

§ 2 Entstehungsgeschichte der Vorschriften

§§ 22a–22o KWG

I. Gesetzgeberische Bemühungen zur Förderung des ABS-Marktes

Die Regelungen zum Refinanzierungsregister, §§ 22a–22o KWG, traten am 23.9.2005 in Kraft.¹¹ Diese Vorschriften werden allgemein als Abschluss eines langen politischen Prozesses¹² zur Förderung der echten ABS-Refinanzierung auf dem deutschen Finanzmarkt gesehen, der seinen Ursprung in dem Finanzmarktförderplan des Bundesministeriums der Finanzen vom Jahre 2003 hat.¹³

Die Förderungsbemühungen des deutschen Gesetzgebers orientieren sich an der Grundüberzeugung, dass der Rechtsrahmen von Finanzmärkten für Investoren so attraktiv wie möglich zu gestalten ist, um die Liquidität der heimischen Märkte zu verbessern. Neben der Gewährleistung von Sicherheit und Funktionsfähigkeit, muss der Gesetzgeber daher auch mit den Trends auf den Kapitalmärkten Schritt halten. Finanzmarktinnovationen schreiben hier die Richtung vor, weil sie stetig neue Investitionsanreize schaffen und so die Liquidität der Kapitalmärkte verbessern können. Investoren, die in Finanzmarktinnovationen anlegen, agieren dabei global, sodass die nationalen Gesetzgeber im gegenseitigen Wettbewerb bei der Finanzmarktgesetzgebung und so unter ständigem Anpassungsdruck stehen. ABS und ihre Derivate gehörten zumindest bis vor der Finanzkrise 2008/2009 einhellig zu diesen begehrten Innovationen.¹⁴

¹¹ Art. 6 Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters, BGBl. I, S. 2809 ff.

¹² Fleckner, WM 2004, 2051, 2052; Tollmann, ZHR 169 (2005), 594 f.

¹³ Siehe hierzu unten S. 17 ff.

¹⁴ Zur Einstufung von ABS als Finanzmarktinnovationen siehe Ohl, Asset-Backed Securities, S. 13 ff.

1. Konkurrenzfähigkeit auf den europäischen Verbriefungsmärkten

Die Vorschriften §§ 22a–22o KWG beseitigen insolvenzrechtliche und bankaufsichtsrechtliche Hindernisse¹⁵ der ABS-Verbriefung, die verantwortlich gemacht wurden für die im internationalen Vergleich geringe Zahl echter¹⁶ ABS-Transaktionen in Deutschland.¹⁷ Dieser Befund erwies sich als äußerst misslich, weil sich Deutschland trotz seines hohen Potentials an verbrieungsfähigen Forderungen gegenüber anderen europäischen Ländern wie etwa dem Vorreiter Großbritannien nicht behaupten konnte.¹⁸ Veröffentlichte Marktdaten von den Jahren unmittelbar vor Inkrafttreten der Vorschriften §§ 22a–22o KWG zeigen, dass der deutsche ABS-Verbriefungsmarkt mit seinem verhältnismäßig geringen Verbriefungsvolumen sogar kleineren Wirtschaftsländern wie Spanien, Italien und den Niederlanden hinterherhinkte.¹⁹ Es entstand daher ein besonderes Bedürfnis für den deutschen Gesetzgeber, die rechtlichen Rahmenbedingungen für „ABS made in Germany“²⁰ zu verbessern. Nicht zuletzt konkurriert die deutsche Kreditwirtschaft seit Entstehen der europäischen Währungsunion auf einem einheitlichen Kapitalmarkt immer stärker mit den anderen Mitgliedsstaaten.

¹⁵ Siehe unten S. 39 f.

¹⁶ Die Gesetzesbegründung zum Refinanzierungsregister verwendet die Begriffe „echte ABS-Transaktion“ und „True Sale Verbriefung“ synonym. Echte Verbriefungen unterscheiden sich von so genannten synthetischen Verbriefungen, indem die Kredite selbst verkauft werden. Synthetische Verbriefungsprogramme hingegen erfolgen über den Einsatz von Kreditderivaten, bei denen nur die Kreditrisiken transferiert werden. Im Gegensatz zu echten ABS-Transaktionen, führen synthetische Transaktionen dem Unternehmen keine zusätzliche Liquidität zu. Deutschland ist im europäischen Vergleich verhältnismäßig gut aufgestellt in der synthetischen Verbriefungspraxis.

