

Asset Securitisation in Deutschland

von

Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Melanie Bresser, RA Jürgen Brokemper, Philipp Burmester, Nikolay Delchev, Andrea Flunker, Borislav Goranov, Vladimir Gryshchenko, Katharina Koring, RA Johannes Kühn, Peter Mach, Dr. Thomas Moosbrucker, Annike von Slupetzki, RA Philipp von Websky

4. Auflage

[Asset Securitisation in Deutschland – Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft / Bresser / Brokemper / et al.](#)

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

[Rechnungs-, Prüfungswesen, Bilanzierung – Rechnungswesen und Controlling – Corporate Finance, Banken und Kapitalmarkt](#)

Verlag Franz Vahlen München 2012

Verlag Franz Vahlen im Internet:

www.vahlen.de

ISBN 978 3 8006 4498 8

terparties mit einem überdurchschnittlichen Rating ausgewählt. Das Vertragsverhältnis der Parteien des Senior Swap ist üblicherweise in einem Rahmenvertrag (Master Agreement), einem Nachtrag (Schedule) und den eigentlichen Swapbedingungen (Swap Confirmation) niedergelegt. Verluste innerhalb der Senior-Tranche werden in aller Regel nicht erwartet, da die Verluste zunächst der First-Loss Position und dann den mittleren Tranchen zugewiesen werden und erst am Schluss auf die Senior-Tranche entfallen.

Credit Linked Notes (CLN)

Das Rechtsverhältnis zwischen der SPE und den Investoren als Inhaber der CLNs (Wertpapiere) wird im Wesentlichen durch den Verkaufsprospekt und die darin enthaltenden Anleihebedingungen (Terms and Conditions of the Notes) bestimmt. Die Investoren machen ihre Kaufentscheidung von den Angaben des Information Memorandum abhängig. Demzufolge ist bei dessen Abfassung sehr sorgfältig auf jede einzelne Formulierung zu achten. Nach deutschem Recht löst das Information Memorandum eine Prospekthaftung aus. Diese ist spezialgesetzlich in dem Börsengesetz, dem Wertpapierhandelsgesetz und dem Verkaufsprospektgesetz geregelt. Daneben finden auch allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftungsgrundsätze Anwendung.

Bei den Credit Linked Notes derselben Tranche handelt es sich um Anleihen, die direkte Verbindlichkeiten des Emittenten, die untereinander gleichrangig sind, begründen. Die Anleihen haben eine bestimmte Laufzeit sowie festgelegte Kuponzahltag. Häufig werden die Anleihen an einer Börse gehandelt (z. B. Luxembourg Stock Exchange). Sie sind nach Maßgabe der Anleihebedingungen in der Regel frei veräußerbar und werden durch eine Sammelurkunde verbrieft.

Oft wird die unterste Tranche vom Originator selbst gehalten (First Loss Position) mit der Folge, dass die anfänglichen Verluste nicht von den Investoren, sondern vom Originator getragen werden. Das Ausfallrisiko der mittleren Tranche (Mezzanine-Tranche) wird durch die Ausgabe von Wertpapieren an Investoren weitergegeben. Ein Ausfall in der mittleren Tranche des Forderungsportfolios nach Verbrauch der First Loss Position hat spiegelbildlich einen Ausfall bei den Mezzanine-Wertpapieren zu Lasten der Investoren zur Folge. Dieser sogenannte Credit Link ist zentrales Strukturierungselement bei den Anleihebedingungen.

Im Prospekt werden die Investoren explizit darauf hingewiesen, dass sie insofern keine Garantie oder sonstige Sicherheit in Bezug auf den Nominalbetrag der Anleihen bzw. den festgesetzten Zinssatz erhalten. Die Ausfallwahrscheinlichkeit der einzelnen Forderungen im Rahmen der mittleren Tranche spiegelt sich in einem unterschiedlichen Rating

der Wertpapiere und demzufolge auch in unterschiedlichen Zinssätzen (Spreads) wider.

Mehrheitsbeschlüsse der Anleihegläubiger, gemeinsamer Vertreter

In den Anleihebedingungen sind die wesentlichen Regelungen zwischen der Emittentin (SPE) und den Investoren festgesetzt. Eine nachträgliche Änderung dieser Regelungen kann insbesondere in Restrukturierungs- und anderen Sondersituationen von erheblichem Interesse für die Anleihegläubiger sein.

