

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Abbildungsverzeichnis	XXV
A. Einführung	1
B. Zielsetzung und Vorüberlegungen	5
I. Darstellung der zentralen Forschungsfragen	5
II. Methodische Überlegungen	6
III. Gang der Untersuchung	7
C. Wiederherstellung von Vertrauen als Regelungsziel	9
D. Grundlagen	13
I. Begriff der Verbriefung	13
II. Funktionsweise einer Verbriefung	17
III. Vorteile einer Verbriefung	25
IV. Entwicklung des europäischen Verbriefungsmarkts	29
V. Notwendigkeit einer Verbriefungsregulierung	41
VI. Die europäische Verbriefungsverordnung (STS-VO)	48
E. Allgemeiner Teil des neuen Verbriefungsrechts	67
I. Definition der Verbriefung	67
II. Anwendungsbereich	67
III. Die Zweckgesellschaft	69

<i>IV. Risikoselbstbehalt (Art. 6 STS-VO)</i>	71
<i>V. Transparenzregime</i>	77
<i>VI. Kreditvergabekriterien (Art. 9 STS-VO)</i>	101
<i>VII. Fazit zum allgemeinen Teil des neuen Verbriefungsrechts</i>	105
F. STS-Verbriefung (Art. 18 ff. STS-VO).....	107
<i>I. EU-Ansässigkeit</i>	108
<i>II. Rechtsdogmatische und rechtssystematische Analyse</i>	109
G. Abkehr von Ratingagenturen	147
<i>I. Modifizierter Vertrauensschutz</i>	149
<i>II. Hintergrund der Regulierung</i>	149
<i>III. Sorgfaltspflichten des institutionellen Anlegers (Art. 5 STS-VO)</i>	158
<i>IV. STS-Meldung (Art. 27 STS-VO)</i>	162
<i>V. Einbeziehung Dritter</i>	172
<i>VI. Fazit zur Abkehr von Ratingagenturen</i>	197
H. Fazit und Zusammenfassung in Thesen	201
Literaturverzeichnis	215
Sachregister	229

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Abbildungsverzeichnis	XXV
A. Einführung	1
B. Zielsetzung und Vorüberlegungen	5
I. Darstellung der zentralen Forschungsfragen	5
II. Methodische Überlegungen	6
III. Gang der Untersuchung	7
C. Wiederherstellung von Vertrauen als Regelungsziel	9
D. Grundlagen	13
I. Begriff der Verbriefung	13
1. Grundstruktur einer Verbriefung	13
2. Parteien einer Verbriefungstransaktion	15
II. Funktionsweise einer Verbriefung	17
1. „True-Sale“-Verbriefungen	17
2. Synthetische Verbriefungen	19
3. Typen von Verbriefungen	20
a) Asset-Backed Securities (ABS)	20
b) Mortgage-Backed Securities (MBS)	21
aa) Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS)	21
bb) Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)	22
c) Collateralized Debt Obligations (CDO)	22
4. Wiederverbriefung (Verbriefungen squared)	23
5. ABCP-Programme & Term-Verbriefungen	24
6. Abgrenzung zu anderen Finanzierungsformen	24

a) Abgrenzung zum Pfandbrief	24
b) Abgrenzung zum (echten) Factoring	25
<i>III. Vorteile einer Verbriefung</i>	<i>25</i>
1. Ursprüngliche Kreditgeber und Originatoren	25
2. Anleger	28
3. Märkte	28
<i>IV. Entwicklung des europäischen Verbriefungsmarkts</i>	<i>29</i>
1. Kennzahlen	29
2. Entwicklung im Vorfeld der Finanzkrise	29
3. Entwicklung in den Jahren nach der Finanzkrise	30
a) Entwicklung der Neuemissionen von Verbriefungen	30
b) Wechsel bei der Art der Verwendung von Verbriefungspositionen ..	31
c) Ausfallquoten während der Finanzkrise	32
d) Wirtschaftliche Ausfälle	33
4. Der aktuelle Zustand des Verbriefungsmarkts	33
a) Kennzahlen und Volumina	33
b) Marktzusammensetzung	34
5. Fazit zu den präsentierten Kennzahlen	35
6. Erklärungsansätze für die unterschiedliche Erholung nach der Krise (USA vs. Europa)	36
a) Übernahme staatlicher Garantien & Fehlen eines Agency-MBS-Markts	36
b) Vertrauensverlust und Stigmatisierung	37
c) Unterschiedliche buchhalterische Behandlung	38
d) Rolle alternativer Finanzierungsmethoden in der EU und regulatorische Behandlung	38
e) Niedrigzinspolitik	38
f) Rechtsunsicherheiten wegen laufender Regulierungsverfahren	39
g) Zwischenfazit	40
<i>V. Notwendigkeit einer Verbriefungsregulierung</i>	<i>41</i>
1. Risiken bei Verbriefungstransaktionen	41
2. Die Rolle von Verbriefungen in der jüngsten Finanzkrise (der USA) .. .	43
a) Die Entwicklung der Immobilienblase	43
b) Platzen der Immobilienblase	44
c) Ausbreitung der Immobilienkrise auf die Banken- und Realwirtschaft	44
d) Verschärfen der Finanzkrise durch Verbriefungen	45
aa) Verlängerung der Intermediationskette	45
bb) Fehlanreize als Ursache für die Schwächung der Sorgfaltspflicht	45