¹⁷ BT-Drs. 15/5852, S. 16.

¹⁸ Cervený/Hilgert, ZfgKW 2007, 899, 900; wonach auch im 1. Halbjahr 2007 Deutschland seine Position bei den Verbriefungsländern nicht hatte verbessern können; Cervený, ZfgKW 2006, 1032, 1033.

¹⁹ European Securitisation Forum, ESF Data Report Autumn 2005, S. 1, abrufbar unter <<http://www.securitization.net/pdf/Publications/ESFDataRprt1105.pdf>> (zuletzt besucht am 01.07.2012); vgl. auch True-Sale – der „wahre“ Verkauf als Regierungsprogramm? (Leitartikel), ZfgKW 2005, 948 f.

²⁰ Cervený/Hilgert, ZfgKW 2007, 899; Glüder/Bechthold, Die Bank 2004, 18.

a) Erste Anzeichen einer Erholung an den europäischen Verbriefungsmärkten nach der Finanzkrise 2008/2009?

Die europäischen wie US-amerikanischen Verbriefungsmärkte haben sich jedoch nach über einem halben Jahrzehnt enormen Veränderungen unterziehen müssen. Im Zuge der Finanzkrise 2008/2009 brachen die Volumenzahlen insgesamt auf den europäischen ABS-Verbriefungsmärkten nach 2008²¹ drastisch ein. Dem Insolvenzantrag der US-Investmentbank Lehman Brothers am 15.09.2008 folgte eine Finanzkrise, dessen enormes Ausmaß schnell Vergleiche mit der „Großen Depression“ von 1929 mit sich zog.²² Der US-amerikanische ABS-Markt brach aufgrund der vorausgegangenen US-Subprime-Krise bereits im Jahre 2008 ein²³ und beziffert seitdem jährliche Emissionsvolumina, die gerade noch knapp über die Hälfte des jährlichen Gesamtumfangs in den Jahren vor dem Lehman-Kollaps lagen. Der europäische Verbriefungsmarkt folgte dem negativen Trend mit einer einjährigen Verzögerung und das Gesamtvolumen reduzierte sich in den Jahren 2009 und 2010 um etwa 40%.²⁴ Erst im zweiten Quartal 2011, nunmehr inmitten einer sich ausbreitenden europäischen Staatsverschuldungskrise,²⁵ zeigen sich erste zaghafte Anzeichen

²¹ Siehe Association for Financial Markets in Europe / European Securitisation Forum, afme/ESF Data Report Q2:2011, S. 1 und 3, abrufbar unter <<http://afme.eu/WorkArea//DownloadAsset.aspx?id=5275>> (zuletzt besucht am 01.07.2012); das Gesamtvolumen an ABS-Emissionen in Europa fiel von USD 711,1 Mrd. im Jahre 2008 auf USD 414,1 Mrd. im Jahre 2009 und USD 382,9 Mrd. in 2010.

²² Vgl. Three Top Economists Agree 2009 Worst Financial Crisis Since Great Depression; Risks Increase If Right Steps Are Not Taken, Reuters (Feb. 27, 2009), abrufbar unter <<http://www.reuters.com/article/pressRelease/idUS193520+27-Feb-2009+BW20090227>> (zuletzt besucht am 01.07.2012).

²³ Siehe Association for Financial Markets in Europe / European Securitisation Forum, afme/ESF Data Report Q2:2011, S. 1 und 3, abrufbar unter <<http://afme.eu/WorkArea//DownloadAsset.aspx?id=5275>> (zuletzt besucht am 01.07.2012).

²⁴ Association for Financial Markets in Europe / European Securitisation Forum, afme/ESF Data Report Q2:2011, S. 1 und 3, abrufbar unter <<http://afme.eu/WorkArea//DownloadAsset.aspx?id=5275>> (zuletzt besucht am 01.07.2012).

