransaktionen wurden. Neben Forderungen aus Leasingverträgen über Transportmittel aller Art wurden auch solche aus Handelskrediten, Konsumentenkrediten, Studienkrediten, Steuerschulden oder Telefonrechnungen verbrieft.<sup>30</sup>

---

27 Bär, Asset Securitisation 67; Achleitner, Investmentbanking<sup>2</sup> 417; Bertl, Verbriefung von Forderungen 21; siehe auch Weber, Asset-Backed Securities 27f.

28 Bär, Asset Securitisation 71 ff.

29 Bertl, Verbriefung von Forderungen 48.

30 Achleitner, Investmentbanking<sup>2</sup> 423; Bertl, Verbriefung von Forderungen 22ff; Rudolph/Hofmann/Schäfer/Schäfer, Kreditrisikotransfer<sup>2</sup> 41f; Weber, Asset-Backed Securities 38; Schmittat, Verbriefung von Handelsforderungen 13 ff; Langner, zfbf 2002, 659; Hommel/Schmittat, ZfgK 2005, 981; siehe auch Bär, Asset-Securitisation 169.

## B. Anfänge von Verbriefungstransaktionen in Europa und Österreich

In Europa haben ABS zunächst in Großbritannien aufgrund der Ähnlichkeiten der englischen zur amerikanischen Rechtsordnung Fuß gefasst. Anschließend fanden erste Verbriefungen in Frankreich, Italien und Spanien statt – Hauptmotiv war die Risikodiversifizierung für die dortigen Kreditinstitute.<sup>31</sup> In Deutschland entwickelte sich nach anfänglicher Zurückhaltung ein Verbriefungsmarkt zu Beginn der 2000er Jahre und erreichte vor Ausbruch der Finanzkrise seinen Höhepunkt mit einem Volumen von mehr als 60 Milliarden Euro. Nach einem starken Rückgang in den Jahren 2007 bis 2009 hat sich der ABS-Markt in Deutschland bei rund 20 Milliarden Euro pro Jahr eingependelt.<sup>32</sup> In Österreich sind bislang hauptsächlich vereinzelte Verbriefungstransaktionen von großen Kreditinstituten bekannt.<sup>33</sup>

## C. Die Auswirkungen der Finanzkrise und heutige Situation

Der Zusammenbruch des amerikanischen Häusermarktes und damit verbundene Zahlungsausfälle von ABS-Papieren waren mitursächlich für den Ausbruch der Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2009.<sup>34</sup> Im Speziellen entwickelten sich Risiken aufgrund einer zu lockeren Kreditvergabepraxis (etwa im Wege der sog „*Originate-To-Distribute*“-Modelle) durch strukturierte Finanzinstrumente zum volkswirtschaftlichen Systemrisiko.<sup>35</sup> Infolgedessen kam es schließlich zu einem signifikanten Rückgang bei den Emissionsvolumina von Verbriefungstransaktionen.<sup>36</sup> Die Europäische Kommission hat in ihrer Mitteilung über eine Investitionsoffensive für Europa<sup>37</sup> und dem von ihr veröffentlichten Aktionsplan zur Schaffung einer

---

31 Bertl, Verbriefung von Forderungen 58 f.

32 Vgl. *True Sale International*, ABS Markt in Deutschland, true-sale-international.de (Stand 5. 4. 2022); DZ Bank, Asset Backed Watcher 20.

33 Zur Entwicklung des österreichischen Verbriefungsmarkts OeNB/FMA, Risikomanagement von Verbriefungen 18 ff; siehe auch die Beispiele bei OeNB, Finanzmarktstabilitätsbericht 76; Amann/Gutknecht/Bauernfeind, Wohnbaufinanzierung 27; Raiffeisen Leasing, ROOF Leasing Austria, rbinternational.com, (Stand 5. 4. 2022); siehe weiters Bertl, Verbriefung von Forderungen 62.

34 Sachverständigenrat, Finanzsystem, sachverstaendigenrat.de (Stand 21. 4. 2022) 125; ders, Gutachten, sachverstaendigenrat.de (Stand 21. 4. 2022) 5; Martin in Kolb, 202f; Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer, Kreditrisikostruktur<sup>2</sup> 41; Papanikolaou/Wolff, J. Financ. Stab. 2014, 3; Sethe in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB<sup>5</sup> § 114a Rz Rz 5; Möschel, ZRP 2009, 129 (130); ders, WuW 2008, 1283 (1285f); Schuster, ÖBA 2008, 377; Cordes/Thelesklaf/Syrowatka, ÖBA 2010, 356; Purnanandam, Rev. Financ. Stud. 2011, 1881.