cc) Komplexität der Verbriefungsstruktur und Vervielfältigung des Schadens	46
dd) Abhängigkeit von mathematischen Modellen und externen Risikobewertungen	46
ee) Anstieg individueller und systemischer Bankrisiken	47
3. Zwischenfazit	47
 <i>VI. Die europäische Verbriefungsverordnung (STS-VO)</i>	48
1. Einleitung	49
a) Aktionsplan Kapitalmarktunion	49
b) Entstehungsgeschichte der STS-Verordnung	50
2. Überblick über das Regelungsregime zu Verbriefungen	51
a) Reaktion des europäischen Gesetzgebers auf die Finanzkrise	52
b) Einordnung in das System der europäischen Kapitalmarktregulierung	53
3. Erste Stellungnahmen und vergleichbare Kriterien	54
a) Mid-Term Review 2017	54
b) STC-Kriterien des BCBS und des IOSCO	55
c) Zulassungskriterien der EZB	56
d) Ankaufprogramm der EZB	57
e) Weitere Stellungnahmen	58
4. Regelungszwecke des europäischen Gesetzgebers	59
a) „Wiederbelebung“ des Verbriefungsmarkts	59
b) Wiederherstellung des Vertrauens	60
c) Freisetzung neuen Marktkapitals	60
d) Anlegerschutz	61
e) Finanzmarktstabilität	62
5. Regelungssystematik	63
a) Allgemeines Verbriefungsrecht	63
b) Spezielles Verbriefungsrecht (STS-Verbriefung)	63
6. Weitere Ergänzungen durch Lamfalussy-II Level 2 Rechtsakte	64
a) Lamfalussy-II Verfahren	64
b) RTS	65
c) ITS	66
7. Zwischenfazit und Überleitung	66
 E. Allgemeiner Teil des neuen Verbriefungsrechts	67
<i>I. Definition der Verbriefung</i>	67
<i>II. Anwendungsbereich</i>	67
1. Institutionelle Anleger vs. Kleinanleger	67
2. Regulierte Originatoren	69