Nach der bis zum 4.8.2009 geltenden Rechtslage waren Änderungen der Anleihebedingungen von emittierten Anleihen nur sehr eingeschränkt möglich. Eine Zustimmung aller Anleihegläubiger war meist nicht praktikabel. Änderungen aufgrund nur mehrheitlicher Zustimmung der Anleihegläubiger waren nach dem „Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen“ nur ausnahmsweise durchsetzbar. Eine Aufgabe bzw. Beschränkung der Gläubigerrechte durch Mehrheitsbeschluss war ausschließlich zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder eines Insolvenzverfahrens der Emittentin zugelassen. Zudem konnte lediglich eine zeitlich befristete Stundung und Zinsermäßigung beschlossen werden. Bedingung war, dass die Emittentin ihren Sitz im Inland hatte.

Seit dem 5.8.2009 ist das neue Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) in Kraft. Hiernach können Anleihebedingungen sehr viel umfassender als bisher durch Mehrheitsbeschlüsse der Anleihegläubiger/Investoren geändert werden, sofern dies in den Anleihebedingungen vorgesehen ist. Des Weiteren kann durch Mehrheitsbeschluss ein „gemeinsamer Vertreter“ der Anleihegläubiger bestellt werden, der Gläubigerversammlungen abhalten und mit weiteren Aufgaben betraut werden kann. Die Bestellung des gemeinsamen Vertreters kann auch bereits in den Anleihebedingungen erfolgen. Die neuen gesetzlichen Regelungen bieten Anleihegläubigern deutlich mehr Flexibilität, wirkungsvoll auf Restrukturierungssituationen zu reagieren, als dies nach altem Recht der Fall war.

Gem. § 5 Abs. 1 S. 1 SchVG können Anleihebedingungen nur vorsehen, dass die Gläubiger derselben Anleihe Mehrheitsbeschlüsse fassen können. Grundsätzlich sind Verbriefungen zwar Anleihen i. S. d. Schuldverschreibungsgesetzes, die Besonderheit ist hier jedoch regelmäßig deren Einteilung in mehrere Tranchen mit unterschiedlichem Risikoprofil und unterschiedlicher Verzinsung. Nahe liegt hier somit, jede Tranche separat als eine Anleihe i. S. d. § 5 Abs. 1 S. 1 SchVG anzusehen. Zum Verhältnis von mehreren Mehrheitsbeschlüssen aus verschiedenen Tranchen zueinander bietet das SchVG keine Anhaltspunkte. Änderungen von Anlei-

hebedingungen dürften somit nur möglich sein, wenn in allen Tranchen, auf die diese Änderungen Auswirkung haben, die betreffenden Investoren mehrheitlich zustimmen. Entsprechend des Subordinationsprinzips werden Investoren verschiedener Tranchen bei einigen Sachverhalten unterschiedliche Interessen haben, sodass dort tranchenübergreifende Mehrheitsbeschlüsse nicht wahrscheinlich sind. Jedoch ist auch eine Vielzahl von Sachverhalten in Restrukturierungssituationen denkbar, in denen die Interessen gleichlaufen und gemeinschaftliches Handeln für die Beteiligten von Vorteil ist. Zwar sind Mehrheitsentscheidungen in neueren Verbriefungen häufig grundsätzlich rechtlich vorgesehen. Eine nähere Ausgestaltung findet sich demgegenüber kaum. Von der Möglichkeit, bereits in den Anleihebedingungen einen gemeinsamen Vertreter zu bestellen (§ 8 Abs. 1 SchVG), wird in der Regel kein Gebrauch gemacht. Es bleibt abzuwarten, ob und wie sich die Elemente Mehrheitsentscheidung und gemeinsamer Vertreter weiter etablieren und als zusätzliches Qualitätsmerkmal von potenziellen Investoren wahrgenommen werden.