35 Berndt/Gupta in Kolb 267, 272; Gorton, The Panic of 2007 75; Bartsch, NJW 2008, 3337; Sanio, ZfgK 2008, 16; Syring/Thelen-Pischke, ZfgK 2008, 906.

36 *True Sale International*, ABS Markt in Deutschland, true-sale-international.de (Stand 5. 4. 2022); DZ Bank, Asset Backed Watcher 20.

37 Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank, Eine Investitionsoffensive für Europa, 26. 11. 2014, KOM(2014) 903 endg.

Kapitalmarktunion<sup>38</sup> die Ergreifung von Maßnahmen zur „Wiederbelebung“ des europäischen Verbriefungsmarktes angekündigt.<sup>39</sup> Zur Stärkung der europäischen Kapitalmärkte wurden zahlreiche gesetzgeberische Maßnahmen eingeleitet, zu denen etwa die Erlassung der Verordnung (EU) 2017/2402<sup>40</sup> und die Änderung der Verordnung (EU) 575/2013<sup>41</sup> zählten.<sup>42</sup> Denn nach Ansicht der Kommission sind Verbriefungen ein wichtiger Bestandteil für gut funktionierende Finanzmärkte.<sup>43</sup> Forderungsverbriefungen sind etwa ein Instrument zur Diversifizierung von Finanzierungsquellen für Unternehmen und ermöglichen eine breitere Risikoverteilung im Finanzsystem.<sup>44</sup> Zudem bewirken Verbriefungen eine Entlastung insbesondere von Bankbilanzen,<sup>45</sup> die wiederum zu einer Ausweitung der Kreditvergabe und einer Stärkung der Wirtschaft führen.<sup>46</sup> Außerdem dient die Verbriefungs-VO durch die Verminderung der Komplexität von ABS-Produkten dem Schutz von Marktteilnehmern und Investoren vor intransparenten und risikohaltigen ABS.<sup>47</sup> Und in der Tat hat sich der europäische Verbriefungsmarkt in den letzten Jahren erholt und die jährlichen Emissionsvolumina steigen wieder.<sup>48</sup>

## II. Begriffsbestimmung von Asset-Backed Securities

Unter der Verbriefung von Forderungen versteht man ganz allgemein die Abtretung von Forderungen an eine eigens<sup>49</sup> gegründete Zweckgesellschaft, die sich durch die

---

38 Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, 30. 9. 2015, KOM(2015) 468 endg.

39 KOM(2015) 468 endg 6.

40 Verordnung (EU) Nr. 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. 12. 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012 (Verbriefungs-VO; ABS-VO; STS-VO), ABl L 2017/347, 35. Zur Verordnung eingehend *Gritsch, Verbriefungs-VO – alles neu ab 1. 1. 2019?* ZFR 2019, 114; *Hellgardt, Europäischer Rechtsrahmen für Verbriefungen*, EuZW 2018, 709.

41 Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. 6. 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012 Text von Bedeutung für den EWR, ABl L 2013/176, 1 (CRR).

42 KOM(2015) 468 endg 3.

43 ErwGr 4 Verbriefungs-VO.

44 KOM(2015) 468 endg 24.

45 KOM(2015) 468 endg 6.

46 ErwGr 4 Verbriefungs-VO.

47 ErwGr 3 Verbriefungs-VO.

48 *True Sale International*, ABS Markt in Deutschland, true-sale-international.de (Stand 5. 4. 2022).

49 Im Rahmen von sogenannten Multi-Seller-Programmen wird jedoch aus Kostengründen eine Zweckgesellschaft für die Abwicklung mehrerer Verbriefungen herangezogen vgl unten Abschnitt III.B.3.a).

Begebung von Wertpapieren am Kapitalmarkt refinanziert.<sup>50</sup> Dabei dienen bestimmte Vermögenswerte, insbesondere verschiedenste Arten von auf die Zahlung von Geldschulden gerichteten Forderungen, als Deckungsmasse für die am Kapitalmarkt zu platzierenden Wertpapiere.<sup>51</sup> Ausgangspunkt einer jeden ABS-Transaktion ist der Originator,<sup>52</sup> in dessen Geschäftsbetrieb die zu verbriefenden Aktiva entstanden sind. Vereinfacht ausgedrückt umfasst die Asset Securitization die „Umwandlung“<sup>53</sup> bzw. „Mobilisierung“<sup>54</sup> illiquider Aktiva in fungible Wertpapiere. Wesentlich dabei ist in aller Regel das „Herauslösen“<sup>55</sup> des Forderungsportfolios aus dem Vermögen des Originators und dessen Übertragung auf eine rechtlich eigenständige Zweckgesellschaft.

