

DAVID ANSCHÜTZ

Regelungskonzepte
im neuen europäischen
Verbriefungsrecht

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

88



David Anschütz

Regelungskonzepte im neuen europäischen Verbriefungsrecht

Kapitalmarktregulierung zur Wiederherstellung von
Vertrauen in Verbriefungen

Mohr Siebeck

David Anschütz, geboren 1992; Studium der Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School in Hamburg und dem Institut d'études politiques de Paris (Sciences Po); 2020 Promotion (LMU München); seit 2018 Rechtsreferendar am Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg.

orcid.org/0000-0003-0274-3900

Gedruckt mit Unterstützung der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg
Dissertation der Ludwig-Maximilians-Universität München

ISBN 978-3-16-159432-8 / eISBN 978-3-16-159433-5

DOI 10.1628/978-3-16-159433-5

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480

(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2020 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Böblingen aus der Times New Roman gesetzt, von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Herbst 2019 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis Mai 2019 berücksichtigt werden.

Herzlichster Dank gebührt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil, der dieses Dissertationsvorhaben ermöglicht und hervorragend betreut hat, stets zur richtigen Zeit gewinnbringende Anstöße und richtungsweisende Anregungen gab und mich darüber hinaus sehr hilfsbereit bei der Bewerbung für das Dissertationsstipendium und der Veröffentlichung der Dissertation in dieser Schriftenreihe unterstützt hat.

Zudem bin ich dem Zweitgutachter Herrn Prof. Dr. Mathias Habersack für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens, die Unterstützung bei der Bewerbung für das Dissertationsstipendium und die hilfreichen Anmerkungen, die ebenfalls in der Druckfassung berücksichtigt werden konnten, zu Dank verpflichtet.

Bei den weiteren Herausgebern der Schriftenreihe Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Karsten Schmidt und Herrn Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer sowie dem Verlag und den Verlagsmitarbeitern möchte ich mich für die Gelegenheit und Unterstützung bei der Veröffentlichung in dieser Schriftenreihe bedanken.

Zur Erstellung und Veröffentlichung der Arbeit haben die Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland und die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung durch die großzügige Gewährung eines Dissertationsstipendiums bzw. Druckkostenzuschusses wesentlich beigetragen. Den Vorständen und Stiftern danke ich vielmals.

Zu tiefem Dank bin ich meiner Freundin Katharina verpflichtet, die durch anhaltende Unterstützung mit viel Geduld und Vertrauen einen unverzichtbaren Anteil am erfolgreichen Abschluss dieses Vorhabens hatte.

Größter Dank gebührt zuletzt meinen Eltern Ellen und Patrick, die mich bei allen Vorhaben bedingungslos unterstützen und mir stets uneingeschränkten Rückhalt sowie grenzenlose Zuversicht geben. Ihnen ist diese Arbeit in tiefer Dankbarkeit gewidmet.

Hamburg, im Sommer 2020

David Anschütz

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. Risikselbstbehalt (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>	<i>48</i>
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>	<i>67</i>
<i>II. Anwendungsbereich</i>	<i>67</i>
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. Risikosebstbehalt (Art. 6 STS-VO)	71
1. Einführung	71
2. Anforderungen an den Risikosebstbehalt	72
a) Materieller Nettoanteil von mindestens 5%	72
b) Direkter vs. indirekter Ansatz	73
c) Verbot des Forderungs-„Dumpings“	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 veröffentlichenden Informationen	80
aa) Informationen bei prospektpflichtigen Verbriefungen	80
bb) Informationen bei Verbriefungen ohne Prospektpflicht	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
VI. Kreditvergabekriterien (Art. 9 STS-VO)	101
1. Einheitliche Vergabekriterien	102
2. Sonderregeln für RMBS-Verbriefungen	103
3. Zweiterwerb von Forderungen	104
4. Fazit zu den Kreditvergabekriterien	104
VII. Fazit zum allgemeinen Teil des neuen Verbriefungsrechts	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</i> Klauseln	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 „beeinträchtiger“ 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 Risikselbstbehalts	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) Zustimmung eines Beitreibungsbescheids oder Mitteilung der vorzeitigen Fälligkeit (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. <i>Modifizierter Vertrauensschutz</i>	149
II. <i>Hintergrund der Regulierung</i>	149
1. Funktion von Ratingagenturen am Verbriefungsmarkt	149
2. Marktanteil und Zusammensetzung	151
3. Schwächen von Ratings	152
a) Vergütung (<i>Issuer-Pays-Modell</i>) & Beratung	153
b) Blindes Vertrauen	154
c) Prozyklizität und Klippeneffekte	154
d) Regelungen im neuen STS-Recht	155
4. Externe Ratings im Verbriefungsrecht	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. <i>Sorgfaltspflichten des institutionellen Anlegers (Art. 5 STS-VO)</i>	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 Risikselbstbehalts (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 Verbriefungsposition (Art. 5 Abs. 4 STS-VO)	161

