

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
§ 1 Einleitung	25
A. Der Verbriefungsmarkt nach der Finanzkrise	25
B. Vermögenstrennung bei True Sale Verbriefungen als Kern der Bearbeitung	29
C. Verbriefungsdefinition und Begrifflichkeiten	31
D. Gang der Untersuchung	34
1. Teil. Grundlagen der True Sale Verbriefung	35
§ 2 Das Instrument der True Sale Verbriefung	35
A. Grundstruktur und Funktionsweise	35
B. Abgrenzung zu anderen Arten von Verbriefungen	38
I. Synthetische Verbriefung	39
II. Whole Business Securitization	40
C. Vor- und Nachteile von Verbriefungen	41
I. Bedeutung für Originatoren	41
1. Liquidität durch Fremdkapitalfinanzierung	41
2. Günstigere Finanzierungsbedingungen	43
3. Bilanzielle Effekte	45
4. Aufsichtsrechtlicher Nutzen für Kreditinstitute	47
5. Weitere Vorteile von Verbriefungen	48
II. Bedeutung für Investoren	51
III. Bedeutung für die Finanzwirtschaft	53
IV. Makroökonomische Bedeutung für Finanzmärkte und Volkswirtschaften	53
V. Nachteile und Risiken von Verbriefungen	54
D. Parteien einer True Sale Verbriefung	56
I. Originator	56
II. Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle – SPV)	58
III. Treuhänder	59

IV. Rating-Agenturen	61
V. Sonstige Parteien	63
E. Verbriefungsgegenstände	65
I. Anforderungen an Verbriefungsgegenstände	66
1. Rechtliche Anforderungen an Verbriefungsgegenstände (Verität)	66
2. Wirtschaftliche Anforderungen an Verbriefungsgegenstände (Bonität)	69
3. Technische Anforderungen an die Forderungsübertragung	72
II. Verbriefungsgegenstände (Assets)	73
F. Bonitätsverbesserung (Credit Enhancement)	75
G. Refinanzierung des SPV	80
I. Schuldverschreibungen mit mittel- und langfristiger Laufzeit	80
II. Schuldverschreibungen mit kürzerer Laufzeit (Short-Term Notes, z.B. Asset Backed Commercial Papers)	82
III. Sonstige Schuldtitel	83
IV. Unmittelbare Beteiligung am SPV	85
V. Innovative Refinanzierung durch digitale Wertrechte	86
VI. Exkurs: Refinanzierung durch elektronische Wertpapiere	88
VII. Zwischenfazit	90
H. Abgrenzung der True Sale Verbriefung zu anderen Finanzierungsinstrumenten	91
I. Echtes Factoring / Forfaitierung	92
II. Pfandbriefe / Gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds)	93
§ 3 Analyse der Struktur von True Sale Verbriefungen	96
A. Vermögensstruktur von True Sale Verbriefungen	96
I. Vermögensstruktur einer True Sale Verbriefung	96
II. Risiko einer Vermögenskonsolidierung	98
1. Insolvenzrechtliche Vermögenskonsolidierung	98
2. Konzernrechtliche Vermögenskonsolidierung	102
3. Gesellschaftsrechtliche Vermögenskonsolidierung	104
4. Finanzaufsichtsrechtliche Vermögenskonsolidierung	104
5. Zivilrechtliche Vermögenskonsolidierung	105