²⁵ Siehe hierzu etwa die „Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses zum Thema „Die Auswirkungen der Staatsverschuldungskrise auf das europäische Regieren“ (2011/C 51/03) Amtsblatt Nr. C 051 vom 17/02/2011 S. 15-19, abrufbar unter <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:051:FULL:DE:PDF>> (zuletzt besucht am 01.07.2012).

einer Erholung auf dem europäischen Verbriefungsmarkt. Trotz eines Rückgangs im Vergleich zum Vorquartal stellt das Gesamtvolumen von ABS-Neuemissionen immerhin im Vergleich zum Vorjahr 2010 mehr als eine Verdoppelung dar.²⁶ Dies deutet der Markt zu diesem Zeitpunkt als ein erstes Anzeichen einer Erholung auf dem deutschen ABS-Markt.²⁷

Dem Vernehmen nach werden die meisten der in Deutschland emittierten Pfandbriefe unter Zuhilfenahme des Refinanzierungsregisters strukturiert. Im gesetzlichen Verbriefungsmodell hat sich das Refinanzierungsregister daher bereits einen festen Standort gesichert. Aber auch bei der ABS-Verbriefung etabliert sich das Refinanzierungsregister immer mehr. Besonders im Bereich der EZB-Repo-Geschäfte werden ABS-Papiere unter Zuhilfenahme des Refinanzierungsregisters strukturiert. Die Annahme erscheint daher gerechtfertigt, dass das Refinanzierungsregister auch nach der Finanzkrise genügend Anwendungsmöglichkeiten sowohl beim vertraglichen Modell der ABS-Verbriefung als auch beim gesetzlichen Modell der Pfandbriefemission finden wird.

b) Nachholbedarf des deutschen Verbriefungsmarktes auch nach der Finanzkrise

Es bleibt zu hoffen, dass die Finanzkrise 2008/09 langfristig nicht zu einer Demagogie von Finanzmarktinnovationen im Allgemeinen und ABS-Verbriefungen im Speziellen führen wird.²⁸ Denn die aktuelle Schieflage auf dem Verbriefungsmarkt hat ihre eigenen Ausprägungen, die ihre Hauptursache in einem noch nie da gewesenen Einbruch auf dem US-

²⁶ ESF Data Report Q2:2011, S. 1 und 3, abrufbar unter <<http://afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=5275>> (zuletzt besucht am 01.07.2012); siehe auch Anmerkungen auf <<http://www.true-sale-international.de/abs-im-ueberblick/marktin-deutschland/>> (zuletzt besucht am 01.07.2012).

²⁷ Siehe unter <<http://www.true-sale-international.de/abs-im-ueberblick/marktin-deutschland/>> (zuletzt besucht am 01.07.2012).

²⁸ Finanzmarktinnovationen werden auch in Zukunft, Anreize für Investoren schaffen und den Kreditmärkten Liquidität hinzufügen. Securitization bleibt ein etabliertes Werkzeug der Unternehmensfinanzierung, das es den jeweiligen Unternehmen ermöglicht, sich kostengünstiger zu refinanzieren als andere traditionelle Finanzierungsarten wie etwa Bankkredite oder corporate bonds. Kreditinstitute haben zudem die Möglichkeit, ihre Bilanzen besser zu verwalten und ihr Risikomanagement effektiver zu allokieren.

Immobilienmarkt hat, jedoch auch grundsätzliche Fehler der ABS-Verbriefungstechnik nicht zur Diskussion stellt.²⁹ Es kann daher konstatiert werden, dass im europäischen Wettbewerb für den deutschen *true sale* Markt bei Schaffung des Refinanzierungsregisters großer Nachholbedarf bestand und in Zukunft immer noch allgemeines Bedürfnis bestehen wird. Der deutsche Gesetzgeber hat dies erkannt und im Jahre 2009 mit dem Gesetz zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts Pfandbriefemissionen unter Zuhilfenahme des Refinanzierungsregisters allen Kreditinstituten im europäischen Wirtschaftsraum zugänglich gemacht.³⁰

2. Zögerliche Adaption von *true sale* in Deutschland in seinen Anfängen

Die ABS-Finanzierungstechnik des *true sale* entstand in den 1970er in den USA mit der Verbriefung von Hypothekarkrediten,³¹ die in Form von *mortgage-backed securities* (MBS) begeben wurden. Eine *mortgage* ist das typische Sicherungsrecht an einem Grundstück in den USA.³² MBS sind somit grundpfandrechtlich unterlegte Wertpapiere und stellen eine Un-

²⁹ Siehe hierzu *Schwarzc* in: *de Vries Robbé*, *Securitization Law and Practice*, xxxi f.; *de Vries Robbé*, *Securitization Law and Practice*, S. 7 f.