5. Zwischenergebnis	161
<i>IV. STS-Meldung (Art. 27 STS-VO)</i>	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
<i>V. Einbeziehung Dritter</i>	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 Leitungsorgans	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-Modell</i>	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) „Blindes“ 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>	<i>197</i>
H. Fazit und Zusammenfassung in Thesen	201
Literaturverzeichnis	215
Sachregister	229

Abkürzungsverzeichnis

IH	1. Halbjahr
ABCP	Asset-Backed-Commercial-Paper
ABl.	Amtsblatt
ABS	Asset-Backed-Security
Abs.	Absatz
ABSPP	Asset-Backed-Securities-Purchase-Programme
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFME	Association for Financial Markets in Europe
AG	Die Aktiengesellschaft
AIFM	Alternative Investment Fund Manager, dt. Verwalter alternativer Investmentfonds
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU
AMF	Autorité des marchés financiers, dt. französische Finanzaufsicht
Art.	Artikel
BB	Betriebs-Berater
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision, dt. Basler Ausschuss für Bankenaufsicht
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie e. V.
Begr.	Begründer
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BoE	Bank of England
Brook. L. Rev	Brooklyn Law Review
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CBO	Collateralized Bond Obligation
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDO ²	Wiederverbriefung eines CDOs
CDS	Credit-Default-Swap
CF	Corporate Finance
CFA	Chartered Financial Analyst
CFO	Collateralized Fund Obligation
CLO	Collateralized Loan Obligation
CLR	Connecticut Law Review
CMBS	Commercial-Mortgage-Backed-Security
CMU	Capital Markets Union, dt. Kapitalmarktunion
CP	Commercial Paper
CRA	Credit Rating Agency, dt. Ratingagentur

CRA-I	Verordnung (EG) Nr. 1060/2009
CRA-II	Verordnung (EU) Nr. 513/2011
CRA-III	Verordnung (EU) Nr. 462/2013
CRD IV	Richtlinie 2013/36/EU
CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DB	Der Betrieb
DIHK	Deutscher Industrie- und Handelskammertag
Diss.	Dissertation
DJCIL	Duke Journal of Comparative & International Law
DK	Die Deutsche Kreditwirtschaft
dt.	deutsch
DVBl.	Deutsches Verwaltungsblatt
EADB	Eligible Assets Data Base
EAPP	Expanded-Asset-Purchase-Programme
EBA	European Banking Authority, dt. Europäische Bankenaufsichtsbehörden
EbAV	Einrichtung der betrieblichen Altersversorgung
ECAI	External Credit Assessment Institution
ECMH	Efficient Capital Markets Hypothesis
ECON	Committee on Economic and Monetary Affairs, dt. Ausschuss für Wirtschaft und Währung
efama	European Fund and Asset Management Association
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority, dt. Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung
EK	Europäische Kommission
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012
engl.	englisch
EPRS	European Parliamentary Research Service, dt. Wissenschaftlicher Dienst des Europäischen Parlaments
ESFS	European System of Financial Supervision, dt. Europäisches Finanzaufsichtssystem
ESMA	European Securities and Markets Authority, dt. Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
ESMA-VO	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010
ESRB	European Systemic Risk Board, dt. Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EuR	Zeitschrift Europarecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWSA	Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss
exc.	excluding
EZB	Europäische Zentralbank
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
FATF	Financial Action Task Force

FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
Fitch	Fitch Ratings
FOM	Hochschule für Ökonomie und Management
FRBNY	Federal Reserve Bank of New York
Freddy Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FSB	Financial Stability Board, dt. Finanzstabilitätsrat
ggf.	gegebenenfalls
GWLR	George Washington Law Review
H. R.	House of Representatives
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
ICMA	International Capital Market Association
InsO	Insolvenzordnung
IOSCO	International Organization of Securities Commissions, dt. Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
ITS	Implementing Technical Standards, dt. Technische Durchführungsstandards
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
JCLS	Journal of Corporate Law Studies
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KMU	kleine, mittelständische Unternehmen
KWG	Kreditwesengesetz
LCR	Liquidity Coverage Ratio
lit.	littera
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014
max.	maximal
MBS	Mortgage-Backed-Security
MEP	Member of European Parliament, dt. Mitglied des Europäischen Parlaments
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU, Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014
mind.	mindestens
Moody's	Moody's Investor Services
NBER	National Bureau of Economic Research
Nr.	Nummer
NRSRO	National Recognized Statistical Rating Organization
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development, dt. Organisation für wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere
OGAW-RL	Richtlinie 2009/65/EG
PfandBG	Pfandbriefgesetz
Prospekt-RL	Richtlinie 2003/71/EG
Q	Quarter, dt. Quartal
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics

RL	Richtlinie
RMBS	Residential-Mortgage-Backed-Security
RTS	Regulatory Technical Standards, dt. Technische Regulierungsstandards
S.	Seite(n), Satz
S&P	Standard & Poor's
SBBS	Sovereign Bond-Backed Securities
SEC	U. S. Securities and Exchange Commission, die US-Börsenaufsichtsbehörde
SGB IV	Sozialgesetzbuch Viertes Buch
Solvabilität-II	Richtlinie 2009/138/EG
SolvV	Solvabilitätsverordnung
SPV	Special Purpose Vehicle, dt. Zweckgesellschaft
STS	Simple, Transparent, Standardised, dt. Einfach, Transparent, Standardisiert
STS-VO	Verordnung (EU) 2017/2402
TFSM	Task Force on Securitisation Markets
TSI	True-Sale-International
u. a.	unter anderem
Univ. Penn. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
VO	Verordnung
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZIS	Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

Abbildungsverzeichnis

<i>Abb. 1:</i> Tabelle zu Neuemissionen am europäischen Verbriefungsmarkt im US-amerikanischen Vergleich (2006–2014)	30
<i>Abb. 2:</i> Tabelle zu Neuemissionen am europäischen Verbriefungsmarkt im US-amerikanischen Vergleich (2010–2018 1H)	34

A. Einführung

Verbriefungen leiden spätestens seit der Finanzkrise¹ unter einem sehr kritischen Stigma. Sie werden aufgrund ihrer Komplexität und Ausuferung als Hauptursache für das Auslösen der „Subprime-Krise“ betrachtet.² In der medialen Berichterstattung werden Verbriefungen als „Teufelszeug“³, „toxisch“⁴ oder als verpackt mit „Giftmüll“⁵ betitelt.

Im Rahmen eines Verbriefungsprozesses (engl. *securitisation*)⁶ wird das Bedürfnis einer Bank bedient, meist illiquide Risikopositionen handelbar zu machen.⁷ Verschiedene Forderungen der Bank aus begebenen Finanzierungskrediten (z. B. Haus-, Auto- oder Studienfinanzierung) werden gebündelt⁸ und das Ausfallrisiko dieser Forderungen wird, angepasst an das gewünschte Risikoprofil der Anleger,⁹ auf diese übertragen. Die begebenen Wertpapiere (engl. *securities*) sind durch die zugrunde liegenden Rückzahlungsforderungen besichert (engl. *asset-backed*), kurzum sog. *Asset-Backed Securities* (dt.: ABS-Papiere).¹⁰

In der Zuspitzung der „Subprime-Krise“ sind zahlreiche Finanzierungskredite im privaten Wohnsegment an ungeeignete Kreditnehmer vergeben wor-

¹ Finanzkrise ab 2007, sog. „Subprime-Krise“.

² Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), Artikel vom 16.06.2008: „Finanzkrise – die Verbriefung ist an allem Schuld“.

³ FAZ, Artikel vom 15.09.2015: „Verbriefungsmarkt – das ‚Teufelszeug‘ soll auferstehen“.

⁴ Tim Bartz, Manager Magazin Printausgabe 4/17: „All the President’s men“, S. 29, 36.

⁵ Arvid Kaiser, Manager Magazin Online vom 12.09.2014: „Eine Hochqualitätsverbriefung, bitte!“.

⁶ Detaillierte Darstellung: Understanding Securitisation EPRS, 2.4, S. 9; siehe zur Grundstruktur einer Verbriefung: D.1.

⁷ Geiger, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, 20. Kapitel Rn. 1.