6. Zwischenergebnis	106
B. Risikostruktur von True Sale Verbriefungen	106
I. Wesentliche Risiken einer True Sale Verbriefung	107
II. Analyse der Risikostruktur	109
C. Regulierung von True Sale Verbriefungen	111
I. Parteibezogene Regulierung	112
1. Unionsrechtliche Regulierung	112
2. EU-Verbriefungsverordnung	114
3. Nationale Regulierung	116
4. Soft Law	117
II. Transaktionsbezogene Regulierung	117
III. Analyse der Regulierung	118
D. Ergebnis	120
§ 4 Das Spannungsverhältnis zwischen True Sale Verbriefungen und Investmentfonds	122
A. True Sale Verbriefungen als Investmentvermögen?	122
B. Rechtsfolgen einer Anwendbarkeit des KAGB	127
C. Ausnahme von Verbriefungszweckgesellschaften	129
I. Begriff der Verbriefungszweckgesellschaft	129
II. Auslegung der Verweisung in § 1 Abs. 19 Nr. 36 KAGB	131
III. Umfang der Bereichsausnahme für Verbriefungszweckgesellschaften	133
1. Verbriefungsdefinition der EZB-VO 2013	134
2. Restriktive Auslegung der Verbriefungsdefinition der EZB-VO 2013?	135
3. Voraussetzungen des Verbriefungsbegriffs der EZB-VO 2013	137
a) Ausgabe von Finanzierungsinstrumenten durch eine Verbriefungszweckgesellschaft	138
b) Übertragung von Sicherheiten, Sicherheitenpools, Kreditrisiken oder Versicherungsrisiken durch den Originator auf die Verbriefungszweckgesellschaft	140
(1) Kreditrisiken	140
(2) Sicherheiten	144
(3) Zwischenergebnis	148

c) Keine Zahlungsverpflichtung des Originators aus den Finanzierungsinstrumenten	149
d) Zwischenergebnis	149
4. Voraussetzungen einer Verbriefungszweckgesellschaft	150
IV. Zwischenergebnis	150
D. Ergebnis	151
2. Teil. Vermögenstrennung bei True Sale Verbriefungen de lege lata	153
§ 5 Bausteine der Vermögenstrennung bei True Sale Verbriefungen	153
A. Insolvenzsichere Übertragung der Forderungen (True Sale)	154
I. Bedeutung des True Sale Erfordernisses	154
II. Zivilrechtlicher True Sale	155
1. Anwendung der Grundsätze des BGH zum echten Factoring (u.a. Arlt, Klüwer, Linkert, Willburger)	155
2. Kriterium der Endgültigkeit (Geiger)	157
3. Einordnung des True Sale als Kaufvertrag (Ch. Weber)	158
4. Stellungnahme	160
III. Bilanzrechtlicher True Sale	162
IV. Insolvenzrechtlicher True Sale	164
V. Insolvenzsichere Ausgestaltung durch das Refinanzierungsregister	166
VI. Zwischenergebnis	167
B. Die insolvenzferne und -feste Ausgestaltung des SPV	169
I. Bedeutung der insolvenzfesten und -fernen Ausgestaltung des SPV	169
II. Anforderungen an ein SPV als Verbriefungszweckgesellschaft	170
1. Allgemeine Grundlagen	170
2. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen	172
3. Aufsichtsrechtliche Regulierung	173
4. Steuerrechtliche Einordnung	175
5. Verbriefungsspezifische Anforderungen	176
III. Stellungnahme	177
C. Einbindung eines Treuhänders	179

D. Zusammenfassung und Bedeutung für den weiteren Gang der Bearbeitung	181
§ 6 Vermögenstrennung bei True Sale Verbriefungen nach luxemburgischem Recht	184
A. Das luxemburgische Verbriefungsgesetz	184
B. Vermögenstrennung zwischen Originator und SPV durch True Sale	185
C. Vermögenstrennung durch Einbindung eines treuhänderischen Verwalters	186
D. Vermögenstrennung auf Ebene des SPV durch Verwendung von Teilvermögen	186
I. Inhalt der gesetzlichen Regelung	186
II. Zweck der gesetzlichen Regelung	188
III. Gesellschaftsrechtliche Einordnung der Compartments	188
IV. Bilanzierung	194
V. Liquidation und Insolvenz	194
E. Vermögenstrennung auf Ebene des SPV durch solvenzsichernde Klauseln	198
I. Beschränkung der Ansprüche (limited recourse)	198
II. Insolvenzantragsverzicht (non petition)	202
III. Nachrangvereinbarung (subordination) / Wasserfallstruktur (waterfall)	204
F. Analyse der Struktur der Vermögenstrennung nach luxemburgischem Recht	206
G. Rechtsvergleichende Erkenntnisse	208
§ 7 Insolvenzferne Ausgestaltung des SPV als Baustein der Vermögenstrennung bei True Sale Verbriefungen nach deutschem Recht de lege lata	210
A. Grundlagen der insolvenzfernen Ausgestaltung des SPV	211
I. Regelungszweck und Anknüpfungspunkte	211
II. Inhaberteilschuldverschreibungen als Ausgangslage	212
III. Anwendbarkeit des AGB-Rechts	213
1. Anwendbarkeit des AGB-Rechts auf Anleihebedingungen	213
a) Adressaten der Anleihebedingungen	213