III. Die Zweckgesellschaft	69
1. Rolle des SPV's	70
2. Ausgestaltung des SPV's	70
3. Anforderungen im neuen Verbriefungsrecht (Art. 4 STS-VO)	71
IV. Risikoselbstbehalt (Art. 6 STS-VO)	71
1. Einführung	71
2. Anforderungen an den Risikoselbstbehalt	72
a) Materieller Nettoanteil von mindestens 5%	72
b) Direkter vs. indirekter Ansatz	73
c) Verbot des Forderungs-„ <i>Dumpings</i> “	74
d) Konkretisierung des Begriffs „materieller Nettoanteil“	75
3. Fazit	76
V. Transparenzregime	77
1. Grundgedanke	78
2. Systematik der Regelungen in der Verordnung	78
3. Allgemeine Transparenzpflichten, Art. 7 STS-VO	79
a) Adressat der Veröffentlichungen	79
b) Art der Zurverfügungstellung (Art. 7 Abs. 2 STS-VO)	79
c) Zeitpunkt der Veröffentlichung	80
d) Umfang der zu veröffentlichten Informationen	80
aa) Informationen bei prospektflichtigen Verbriefungen	80
bb) Informationen bei Verbriefungen ohne Prospektflicht	81
cc) Besondere Informationen bei STS-Verbriefungen	82
dd) Anlegerbericht	82
ee) Insiderinformationen und sog. „wichtige Ereignisse“	82
e) Fazit zu Art. 7 STS-VO	83
4. Verbriefungsregister (Art. 10–17 STS-VO)	85
a) Grundgedanke	85
b) Anforderungen an Transaktionsregister nach EMIR	86
c) Überprüfung der Vollständigkeit und Kohärenz der Daten	86
d) Verfügbarkeit von Daten in Verbriefungsregistern (Art. 17 STS-VO)	87
e) Anwendbarkeit auf private Verbriefungen	88
f) Fazit zu Verbriefungsregistern	89
5. Verbot von Wiederverbriefungen (Art. 8 STS-VO)	89
a) Grundgedanke	90
b) Fazit zum Verbot von Wiederverbriefungen	91
6. Transparenz als STS-Kriterium (Art. 22 STS-VO)	91
7. Analyse des Transparenzregimes (ECMH und Kategorisierung von Effizienz)	91
a) Informationseffizienz und <i>Efficient Capital Markets Hypothesis</i> (ECMH)	93

aa) Einführung	93
bb) Drei Klassifizierungen der ECMH	93
cc) Verbesserung der Informationseffizienz im neuen Verbriefungsrecht	94
b) Kategorisierung von Markteffizienz	96
aa) Auswirkungen auf die allokativen Effizienz	97
bb) Auswirkungen auf die institutionelle Effizienz	97
cc) Auswirkungen auf die operationale Effizienz	98
c) Fazit zur Effizienzanalyse	100
8. Fazit zum Transparenzregime	100
<i>VI. Kreditvergabekriterien (Art. 9 STS-VO)</i>	101
1. Einheitliche Vergabekriterien	102
2. Sonderregeln für RMBS-Verbriefungen	103
3. Zweiterwerb von Forderungen	104
4. Fazit zu den Kreditvergabekriterien	104
<i>VII. Fazit zum allgemeinen Teil des neuen Verbriefungsrechts</i>	105
F. STS-Verbriefung (Art. 18 ff. STS-VO)	107
I. EU-Ansässigkeit	108
II. Rechtsdogmatische und rechtssystematische Analyse	109
1. STS-Kriterien	109
a) „Simple“ (Art. 20 STS-VO)	110
aa) Insolvenzferne vom Originator	110
(1) „True-Sale“-Verbriefung (Art. 20 Abs. 1 S. 1, Abs. 4 STS-VO)	110
(2) Keine synthetischen STS-Verbriefungen	111
(3) Durchsetzbarkeit und Verbot sog. <i>Claw-Back Klauseln</i>	112
(4) Zeitpunkt der Übertragung im Wege der Abtretung	113
(5) Zusicherungs- und Gewährleistungsklauseln	113
(6) Zwischenfazit zur Insolvenzferne	114
bb) Anforderungen an die Art und Ausgestaltung der zugrunde liegenden Risikopositionen	114
(1) Erfüllung sog. <i>Eligibility Criteria</i>	114
(2) Homogenität	115
(a) Definition	115
(b) Weitere Ausgestaltung in Form von RTS	116
(c) Erläuterung	116
(d) Analyse	116
(3) Verbindlichkeit und volles Rückgriffsrecht	117
(4) Festgelegte periodische Zahlungsströme	117