⁸ Die Grundstruktur einer Verbriefung sieht vor, dass die Bank (Originator) die Forderungen an eine nur zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft (sog. *Special Purpose Vehicle*, SPV) überträgt. Das SPV gibt die Wertpapiere dann an Investoren. Die Bank tritt meist als Verwalter der Forderungen auf (*Servicer*), ausführlicher in: Geiger, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, 20. Kapitel Rn. 2 f.; siehe zudem: D.1.

⁹ Dieses wird in verschieden bewerteten Tranchen mit spezifischen Ratings und unterschiedlichen Renditeerwartungen angeboten. Die Tranchen variieren je nach Risiko zwischen der Senior-Tranche (geringstes Risiko), der Mezzanine-Tranche (mittleres Risiko) und der Equity-Tranche (höchstes Risiko); ausführlicher: Understanding Securitisation EPRS, 2.3.2, S. 8; siehe zudem: D.1.

¹⁰ Weitere Präzisierungen können nach der Art der besichernden Forderungen vorgenommen werden, ausführlicher dazu: Understanding Securitisation EPRS, 2.2, S. 6; Levinson, Economist Guide to Financial Markets, Chapter 5 Securitisation, S. 94 ff.; siehe zudem: D.II.3.

den (engl. *subprime-loans*). Dies lag vor allem daran, dass diverse Kreditgeber ihr eigenes Risikomanagement vernachlässigten.¹¹ Problematisch war, dass die dadurch weitläufig aufgetretenen Zahlungsausfälle dieser Rückzahlungsforderungen nicht werthaltig besichert waren, da die vermehrten Rückgriffe auf die Sicherheiten zu einer Überflutung des Angebots von Immobilien und mithin zu einem Preissturz des Häusermarkts geführt haben. Die Zahlungsausfälle konnten demnach nicht durch eine Verwertung der Sicherheiten ausgeglichen werden. Besonders kritisch war, dass die hohen Ausfallrisiken der Verbriefungstransaktion sehr intransparent und mithin aus Anlegersicht kaum nachvollziehbar waren. Die komplexe Ausgestaltung der Finanzprodukte führte dazu, dass der Anleger sein Ausfallrisiko nicht bemessen konnte und sich mithin „blind“ auf Ratings der führenden Ratingagenturen verließ, die darüber hinaus auch unzutreffend waren. Fehlende Transparenz, nicht nachvollziehbare Komplexität, eine Abhängigkeit von Ratingagenturen sowie deren Fehlverhalten und ein unwirksames Risikomanagement der Emittenten von Verbriefungen haben demnach die Finanzkrise mitverursacht und das Vertrauen in den Verbriefungsmarkt zerstört.¹²

Trotz des negativen Images nehmen Verbriefungen eine essenzielle Rolle am Kapitalmarkt ein. Sie erfüllen Finanzierungszwecke insbesondere für kleine und mittelständische Unternehmen (KMU),¹³ indem sie auf Bankenseite durch die Übertragung des Kreditausfallrisikos neues Kapital „freisetzen“, das eigentlich für die Abdeckung der Ausfallrisiken erforderlich war. Zudem ermöglichen sie durch die Refinanzierung erneute Kreditvergaben.¹⁴ Sie beflügeln damit die Kreditvergabe an die Realwirtschaft und den Zugang zu frischem Kapital. Eine solide strukturierte Verbriefung kann ein wichtiger Kanal für die Diversifizierung von Finanzierungsquellen und eine effizientere Risikoallokation im EU-Finanzsystem sein.¹⁵ Am europäischen Markt findet 75–80 % der Wirtschaftsfinanzierung über Bankkredite statt.¹⁶ Schätzungen zufolge können durch einen

¹¹ Dies lag zumeist am sog. „*Originate-to-distribute*“-Modell (dt.: Kreditvergabe-Verbriefung-Verkauf), ausführlicher dazu: STS-VO, S. 6, Erwägungsgrund (28).

¹² Detaillierte Darstellung: Understanding Securitisation EPRS, 4.3, S. 14 ff.

¹³ KMUs sind für eine funktionierende Wirtschaft unersetzlich und mithin stark förderungsbedürftig. Sie machen 99,8 % der Unternehmen im Nicht-Finanz-Segment in Europa aus, stellen mehr als 67 % der Arbeitsplätze in der Privatwirtschaft zur Verfügung (dies entspricht mehr als 93 Millionen Arbeitsplätzen) und erwirtschaften 57 % der Bruttowertschöpfung der Unternehmen in der EU (ausgeklammert Finanzsektor), vgl. zu den Zahlen: EK, Annual Report on European SMEs 2016/2017, S. 6.