³⁰ Siehe S. 33 ff. dieser Arbeit.

³¹ *Frankel*, *Securitization*, § 2.4.2, S. , die den Begriff der "securitization" allgemein auffasst als die Transformierung von illiquiden Verbindlichkeiten zu Wertpapieren und daher grundsätzlich drei Formen der securitization unterscheidet: 1. Securitization by substitution (Austausch von Kreditverbindlichkeiten mit Wertpapieren), 2. Securitization of Loans by Participations (Darlehensbeteiligungen), 3. Securitization by Pooling (eigentliche Verbriefung). Wenn hier im folgenden von Verbriefung gesprochen wird, so ist damit die letztere Form securitization by pooling gemeint. Nach Frankel führten drei Entwicklungen zur Begründung der ABS-Verbriefung in den USA: Zunächst ist dies der Trend zur Bündelung einer Vielzahl von Hypothekarkrediten, dann die Ausschüttung von Wertpapieren aus diesem Forderungsbündel schließlich die Schaffung eines Sekundärmarktes für diese Wertpapiere. Deutsche Literatur zur Geschichte der ABS-Verbriefung in den USA siehe *Bär*, *Asset Securitization*, S. 361 ff.; *Baums*, WM 1993, 1, 2; *Kern*, *Sicherheit gedeckter Wertpapiere*, S. 38 ff. m.w.N.

³² Zwar ist wörtlich mit mortgage allein die Hypothek gemeint. Jedoch wird der Begriff häufig im allgemeinen Sprachgebrauch und stets bei MBS für sämtliche, also auch nicht-akzessorische Grundpfandrechte wie Grundschulden verwandt. *Stürmer/Kern*, *Deutsche Hypothekendarlehen* und US-amerikanische Deckungswerte, S. 31.

tergruppe von ABS dar.³³ Die ABS-Verbriefungstechnik ist jedoch nicht nur auf die Bündelung von Hypothekarkrediten beschränkt, vielmehr können beliebige Forderungen in die Deckung genommen werden, die aus betriebswirtschaftlichen Gründen vorzugweise einen laufenden Zahlungsstrom generieren sollten.³⁴

Im europaweiten Vergleich interessierte sich Deutschland für das US-amerikanische *true sale* Modell recht früh bereits in den 1990er Jahren. Jedoch geschah dies lediglich mit vereinzelt Transaktionen und auch nur mit höchst vorsichtiger Annäherung an das ausländische Vorbild. Die erste deutsche ABS-Transaktion führt zurück auf das Jahr 1990, mit der Kundenkredite einer Bank verbrieft wurden.³⁵ Erst fünf Jahre später sollte die nächste Verbriefung in Deutschland folgen, mit der erstmalig grundpfandrechtl. besicherte Forderungen gebündelt wurden.³⁶ Nach diesen ersten Test-Verbriefungen sollten endlich mehrere Banken der Vorgängerbehörde der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

³³ Die Begriffe ABS und MBS werden in den USA und Deutschland unterschiedlich unterteilt. Während zum Teil in der amerikanischen Literatur zwischen ABS und MBS unterschieden wird, wird in Deutschland ABS als Oberbegriff verwendet und MBS als eine von möglichen ABS-Verbriefungsarten untergliedert. Der Unterschied hat keine praktische Relevanz, da beide die gleichen Strukturcharakteristika aufweisen. Die vorliegende Arbeit verwendet entsprechend der deutschen Praxis MBS als Untergruppe von ABS. Vgl. hierzu *Gehring*, S. 1 Fn. 2 m.w.N.

³⁴ *Eichholz/Nelgen*, DB 1992, 793, 794, die hier die ABS-Struktur anhand von Forderungen aus Entsorgungs- und Leasingverträgen zwischen Gemeinde und Unternehmen beschreiben und den fortlaufenden Zahlungsstrom neben seiner Vorhersagbarkeit zusätzlich an die Voraussetzung eines möglichst geringen Ausfallrisikos stellen.

³⁵ Bei den Kundenkrediten handelte es sich um solche der damaligen KKB Bank; vgl. *Schneider/Eichholz/Ohl*, ZIP 1992, 1452, 1453 ff.; *Ohl*, Asset-Backed Securities, S. 326 ff.; *Willburger*, Asset Backed Securities im Zivil- und Steuerrecht, S. 138 ff.