b) Anleihebedingungen als allgemeine Geschäftsbedingungen (§ 305 Abs. 1 BGB)	215
(1) Eigenemission	216
(2) Fremdemission	220
(3) Zwischenfazit	223
c) Einbeziehung der Anleihebedingungen	223
d) Kein Ausschluss des AGB-Rechts (§ 310 Abs. 4 Satz 1 BGB)	224
e) Anwendbarkeit der Transparenzkontrolle (§ 307 Abs. 1 Satz 2 BGB, § 3 SchVG)	225
2. Anwendbarkeit des AGB-Rechts auf sonstige Schuldverhältnisse	226
3. Zwischenergebnis	226
IV. Vergleichbarkeit zur vorinsolvenzlichen Sanierung	227
B. Insolvenzferne Ausgestaltung durch Tranchierung (subordination) und Wasserfallstruktur (waterfall)	228
I. Gegenstand und Zweck der Regelung	229
II. Dogmatische Analyse	231
III. Eignung zur Förderung der Insolvenzferne?	238
C. Insolvenzferne Ausgestaltung durch Patronatserklärung	240
D. Insolvenzferne Ausgestaltung durch Beschränkung der Ansprüche gegen das SPV	242
I. Gegenstand und Zweck der Anspruchsbeschränkung	243
II. Anknüpfungspunkte der Anspruchsbeschränkung	248
III. Einordnung als Haftungsbeschränkung	249
IV. Dogmatische Analyse der Anspruchsbeschränkung	251
1. Primäre Beschränkung bei unzureichender Liquidität des SPV	251
a) Erlass	252
b) Beschränkung des Umfangs des Anspruchs	253
c) Stundung	254
d) Stillhalteabkommen (pactum de non petendo)	256
e) Umwandlung in Naturalobligation	258
f) Zwischenergebnis	261
2. Sekundäre Beschränkung bei Fehlen von liquidierbarem Vermögen	262
3. Einstufige Beschränkung	264
4. Zwischenergebnis	265

V. Rechtliche Würdigung	265
1. Überraschende Klausel (§ 305c BGB)	266
2. Verstoß gegen das Transparenzgebot	269
a) Transparenzkontrolle (§ 3 SchVG)	269
b) Transparenzkontrolle (§ 307 Abs. 1 Satz 2 BGB)	271
3. Unangemessene Benachteiligung der Investoren	272
a) Kontrollmaßstab	273
b) Unangemessene Benachteiligung	278
(1) Verstoß gegen ein Klauselverbot (§§ 309, 308 BGB)	279
(2) Vermutung einer unangemessenen Benachteiligung (§ 307 Abs. 2 BGB)	280
(3) Unangemessene Benachteiligung der Investoren (§ 307 Abs. 1 Satz 1 BGB)	283
(a) Ermittlung der Interessenlage	284
(b) Abwägung der Interessen	286
(4) Zwischenergebnis	295
4. Unangemessene Benachteiligung der sonstigen Vertragspartner	296
a) Kontrollmaßstab	296
b) Unangemessene Benachteiligung	298
5. Allgemeine Schranken des Schuldrechts	307
6. Zwischenergebnis	309
E. Insolvenzferne Ausgestaltung des SPV durch Beschränkung der Durchsetzbarkeit der Ansprüche	310
I. Zweck und Gegenstand der Beschränkung	310
II. Dogmatische Einordnung	313
1. Vollstreckbarkeitsbeschränkung	313
2. Klagbarkeitsbeschränkung	317
III. Rechtliche Würdigung	320
1. Prozessuale Zulässigkeit	320
a) Vollstreckbarkeitsbeschränkung	320
b) Klagbarkeitsbeschränkung	323
2. Besondere Schranken des AGB-Rechts	326
a) Überraschende Klausel (§ 305c BGB)	326
b) Verstoß gegen das Transparenzgebot (§ 307 Abs. 1 Satz 2 BGB, § 3 SchVG)	329
c) Unangemessene Benachteiligung der Investoren	330
(1) Kontrollmaßstab	330