Originator – Obligor

Grundsätzlich wird das Verhältnis der Bank zum Obligor (Forderungsschuldner) durch eine synthetische Verbriefung nicht berührt. Wie bereits ausgeführt, bleibt die Bank nach wie vor rechtlicher Forderungsinhaber. Bei RMBS- oder CMBS-Transaktionen wird zugunsten der Bank eine Grundschuld oder Hypothek zur Absicherung des gewährten Darlehens eingeräumt. Der Forderungsschuldner erfährt von der synthetischen Verbriefung seiner Forderungen grundsätzlich nichts. Es bestehen auch keine Mitteilungspflichten, da lediglich das Risiko über die SPE an die Investoren und Swap Counterparties weitergereicht wird. Bei der Strukturierung sollte jedoch darauf geachtet werden, dass aus Gründen des Bankgeheimnisses bzw. des Datenschutzes die relevanten persönlichen Daten nur in anonymisierter Form in der Reference Claim List enthalten sind.

Originator – SPE – Investoren – Trustee

Das Verhältnis zwischen dem Originator, der SPE, den Investoren und dem Treuhänder ist im Wesentlichen durch den betreffenden Treuhandvertrag geregelt. Zu den Treuhandfunktionen gehören in synthetischen Transaktionen insbesondere das Halten und Verwerten von Sicherheiten (Security Trustee) sowie eine Überprüfungsfunktion (Verification Trustee). Diese Funktionen können auch vereint und um weitere zentrale Transaktionsaufgaben zugunsten der Investoren erweitert werden (Transaction Trustee). Der Treuhandvertrag ist meist als Vertrag

zugunsten Dritter gemäß §328 Abs.1 BGB ausgestaltet, wonach die Investoren als Dritte und Nicht-Vertragspartei einen eigenen Anspruch gegen den Treuhänder auf Tätigwerden erwerben. Im Rahmen der Security-Trustee-Funktion hat der Treuhänder häufig einen eigenen Treuhänderanspruch (Trustee Claim), wonach der Treuhänder von der SPE Zahlung von Kapital und Zinsen aufgrund eines eigenen Anspruchs an die Investoren verlangen kann. Darüber hinaus regelt der Sicherheitentreuhandvertrag die Verwertung von Sicherheiten im Falle des Vorliegens eines Verwertungsfalles (z. B. Insolvenz der SPE). Zu diesem Zweck werden dem Security Trustee Sicherheiten (insbesondere risikoarme Wertpapiere oder Bardepots) übertragen oder verpfändet. Um die ordnungsgemäße Bedienung der ausgegebenen Credit Linked Notes durch die SPE überprüfen zu können, werden dem Verification Trustee regelmäßig Berichte (Reports) zugeleitet, die er auf Plausibilität zu überprüfen hat. Der Eintritt von Verlusten (Realised Losses) löst zusätzliche Prüfungsbefugnisse des Treuhänders aus.

8.2.2 True-Sale-Transaktionen

Im Gegensatz zu einer synthetischen Verbriefungstransaktion werden bei einer True-Sale-Transaktion Forderungspools im Wege eines echten Forderungsverkaufs auf eine Zweckgesellschaft übertragen, die den zu

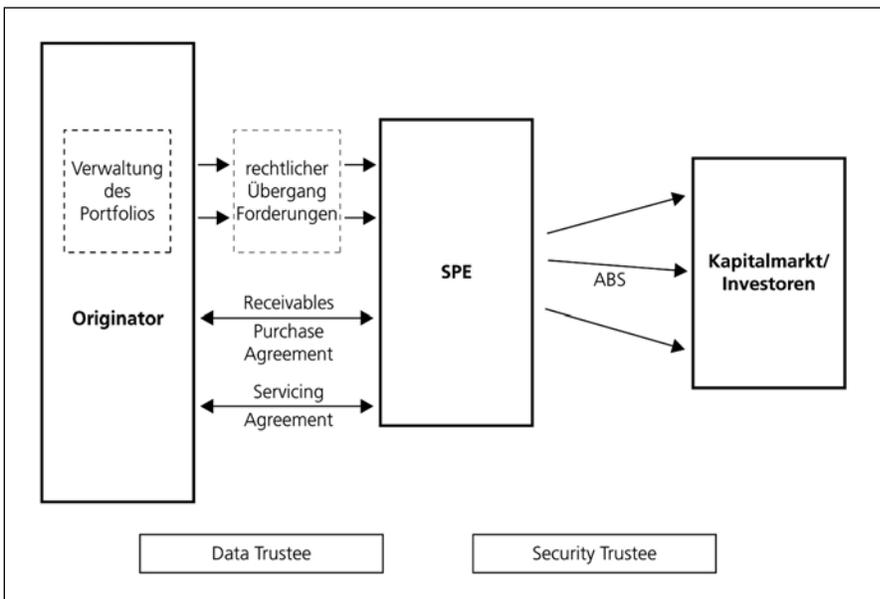


Abb. 8.2: True-Sale-Transaktionen

zahlenden Kaufpreis am Kapitalmarkt refinanziert. Unterscheiden kann man zwischen einem rechtlichen, einem steuerrechtlichen und einem handelsrechtlichen True Sale.