(5) Keine übertragbaren Wertpapiere nach MiFID II	118
(6) Verbot der Wiederverbriefung	118
(7) Zwischenfazit zur Art und Ausgestaltung der zugrunde liegenden Risikopositionen	119
cc) Übernahmestandards und Kreditvergabekriterien	119
(1) Emissionsübernahmestandards	119
(2) Sonderregelung für RMBS-Papiere	121
(3) Anforderungen an den Kredit- bzw. Darlehensnehmer	121
(a) Kreditwürdigkeitsprüfung nach Art. 18 der RL 2014/17/EU	121
(b) Art. 8 der Richtlinie 2008/48/EG	122
(c) Beispiel: Umsetzung im deutschen Recht, §§ 505a ff. BGB	122
(4) Erfahrung des Originators oder ursprünglichen Kreditgebers	123
(5) Vergleich zu Art. 408 Abs. 1 CRR a. F.	124
(6) Zwischenfazit zu Übernahmestandards und Kreditvergabekriterien	124
dd) Mindeststandard der Qualität und Struktur der zugrunde liegenden Risikopositionen	125
(1) Verbot ausgefallener Risikopositionen	125
(2) Verbot „beeinträchtigter“ Risikopositionen	125
(3) STC-Kriterien	126
(4) Leistung mindestens einer Zahlung	126
(5) Keine überwiegende Abhängigkeit von Veräußerung der Vermögenswerte	126
(6) Zwischenfazit zum Mindeststandard der Qualität und Struktur der zugrunde liegenden Risikopositionen	127
ee) Fazit zum Erfordernis der „Einfachheit“	128
b) „Standardised“ (Art. 21 STS-VO)	131
aa) Einhaltung des Risikoselbstbehalts	131
bb) Zins- und Währungsrisiken	131
(1) Minderung der Zins- und Währungsrisiken	131
(2) Verbot von Derivaten	131
(3) STC-Kriterien	132
(4) Erfordernis einfacher, marktüblicher Zinssätze	132
(5) Zwischenfazit	132
cc) Spezifische Regelungen zum Anlegerschutz	133
(1) Zustellung eines Betreibungsbescheids oder Mitteilung der vorzeitigen Fälligstellung (Art. 21 Abs. 4 STS-VO)	133
(2) Geschäfte mit nicht-sequentieller Zahlungsrangfolge	133
(3) Revolvierende Verbriefungen (Art. 21 Abs. 6 STS-VO)	134
(4) Zwischenfazit	134
dd) Anforderungen an den Forderungsverwalter	135

ee) Anforderungen an die Transaktionsunterlagen (Art. 21 Abs. 7, 9 und 10 STS-VO)	135
ff) Fazit zum Kriterium der „Standardisierung“	136
c) „Transparent“ (Art. 22 STS-VO)	137
aa) Zurverfügungstellung von Daten	138
bb) Externe Überprüfung der Daten (Art. 22 Abs. 2 STS-VO)	139
cc) Modifizierung der allgemeinen Transparenzanforderungen	140
dd) Fazit zum Kriterium der „Transparenz“	141
2. STS-Meldung (Art. 27 STS-VO)	141
3. Gesamtfazit STS-Kriterien und Marktverhaltensprognose	142
 G. Abkehr von Ratingagenturen	147
 I. Modifizierter Vertrauensschutz	149
 II. Hintergrund der Regulierung	149
1. Funktion von Ratingagenturen am Verbrieftungsmarkt	149
2. Marktanteil und Zusammensetzung	151
3. Schwächen von Ratings	152
a) Vergütung (<i>Issuer-Pays</i> -Modell) & Beratung	153
b) Blindes Vertrauen	154
c) Prozyklizität und Klippeneffekte	154
d) Regelungen im neuen STS-Recht	155
4. Externe Ratings im Verbrieftungsrecht	155
a) EZB Repo Geschäfte (Art. 82 Abs. 1 lit. b) EZB/2015/510)	155
b) Ankaufprogramm der EZB (Art. 2 Abs. 1 EZB/2014/45)	156
c) Berechnung der Eigenmittelanforderungen (SEC-ERBA, Art. 254 Abs. 1 lit. c) CRR (Anpassung vom 12. Dezember 2017) . .	156
d) Zwischenergebnis	157
5. Externe Ratings für STS-Kriterien?	158
6. Zwischenergebnis	158
 III. Sorgfaltspflichten des institutionellen Anlegers (Art. 5 STS-VO)	158
1. Einführung	159
2. Prüfungspflicht des institutionellen Anlegers (Art. 5 Abs. 1 STS-VO) .	159
a) Einhaltung der Kreditvergabekriterien (Art. 9 STS-VO)	159
b) Einhaltung des Risikoselbstbehalts (Art. 6 STS-VO)	160
c) Einhaltung der Transparenzpflichten (Art. 7 STS-VO)	160
3. Sorgfaltsprüfung und Risikoanalyse des institutionellen Anlegers (Art. 5 Abs. 3 STS-VO)	160
4. Pflichten während des Haltens der Verbrieftungsposition (Art. 5 Abs. 4 STS-VO)	161