³⁶ Die damalige Rheinhyp Rheinische Hypothekenbank AG, eine Tochtergesellschaft der Commerzbank AG, übertrug Darlehensforderungen im Wert von 523 Mill. DM zum Zwecke der wertpapiermäßigen Verbriefung auf eine Zweckgesellschaft mit Sitz in den Niederlanden. Die verbrieften Forderungen erreichten die Grenze § 5 Abs. 1 Ziff. 2 Hypothekbankgesetz (HypoBG); dies ist der Anteil der Forderungen, die Beleihungsgrenze und -wert der §§ 11, 12 HypoBG übersteigen und somit nicht zur Deckung von Pfandbriefen herangezogen werden dürfen; vgl. *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Juli 1997, S. 59; *Willburger*, Asset Backed Securities im Zivil- und Steuerrecht, S. 132 ff.

(BaFin), dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, ihre Absicht mitteilen, dass sie eigene Forderungsbestände zu ABS verbriefen wollen.³⁷

Nach über zwanzig Jahren ABS-Verbriefungspraxis in Deutschland spielt das *true sale* Modell immer noch eine verhältnismäßig geringe Rolle auf dem heimischen Refinanzierungsmarkt, obwohl die wesentlichen rechtlichen Umsetzungsfragen bereits früh wissenschaftlich aufbereitet wurden³⁸ und in der Fachpresse immer wiederkehrend vermittelt werden.³⁹ Anders ist dies etwa bei der synthetischen Verbriefung,⁴⁰ bei der es lediglich zu einem Risikotransfer nicht aber zu einer Übertragung der Vermögensgegenstände kommt und bei der Deutschland bereits früh eine führende Rolle in Europa übernommen hatte.⁴¹

3. Die Bifurkation des deutschen Verbriefungsmarktes

Die Etablierung von modernen und ungewohnten Finanzmarktprodukten bedarf in der Regel einen gewissen Vorlauf bis sich Gläubiger und Schuldner an sie gewöhnt haben. ABS-Papiere stellen hier keine Ausnahme dar. Dennoch hatte der deutsche *true sale*-Markt mit außergewöhnlichen Anlaufschwierigkeiten zu kämpfen. Ein wichtiger Grund für die zögerliche Umsetzung liegt in der Zweigabelung des deutschen Verbriefungsmarktes in das traditionelle gesetzliche Modell der Pfandbriefe und in ein moderner anklingendes vertragliches Modell der ABS-Verbriefung.⁴²

³⁷ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juli 1997, S. 60; siehe auch Pollock/Stadum/Holtermann, RIW 1991, 275; Peters/Bernau, Die Bank 1995, 714.

³⁸ Siehe hierzu bereits Baums, WM 1993, 1 ff.

³⁹ Siehe etwa Cervený/Hilgert, ZfgKW 2007, 899, 900.

⁴⁰ Zur synthetischen Verbriefung im Rahmen der Finanzkrise 2008/09 de Vries Robbé, Securitization Law and Practice – In the Face of the Credit Crunch, 105–108.

⁴¹ Bechthold/Glüder, ZfgKW 2005, 956, 957.

⁴² Siehe zu den Gründen, warum ABS sich in Deutschland nur schwerfällig durchzusetzen vermochte, Reudelhuber, Germany, in: Glennie/de Bouter/Luke, Securitization, S. 75, die zusätzlich auf die folgenden Faktoren abstellt (i) Bewertungen von ABS-Produkten sind zunächst schwer zu erlangen, (ii) Gläubiger und Schuldner sind zögerlich gegenüber modernen und ungewohnten Finanzmarktprodukten und (iii) die Bundesbank selbst war widerwillig gegenüber Banken als Refinanzierungsunternehmen

a) *Konkurrent oder Komplementär zum deutschen Pfandbrief?*

Die Innovation der ABS traf in Deutschland auf ein altbewährtes und äußerst erfolgreiches Pfandbriefsystem. Der Pfandbrief wurde bis heute zu einer deutschen Erfolgsgeschichte und hatte auch mit dem Jumbo Markt die Entwicklung zu einem liquiden Kapitalmarkt bereits vollzogen.⁴³ Pfandbriefe sind eine alternative und gesetzlich festgelegte Form der Kreditverbriefung.⁴⁴ Das bisher in verstreuten Gesetzen kodifizierte Pfandbriefsystem erhielt im Juni 2005 mit dem Pfandbriefgesetz (PfandBG) einen einheitlichen Rechtsrahmen.⁴⁵