(2) Verstoß gegen ein Klauselverbot (§§ 309, 308 BGB)	331
(3) Vermutung einer unangemessenen Benachteiligung (§ 307 Abs. 2 BGB)	333
(4) Unangemessene Benachteiligung (§ 307 Abs. 1 Satz 1 BGB)	334
(5) Zwischenergebnis	341
d) Unangemessene Benachteiligung der sonstigen Vertragspartner	341
e) Zwischenergebnis	345
3. Allgemeine Schranken des Schuldrechts	346
4. Zwischenergebnis	346
F. Insolvenzferne Ausgestaltung des SPV durch Beschränkung der Insolvenzantragsstellung	348
I. Zweck und Gegenstand der Beschränkung	348
II. Dogmatische Einordnung	351
III. Rechtliche Würdigung	353
1. Insolvenzzrechtliche Zulässigkeit	353
a) Zulässigkeit eines Ausschlusses des Insolvenzantragsrechts (§ 14 InsO)	354
b) Zulässigkeit eines Ausschlusses der Insolvenzantragspflicht (§ 15a InsO)	361
2. Besondere Schranken des AGB-Rechts	363
a) Überraschende Klausel (§ 305c BGB)	363
b) Verstoß gegen das Transparenzgebot (§ 307 Abs. 1 Satz BGB, § 3 SchVG)	366
c) Unangemessene Benachteiligung	367
(1) Meinungsstand	367
(2) Unangemessene Benachteiligung der Investoren	369
(a) Kontrollmaßstab	369
(b) Verstoß gegen ein Klauselverbot (§§ 309, 308 BGB)	370
(c) Vermutung einer unangemessenen Benachteiligung (§ 307 Abs. 2 BGB)	372
(d) Unangemessene Benachteiligung der Investoren (§ 307 Abs. 1 Satz 1 BGB)	373
(e) Zwischenergebnis	380
(3) Unangemessene Benachteiligung der sonstigen Vertragspartner	381

d) Zwischenergebnis	384
3. Allgemeine Schranken des Schuldrechts	384
4. Zwischenergebnis	387
G. Gesamtbetrachtung der insolvenzfernen Ausgestaltung	388
H. Ergebnis und Schlussfolgerung	392
3. Teil. Das Recht der True Sale Verbriefungen de lege ferenda	397
§ 8 Regulierung der Vermögenstrennung bei True Sale Verbriefungen de lege ferenda	397
A. Analyse der Rechtslage de lege lata	397
B. Erforderlichkeit einer Regulierung	399
C. Ausgestaltung und Bewertung einzelner Regulierungsansätze	404
I. Analogie zum Regelwerk für gedeckte Schuldverschreibungen	404
II. Änderung des Investmentrechts	405
III. Partielle Gesetzesänderungen für Verbriefungen	407
IV. Deutsches Verbriefungsgesetz	408
V. Unionsrechtlicher Rahmen für Verbriefungen	411
VI. Rechtsrahmen für eine europäische (Verbriefungs-) Zweckgesellschaft	415
D. Ergebnis	417
§ 9 Zusammenfassung und Ausblick	420
A. Thesen der Arbeit	420
B. Ausblick	422
Literaturverzeichnis	429