Seller/Originator – SPE

Als Mittelpunkt aller Rechtsbeziehungen kann man das Verhältnis zwischen dem Forderungsverkäufer (Seller), der meist auch ursprünglich die Darlehen vergeben hat (Originator), und dem Forderungskäufer (einer Zweckgesellschaft bzw. Special Purpose Entity/SPE) bezeichnen. Im Rahmen einer True-Sale-Transaktion erfolgt der Risikotransfer im Wege eines Verkaufs und einer Abtretung (§§ 433, 398 ff. BGB) der Forderungen durch den Originator an eine SPE. Damit erfolgt die Isolierung der Bonität eines Forderungspools von der Unternehmensbonität des Originators. Basis einer wirksamen Isolation ist neben der gesellschaftsrechtlichen Aufstellung der SPE vor allem der zwischen den Parteien vereinbarte Forderungsverkaufs- und Abtretungsvertrag (Loan Receivables Purchase Agreement). Die Vereinbarungen der Parteien beinhalten dementsprechend sowohl ein Verpflichtungsgeschäft (Kaufvertrag) als auch ein Verfügungsgeschäft (Abtretung). In manchen Strukturen wird davon abweichend zunächst auf die Abtretung verzichtet und stattdessen ein Übertragungsanspruch vereinbart, wonach erst im Falle der Insolvenz oder Insolvenznähe des Forderungsverkäufers die Forderung übertragen wird. Zur Schaffung einer insolvenzfesten Rechtsposition erfolgt eine Eintragung im Refinanzierungsregister.

Forderungsübergang/-übertragung

Die rein schuldrechtlichen Bestandteile sind aus rechtlicher Sicht erfahrungsgemäß meist unproblematisch, da hier die Vertragsfreiheit der Parteien dominiert. Sie bestimmen z. B. den genauen Kaufgegenstand nebst bestimmten Zusicherungen und Gewährleistungen sowie den Kaufpreis oder dessen genaue Berechnungsmethode.

Im Falle einer Insolvenz des Originators kommt es auf die Frage an, ob die Forderungen uneingeschränkt in dessen Insolvenzmasse fallen, was im Rahmen von Verbriefungstransaktionen zu vermeiden ist.¹²² Rechtliche Problematiken können sich aus Vereinbarungen ergeben, wenn die Regelungen zum Kaufpreis und zu Zusicherungen/Gewährleistungen dazu führen, dass Bonitätsrisiken aus den verkauften Forderungen weiterhin vom Originator zu tragen sind. Gemäß § 166 Abs. 2 InsO kann ein Insolvenzverwalter eine Forderung, die nur zur Sicherheit abgetreten wurde, einziehen und verwerten, sodass dem Gläubiger (hier: SPE)

¹²² Vgl. auch II. 1. a) aa) Sicherung der Investoren.

demnach lediglich ein Absonderungsrecht zusteht. Fraglich ist, unter welchen Voraussetzungen beim Verkauf von Forderungen im Rahmen einer Verbriefungstransaktion eine vollständige Forderungsübertragung anzunehmen ist oder aber lediglich eine Sicherungsabtretung im Sinne des § 166 Abs. 2 InsO vorliegt. In diesem Zusammenhang problematisch können unter anderem variable¹²³ Kaufpreisabschläge (weit) oberhalb der historischen Ausfallraten, Rückkaufvereinbarungen für Forderungen und anderweitige Verpflichtungen zum Ausgleich von tatsächlichen Verlusten sein. Inwiefern die auf das Bonitätsrisiko abstellende IDW-Stellungnahme zur Rechnungslegung (IDW RS HFA 8) bzw. die sich daran orientierenden steuerrechtlichen Überlegungen des BFH¹²⁴ in dieser Frage insolvenzrechtlich als Auslegungshilfe herangezogen werden können, ist rechtlich nicht abschließend geklärt.