In den Anfängen der Finanzmarktinnovation ABS war die Furcht vor einer Rivalität zwischen den modernen *true sale* Produkten und ihrem inländischen Pendant, dem Pfandbrief, recht groß.⁴⁶ Gleichwohl waren die Vorteile der ABS-Verbriefung evident. Hierzu gehören insbesondere zwei Punkte: Zunächst verteilt die Bündelung mehrerer hundert oder mehrerer tausend Forderungen die Kreditrisiken auf verschiedene Schultern, sodass das einzelne sich refinanzierende Unternehmen das Ausfallrisiko seiner Forderungen beschränken kann. Der andere wesentliche Vorteil liegt in dem Isolierungsgedanken von Ausfallrisiken: *true sale* ermöglicht den Refinanzierungsunternehmen sich besonders günstig zu refinanzieren, weil die unterlegten Vermögenswerte von dem Insolvenzrisiko des Refinanzierungsunternehmens abgekoppelt werden. Eine Bewertung der emittierten Wertpapiere zu AAA-Konditionen ist so möglich, obwohl die Bonitätsbewertung des Refinanzierungsunternehmens insgesamt schlechter ausfällt. Dieser Isolierungsgedanke ist entscheidend für den Charakter einer *true sale*-Transaktion.

⁴³ Glüder/Bechthold, Die Bank 2004, 18, 19.

⁴⁴ Sie geht zurück auf Friedrich dem Großen, der 1769 durch königliche Anweisung den Pfandbrief einbrachte, weil Preußen aufgrund des Siebenjährigen Krieges wirtschaftlich geschwächt hervortrat und dringend neue wirtschaftliche Impulse benötigte. Siehe hierzu Goedecke/Kerl/Scholz, Die Deutschen Hypothekenbanken, S. 14; Pleyer/Bellinger, Das Recht der Hypothekenbanken in Europa, S. 5.

⁴⁵ Zum PfandBG vgl. Frank/Glatzl, Das Pfandbriefgesetz, ZfgKW 2005, 1681 ff.

⁴⁶ Büttner, Die wertpapiermäßige Verbriefung von Bankforderungen zu Asset-Backed Securities, S. 39 Fn. 80; Paul/Fehr, Hypothekenpfandbrief versus MBS, Die Bank 1996, 351 ff. und 404 ff.; Sheehy, Der langfristige Kredit, S. 36 ff.

Die Banken sind immer mehr auf zusätzliche Refinanzierungsformen angewiesen, weil sie auf dem europäischen Kapitalmarkt mit einer wachsenden Vielzahl von Emittenten konkurrieren müssen.⁴⁷ Im Laufe der Zeit bricht die Erkenntnis daher Bahn, dass die alternativen Refinanzierungsformen der ABS-Verbriefung und der Pfandbriefemission mehr Komplementäre denn Konkurrenzprodukte sind, die je nach Risikoorientierung und Renditeziele von einer Bank eingesetzt werden können.⁴⁸ Will etwa eine Bank erstrangige Wohnungsbaukredite refinanzieren, wird sie sich für den Pfandbrief entscheiden, der den einzelnen Investoren ein konservativeres Risikoprofil bietet. Wenn sie darüber hinaus auch den nachrangigen Teil oder ihre Mittelstands- oder Konsumentenkredite refinanzieren will, wird sie auf eine *true sale* Verbriefung zurückgreifen, die eine bessere Risikoallokation für die Bank bietet und mit höheren Renditen Anreize für risikofreudige Investoren schafft.

b) Förderung durch die True Sale Initiative

Dreizehn Kreditinstitute aller drei Säulen des deutschen Bankensystems riefen im Frühjahr 2003 die so genannte „True Sale Initiative“ ins Leben, die versuchte, dem deutschen Verbriefungsmarkt neuen Schwung zu verleihen.⁴⁹ Der Zusammenschluss hatte sich zur Aufgabe gemacht, den deutschen ABS-Markt zu fördern. Hierzu bietet er unter anderem eine Kommunikationsplattform für die deutsche Verbriefungsindustrie, auf der Banken, Investoren, Politik und relevante Behörden zusammenfinden. Auf der Grundlage dieser Bemühungen fanden auch Konsultationen zur Schaffung des Refinanzierungsregisters statt.