5. Zwischenergebnis	161
IV. STS-Meldung (Art. 27 STS-VO)	162
1. Pflicht zur Meldung und Aktualisierung (Art. 27 Abs. 1 und Abs. 4 STS-VO)	163
2. Besondere Pflichten des Originators bzw. ursprünglichen Kreditgebers (Art. 27 Abs. 3 STS-VO)	163
3. Verzeichnis auf der Website der ESMA (Art. 27 Abs. 5 STS-VO)	164
4. Fehlerhafte STS-Meldung & Marktaufsicht	164
5. Aussagewert der STS-Meldung (Art. 5 Abs. 3 lit. c) S. 2 STS-VO)	166
a) Einführung (Art. 5a Abs. 1 CRA-III)	166
b) Übertragung auf das STS-Recht	167
c) Zwischenergebnis: Modifizierter Vertrauensschutz	168
6. Geeignetheit interner Bewertungen	169
a) Problematik bei der Regulierung von Ratingagenturen	169
b) Übertragung auf das STS-Recht	169
7. Fazit zur STS-Meldung	170
V. Einbeziehung Dritter	172
1. Einführung & Hintergrund	173
2. Inanspruchnahme Dritter (Art. 27 Abs. 2 STS-VO)	174
a) Keine Haftungsbefreiung bzw. Pflichtentbindung	175
b) Anpassung der STS-Meldung	175
3. Zulassung des Dritten (Art. 28 STS-VO)	175
a) Anforderungen an die Zulassung (Art. 28 Abs. 1 lit. a)–g) STS-VO)	176
aa) Unabhängigkeit der Bewertungen von der Gebührenerhebung ..	176
bb) Kein beaufsichtigtes Unternehmen oder Ratingagentur	176
cc) Einschränkung der Geschäftstätigkeit	177
dd) Verbot von Beratungsleistungen und sonstigen Diensten	177
ee) Vermeidung von weiteren Interessenkonflikten	177
ff) Anforderungen an Mitglieder des Leitungsgremiums	178
b) Weitere Regelungen zur Zulassung (Art. 28 Abs. 2 und 3 STS-VO)	178
4. Vergleichbarkeit der Interessenkonflikte mit Ratingagenturen	179
5. Systematisierung der Regelungen im Überblick	180
a) <i>Issuer-Pays</i> -Modell	180
aa) Erläuterung zur Problematik bei Ratingagenturen	181
bb) Regulierung zu Ratingagenturen	181
cc) Regelung in der STS-VO	182
dd) Fazit im Umgang mit der Issuer Pays-Problematik	182
ee) Anmerkungen in den Entwürfen der RTS	183
b) Beratungsleistungen	183
c) Umgang mit weiteren Interessenkonflikten	184
d) „Blinder“ Vertrauen in Drittstellen – Aussagewert der Drittverifizierung?	184

aa) Gesetzestexte und Begleitunterlagen	184
bb) Übertragbarkeit des modifizierten Vertrauensschutzkonzepts?	185
6. Rechtsfolgen der Einbeziehung Dritter	186
a) Anpassung des Sorgfaltsmaßstabs in Art. 32 STS-VO?	186
b) Modifizierung des Aussagewerts der STS-Meldung bzw. des Sorgfaltsmaßstabs?	187
c) Abgeschwächter modifizierter Vertrauensschutz für die Drittverifizierung?	187
d) Beitrag zur Vertrauensförderung?	187
7. Kritik an der Einführung	188
8. Haftung der Dritt-Verifizierer ggü. Anlegern?	189
a) Vertragliche Haftung?	190
b) Vertrag mit Schutzwirkungen zugunsten Dritter	190
aa) Voraussetzungen	190
bb), „Gutachterhaftung“	190
cc) Anwendung auf Dritt-Verifizierer	191
c) „Sachwalterhaftung“	193
d) Haftung aus Deliktsrecht	194
e) Art. 35a CRA-III analog?	194
f) Ergebnis	195
9. Fazit zur Einbeziehung Dritter	195
<i>VI. Fazit zur Abkehr von Ratingagenturen</i>	197
H. Fazit und Zusammenfassung in Thesen	201
Literaturverzeichnis	215
Sachregister	229