Einen wesentlichen Beitrag zur Schaffung einer insolvenzfesten Rechtsposition bietet in diesem Zusammenhang die Nutzung des Refinanzierungsregisters, das im Jahr 2005 gesetzlich kodifiziert wurde (vgl. nachfolgend Sicherheiten, Refinanzierungsregister).

Abtretungsverbote

Zur Trennung des wirtschaftlichen Risikos des verbrieften Portfolios von der Unternehmensbonität des Originators ist es unabdinglich, dass eine tatsächliche unanfechtbare Übertragung der Forderungen auf die SPE stattfindet. Hinderlich können Abtretungsverbote aus dem Verhältnis des Originators zu seinem Kunden sein. In Betracht kommen rechtsgeschäftliche Abtretungsverbote nach § 399 BGB oder gesetzliche wie z. B. § 400 BGB. Sofern im Darlehensvertrag also ausdrücklich eine Abtretung ausgeschlossen ist oder Unpfändbarkeit vorliegt, führt dies gemäß § 399 bzw. § 400 BGB zur Unwirksamkeit einer trotzdem erklärten Abtretung.

Es kann aber auch trotz eines rechtsgeschäftlichen Abtretungsverbots eine Abtretung nach § 354a Abs. 1 HGB vorgenommen werden, wenn es sich um ein beiderseitiges Handelsgeschäft handelt. Letztlich ist eine wirksame Abtretung aufgrund des § 354a Abs. 1 HGB trotzdem nicht zielführend, da der Schuldner gem. § 354a Abs. 1 S. 2 HGB trotz Kenntnis dieser Abtretung weiter mit befreiender Wirkung an den bisherigen Gläubiger (Originator) leisten kann, sodass auch hier der SPE ein potenzielles Originator-Risiko verbleibt. Zudem ist im Jahr 2008 mit § 354a Abs. 2 HGB eine Regelung eingeführt worden, wonach § 354a

¹²³ Koppelung an tatsächliche Ausfälle.

¹²⁴ BFH, Urteil vom 26.8.2010 – I R 17/09.

Abs. 1 HGB keine Geltung hat, sofern es sich beim Gläubiger (also i. d. R. dem Originator) um ein Kreditinstitut handelt.

Datenschutz, Bankgeheimnis

Auch Datenschutzvorschriften können ein Risiko in einer True-Sale-Transaktion darstellen. Relevante Datenschutzvorschriften enthalten das Bundesdatenschutzgesetz (BDSG) und für die Abtretung von Bankforderungen das Bankgeheimnis.

Den Regelungen des BDSG unterliegen Gesellschaften, die personenbezogene Daten¹²⁵ erheben, verarbeiten oder nutzen, und somit auch Banken. Bankforderungen unterliegen zudem dem Bankgeheimnis, einer vertraglichen Nebenpflicht, die ihren Niederschlag in den AGB-Banken gefunden hat. Hiernach besteht eine Verschwiegenheitspflicht für alle kundenbezogenen Tatsachen und Wertungen, soweit kein gesetzlicher Erlaubnistatbestand oder eine Einwilligung des Kunden von dieser entbindet.¹²⁶ Vielfach enthalten Kreditverträge sog. Syndizierungs- bzw. ABS-Klauseln, die eine entsprechende Einwilligung enthalten.¹²⁷ Ohne eine derartige Einwilligung ist eine Weitergabe von Daten unter Berücksichtigung immanenter Grenzen des Bankgeheimnisses wohl nur eingeschränkt zulässig. Als zulässig anerkannt ist gemäß Rundschreiben 4/97 der BaFin zu Asset-Backed-Securities-Transaktionen eine verschlüsselte Weitergabe der Daten und Hinterlegung des Codes bei einer Bank oder einem Notar oder aber, falls für die Transaktion unbedingt erforderlich, die Weitergabe an einen zur Verschwiegenheit verpflichteten Dritten ohne Offenlegung der Identität des Kunden.

Obwohl verschiedentlich diskutiert, ist mit dem BGH¹²⁸ und der herrschenden Meinung in der Literatur¹²⁹ eine Unwirksamkeit der Forderungsabtretung gemäß § 134 BGB – oder in anderer Weise rechtlich konstruiert¹³⁰ – aufgrund einer Verletzung des BDSG oder des Bankgeheimnisses im Zusammenhang mit der Forderungsabtretung abzulehnen. Nicht von der Hand zu weisen ist jedoch die Möglichkeit von Schadensersatzansprüchen und Kündigungsrechten des Darlehensnehmers im Fall einer Verletzung des BDSG oder des Bankgeheimnisses.