Die deutsche Literatur<sup>56</sup> verwendet für Forderungsverbriefungen häufig die von der BaFin formulierte Definition für ABS:

„Unter dem Begriff Asset-Backed Securities (ABS) sind Wertpapiere oder Schulscheine zu verstehen, die Zahlungsansprüche gegen eine ausschließlich dem Zweck der ABS-Transaktion dienende Zweckgesellschaft zum Gegenstand haben. Die Zahlungsansprüche werden durch einen Bestand unverbriefter Forderungen („assets“) gedeckt („backed“), die auf die Zweckgesellschaft übertragen werden und im wesentlichen den Inhabern der Asset-Backed Securities (Investoren) als Haftungsgrundlage zur Verfügung stehen.“<sup>57</sup>

Die BaFin berücksichtigt dabei im Grunde die wesentlichen Elemente solcher Transaktionen. Einer ähnlichen Terminologie bedient sich auch die österreichische FMA.<sup>58</sup> Unberücksichtigt bleibt bei der BaFin-Definition jedoch, dass im Zuge von Verbriefungstransaktionen auch mehrere Zweckgesellschaften zum Einsatz kommen können.<sup>59</sup> Des Weiteren lässt die Definition die Vielzahl an verbriefbaren Vermö-

50 Achleitner, Investmentbanking<sup>2</sup> 413f; Bär, Asset Securitisation 3 ff; Bertl, Verbriefung von Forderungen 5f; Ricken, Verbriefung von Krediten und Forderungen 15; Weber, Asset-Backed Securities 33; Geiger in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung 749f; Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer, Kreditrisikotransfer<sup>2</sup> 15; Sethe in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>5</sup> § 114a Rz 1; Jergitsch in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria 341; Binder-Degenschild/Schandor, Factoring 44f; Früh, BB 1995, 105; Waschbusch, ZBB 1998, 408 (409); Trettnak, ÖBA 2003, 397; Langner, zfbf 2002, 656 (657f); Hommel/Schmittat, ZfgK 2005, 981; Benes, ÖBA 2005, 73; Aberer/Gruber, ZfgK 2007, 1146; Zeising, BKR 2007, 311f.

51 Geiger in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung 748.

52 Der Begriff Originator stammt aus dem Englischen „to originate“ (dt: entstehen, begründen, erzeugen) vgl Weber, Asset-Backed Securities 32.

53 Zeising, BKR 2007, 311 (312); Achleitner, Investmentbanking<sup>2</sup> 413.

54 Büttner, Verbriefung von Bankforderungen 23f; Früh, BB 1995, 105.

55 Inwieweit aus zivil- und insolvenzrechtlicher Sicht ein Ausscheiden der Vermögenswerte aus dem Vermögen des Originators vorliegt, wird im 3. Kapitel und 4. Kapitel dieser Arbeit erörtert.

56 Vgl etwa Weber, Asset-Backed Securities 33; Zeising, BKR 2007, 311. Zur Begriffsvielfalt *in puncto* Verbriefungen in Deutschland siehe Lackhoff, WM 2012, 1852.

57 BaKred-Rundschreiben 4/1997, abgedruckt in WM 1997, 1820f.

58 Vgl FMA, Verbriefung von Forderungen, fma.gv.at (Stand 5. 4. 2022).

59 Weber, Asset-Backed Securities 33; zu Mult-Seller-Conduits unten Abschnitt III.B.3.a).

genswerten außer Acht.<sup>60</sup> So können durch Wiederverbriefungen auch bereits verbriefte Ansprüche Gegenstand von Forderungsverbriefungen sein.<sup>61</sup>

Legaldefinitionen von Verbriefungen finden sich hauptsächlich im nationalen und europäischen Finanzmarktaufsichtsrecht, so etwa in § 2 Z 61 BWG aF,<sup>62</sup> der Art 4 Nr 36 der Richtlinie 2006/48/EG<sup>63</sup> umsetzte. Weitere Begriffsbestimmungen im europäischen Finanzmarktaufsichtsrecht finden sich in Art 2 Nr 5 der Verordnung (EG) 809/2004,<sup>64</sup> Art 4 Abs 1 Nr 61 CRR,<sup>65</sup> Art 1 Nr 2 der Verordnung (EU) 1075/2013,<sup>66</sup> in Leitlinien der Europäischen Zentralbank, etwa aus dem Jahr 2011,<sup>67</sup> und aus dem Jahr 2015<sup>68</sup> sowie Art 2 Nr 1 Verbriefungs-VO. Um dem Anwendungsbereich des europäischen Aufsichtsrechts zu möglichst großer Durchschlagskraft zu verhelfen, sind die Legaldefinitionen von Verbriefungen, vor allem in der CRR<sup>69</sup> als

---

60 Vgl dazu ausführlich *Hengst, Whole Business Securitisation* 25 ff.

61 Hiezu zählen insbesondere Collateralized Debt Obligations vgl unten Abschnitt V.C.

62 Eingeführt durch BGBl I 2006/41; aufgehoben durch BGBl I Nr 2013/184.

63 RL 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. 6. 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute, ABl L 2006/177, 1 (CRD IV).