4. Vorreiterrolle Großbritanniens für den europäischen true sale

Andere Länder hatten es bei der Umsetzung des US-amerikanischen Verbriefungsmodells in nationales Recht leichter als Deutschland. Besonders

⁴⁷ Glüder/Bechthold, Die Bank 2004, 19.

⁴⁸ Zur Risikoverteilung vgl. Hagen, ZfgKW 2006, 1045, 1046.

⁴⁹ Der Leitartikel spricht von einer „große(n) Koalition der Verbriefungsfreunde“, ZfgKW 2005, 948.

Großbritannien hatte *true sale* erfolgreich adaptiert und nahm lange Zeit die Vorreiterrolle im europäischen Verbriefungsmarkt ein.⁵⁰ Auch wenn die britische Dominanz bei der ABS-Verbriefung nach der Finanzkrise 2008/2009 längst nicht mehr so ausgeprägt ist wie vor der Finanzkrise, so waren immer noch knapp die Hälfte aller europäischen ABS-Emissionen im 2. Quartal 2011 englische *residential mortgaged-backed securities* (RMBS), also mit grundpfandrechtlich gesicherte Wohnimmobilienkreditforderungen unterlegte ABS-Papiere.⁵¹

Die rasche Umsetzung des US-amerikanischen *true sale* Modells in Großbritannien lässt sich zurückführen auf die sprachliche Nähe und die enge Bindung beider Finanz- und Rechtssysteme.⁵² Insbesondere die Trennung von Rechts- und Billigkeitsanspruch erleichtert die Durchsetzung von Eigentumsansprüchen im Allgemeinen, die den häufig komplexen Finanzierungsstrukturen bei der ABS-Verbriefung im Besonderen zugute kommt.⁵³ Englische ABS-Programme werden dabei häufig unter Hinzuziehung der Rechtsfigur des *trust* aufgelegt. Beim *trust* handelt es sich um eine angelsächsische Eigentümlichkeit, durch die ein besonderes Treuhandverhältnis begründet wird.⁵⁴ Folge der Verwendung eines *trust* ist, dass ein vom sonstigen Vermögen des *trustee* (Treuhandler) getrenntes Sondervermögen entsteht,⁵⁵ dem das Rechtssystem eine Aussonderungswirkung ausdrücklich zuerkennt.⁵⁶ Der angelsächsische Rechtsraum bie-

⁵⁰ Siehe etwa noch *Association for Financial Markets in Europe*, afme/ESF Data Report 2009 Q4, abrufbar unter <<http://afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=5275>> (zuletzt besucht am 01.07.2012).

⁵¹ *Association for Financial Markets in Europe*, afme/ESF Data Report 2011 Q2, abrufbar unter <<http://afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=5627>> (zuletzt besucht am 01.07.2012).

⁵² Ohl, *Asset-Backed Securities*, S. 122.

⁵³ Glüder/Bechthold, *ABS made in Germany*, *Die Bank* 2004, 18; Ohl, *Asset-Backed Securities*, S. 122.

⁵⁴ Wörtlich „Vertrauen“; die Übersetzung des *trust* als Treuhandverhältnis stammt von Parker, *Das Privatrecht der Vereinigten Staaten von Amerika*, S. 96; vgl. allgemein zum *trust* Bogert, *Trusts*, 6. Aufl. 1987.

⁵⁵ Büttner, *Die wertpapiermäßige Verbriefung von Bankforderungen zu Asset-Backed Securities*, S. 147 f.

⁵⁶ Gleichwohl ist Großbritannien dem amerikanischen Vorbild nicht vollständig gefolgt. Aus steuerrechtlichen Gründen werden ABS in den USA regelmäßig direkt als *trust*-Anteile emittiert. Erst in einem weiteren Schritt wird ein *trustee* (vergleichbar mit einem

Rechtsfolgen des Refinanzierungsregisters

Die gesetzlichen Wirkungen der Eintragung nach § 22j

KWG

Ngo, K.D.

2013, XVIII, 245 S., Hardcover

ISBN: 978-3-658-00478-1