¹²⁵ Einzelangaben über persönliche oder sachliche Verhältnisse einer bestimmten oder bestimmbarer natürlicher Person, § 3 Abs. 1 BDSG.

¹²⁶ Nr. 2 Abs. 1 AGB-Banken.

¹²⁷ Zur Vereinbarkeit derartiger Klauseln mit AGB Regeln vgl. Cahn: WM 2004, S. 2049.

¹²⁸ BGH, Urteil vom 27.2.2007 – XI ZR 195/05.

¹²⁹ Z. B. Cahn: WM 2004, S. 2041, 2050 ff.

¹³⁰ Das OLG Frankfurt etwa folgte in einem Urteil vom 25.5.2004 aus dem zumindest stillschweigend vereinbarten Bankgeheimnis im Rahmen des Darlehensverhältnisses einen in der Regel vorliegenden stillschweigenden Ausschluss der Abtretung von Darlehensrückzahlungsforderungen gem. § 399 BGB.

Sicherheiten, Refinanzierungsregister

Wesentlich ist neben der wirksamen Übertragung der Forderungen in einer True-Sale-Transaktion auch die Übertragung der mit diesen verbundenen Sicherheiten. In bestimmten Forderungsklassen ist die Bonität der Forderung maßgeblich von der Werthaltigkeit zugrunde liegender Sicherheiten abhängig (insbesondere in Mortgage-Backed-Strukturen wie bei RMBS und CMBS). Während akzessorische Sicherheiten gem. § 401 Abs. 1 BGB unmittelbar mit der Forderungsübertragung auf den Erwerber übergehen, ist der Übergang sonstiger Sicherheiten, insbesondere der weit verbreiteten Grundschuld, gesondert vorzunehmen. Dabei wäre auf der einen Seite ein rein schuldrechtlich gestalteter Übergang der Sicherheit nicht insolvenz sicher,¹³¹ auf der anderen Seite ist die herkömmliche dingliche Übertragung etwa von Buchgrundschuldsicherungen besonders zeit- und kostenintensiv. Um den Aufwand in einem vertretbaren Umfang zu halten und gleichwohl eine gesicherte Position für den Fall der Insolvenz des Originators zu schaffen, wurde daher vielfach zwischen Originator und SPE hinsichtlich der Grundschulden ein schuldrechtliches Treuhandverhältnis vereinbart mit einer dinglichen Umschreibungspflicht bei Eintritt bestimmter Voraussetzungen (Trigger Events), wie z. B. einer Ratingverschlechterung des Originators. Mit der Einführung des Refinanzierungsregisters¹³² ist eine weitere Möglichkeit hinzugekommen. Gegenstände des Originators (insbesondere Forderungen und Grundpfandrechte, die der Sicherung von Forderungen dienen), die ordnungsgemäß im Refinanzierungsregister eingetragen sind, können im Falle der Insolvenz des Originators vom Übertragungsberechtigten gem. § 22j KWG nach § 47 InsO ausgesondert werden. Das bedeutet, dass die Gegenstände im Insolvenzfall nicht zum Vermögen des Originators gezählt werden und somit gar nicht erst in die Insolvenzmasse fallen. Eine dingliche Übertragung der Gegenstände ist für diese Insolvenzfestigkeit weder notwendig noch wird sie durch die Eintragung in das Refinanzierungsregister vorgenommen. Aufwendige Übertragungen, z. B. von Buchgrundschuldsicherungen schon vor dem Verwertungsfall, können somit bei gleichzeitig weitgehender Insolvenzsicherheit vermieden werden.

¹³¹ Vgl. etwa BGH, Urteil vom 24.6.2003 – IX ZR 75/01, in dem klargestellt wird, dass eine schuldrechtliche Vereinbarung, nach der treuhänderisch eine dingliche Rechtsposition durch das später insolvente Unternehmen für einen anderen gehalten wird, im Falle einer Insolvenz kein Aussonderungsrecht begründet.

¹³² §§ 22a ff. KWG, eingefügt mit Gesetz vom 22.9.2005.