64 VO (EG) 809/2004 der Kommission vom 29. 4. 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospektenthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung (Level II-Maßnahme des Lamfalussy-Verfahrens), ABl L 2005/186, 3 (Prospekt-VO), siehe im Detail *Zeising, BKR* 2007, 311 (312).

65 Dabei handelt es sich um die Nachfolgebestimmung von Art 4 Nr 36 CRD; siehe dazu *Dellinger in Dellinger/Blume, CRR* Art 4 Rz 4.

66 VO (EU) 1075/2013 der Europäischen Zentralbank vom 18. 10. 2013 über die Statistik über die Aktiva und Passiva von finanziellen Mantelkapitalgesellschaften, die Verbriefungsgeschäfte betreiben (Neufassung) (EZB/2013/40), ABl L 2013/297, 107; vgl auch die zuvor geltende VO (EG) 24/2009 der Europäischen Zentralbank vom 19. 12. 2008 über die Statistik über die Aktiva und Passiva von finanziellen Mantelkapitalgesellschaften, die Verbriefungsgeschäfte betreiben (EZB/2008/30), ABl L 2009/15, 1.

67 Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 20. 9. 2011 über geldpolitische Instrumente und Verfahren des Eurosystems (Neufassung) (EZB/2011/14) (2011/817/EU), ABl L 2011/331, 1.

68 Leitlinie (EU) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19. 12. 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60) (Neufassung), ABl L 2015/91, 3; siehe weiters zum Ankaufsprogramm der EZB zu Asset-Backed Securities (ABSP) Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 19. 11. 2014 über die Umsetzung des Ankaufsprogramms für Asset-Backed Securities (EZB/2014/45), ABl L 2015/001, 4; Beschluss (EU) 2015/1613 der Europäischen Zentralbank vom 10. 9. 2015 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/5 über die Umsetzung des Ankaufsprogramms für Asset-Backed Securities (EZB/2015/31), ABl L 2015/249, 28; Beschluss (EU) 2017/102 der Europäischen Zentralbank vom 11. 1. 2017 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/5 über die Umsetzung des Ankaufsprogramms von Asset-Backed Securities (EZB/2017/3), ABl L 2017/16, 55; Beschluss (EU) 2017/1361 der Europäischen Zentralbank vom 18. 5. 2017 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2015/5 über die Umsetzung des Ankaufsprogramms für Asset-Backed Securities (EZB/2017/15), ABl L 2017/190, 24.

69 EBA, Report on Securitisation 59.

auch in der Verbriefungs-VO, tendenziell weit gehalten.<sup>70</sup> Bei den EZB-Leitlinien ist zu beachten, dass diese Definition auf den geldpolitischen Handlungsrahmen der EZB zugeschnitten sind und keine unmittelbare rechtsverbindliche Wirkung in den Mitgliedsstaaten entfalten.<sup>71</sup> Weitere Unionseinrichtungen wie die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA), die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) und die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) verweisen bei Verbriefungen auf das Begriffsverständnis der CRR.<sup>72</sup> Im Übrigen weichen die aufsichtsrechtlichen Legaldefinitionen von der zivilrechtlichen „*Rechtsterminologie*“<sup>73</sup> zu weit ab, um als trennscharfe begriffliche Grundlage für die vorliegende Arbeit geeignet zu sein. Daher wird im Folgenden die Begriffsdefinition der BaFin verwendet, sofern nicht Abweichendes angegeben wird.

---

70 Hellgardt, EuZW 2018, 709; Gritsch, ZFR 2019, 114; der weite Anwendungsbereich der Definition von Verbriefungen in der CRR könnte andererseits dazu führen, dass Transaktionen vom Anwendungsbereich der Verordnung erfasst werden, die nach der eigentlichen Konzeption der CRR gar nicht erfasst sein sollen, wie etwa Akquisitionsfinanzierungen (vgl EBA, Report on Securitisation, JC 2015 022 59; Clifford Chance, Elephant spotting, cliffordchance.com (Stand 5. 4. 2022)).

71 Vgl zur Rechtsnatur von Leitlinien Graevenitz, ZRP 2019, 75; ders, EuZW 2013, 16; Thomas, EurR 2009, 423.

72 EBA, Report on Securitisation 89.

73 Weber, Asset-Backed Securities 36.