¹⁴ EK-Fact Sheet, S. 1.

¹⁵ Entwurf STS-VO (Version vom 30.09.2015), S. 22, Erwägungsgrund (4); STS-VO S. 1, Erwägungsgrund (4); Stellungnahme EZB, S. 1, 1.1; EZB/BoE, The Impaired EU Securitisation Market, S. 1.

¹⁶ *Wehinger*, OECD Journal, Bank Deleveraging, S. 7; EK-Fact Sheet, S. 1; EK Folgenabschätzung, S. 2; *Mareels*, Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses, 1.3, S. 2.

funktionierenden Verbriefungsmarkt zwischen 100–150 Milliarden EUR neues Kapital zur Finanzierung der europäischen Wirtschaft generiert werden.¹⁷ Dies würde dazu führen, dass die Kreditvergabe an Unternehmen bzw. Haushalte um 1,6% steigt.¹⁸ Wie die Finanzkrise jedoch eindrucksvoll bewiesen hat, sind Verbriefungen, wenn schlecht oder gar nicht reguliert, ein sehr riskantes Konstrukt. Interessanterweise fielen die Ausfallquoten US-amerikanischer Verbriefungspapiere während der Finanzkrise im Vergleich zum europäischen Markt deutlich höher aus.¹⁹ Trotzdem hat sich der Verbriefungsmarkt in den USA wesentlich besser von der Krise erholt, während die Reaktionen am europäischen Markt oftmals als „verhalten“²⁰ beschrieben werden. Der wahrscheinlichste Grund für das zögernde Anlegerverhalten am europäischen Markt sind der Vertrauensverlust und die negative Stigmatisierung.²¹ Als kurzfristige Unternehmung um den Verbriefungsmarkt zu stärken, ist von der Europäischen Zentralbank ein ABS-Ankaufprogramm als Maßnahme des *quantitative-easing*²² gestartet worden.²³ Doch drängt sich die Frage auf, wie langfristig ein nachhaltiger, sicherer und vor allem vertrauensvoller Verbriefungsmarkt etabliert werden kann?

Zu diesem Zweck verabschiedeten das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union am 12. Dezember 2017 eine Verordnung zur Neuregelung des Verbriefungsmarkts (Verordnung (EU) 2017/2402).²⁴ Die STS-VO ist mit Wirkung zum 01. Januar 2018 zwanzig Tage nach Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union nach einem langen Verordnungsgebungs-

¹⁷ EK-Fact Sheet, S. 1; *Mareels*, Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses, I.3, S. 2.

¹⁸ *Mareels*, Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses, I.8, S. 2.

¹⁹ Beispiel: 62% Ausfallquote bei US-amerikanischen RMBS-Papieren mit BBB-Rating, die mit „Subprime“-Darlehen unterlegt waren, Quelle: Entwurf STS-VO (Version vom 30.09.2015), S. 3; siehe ausführlich dazu: D.IV.3.c).

²⁰ Entwurf STS-VO (Version vom 30.09.2015), S. 3.

²¹ Siehe dazu ausführlich: D.IV.6.

²² „*Quantitative-Easing*“ (dt.: Quantitative Lockerung) ist ein geldpolitisches Regelungsinstrument bei dem Zentralbanken Vermögenswerte (z. B. private Anleihen, Staatsanleihen) von privaten Finanzinstitutionen kaufen, um den betroffenen Instituten zusätzliche Liquidität zu verschaffen, vgl. ausführlicher: *Mankiw/Taylor*, Volkswirtschaftslehre, S. 824 f.

²³ Das sogenannte *Asset-Backed-Securities-Purchase-Programme* (ABSPP) ist Teil des *Expanded-Asset-Purchase-Programme* (EAPP) der EZB und wurde am 19.11.2014 begonnen. Die ausführlichen Hintergründe und genauen Anforderungen des Kaufprogramms sind der Veröffentlichung der EZB zu entnehmen: Beschluss (EU) 2015/5 der Europäischen Zentralbank vom 19. November 2014 über die Umsetzung des Ankaufprogramms für Asset-Backed Securities (EZB/2014/45).

²⁴ Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 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, kurz: STS-VO.

verfahren²⁵ in Kraft getreten (Art. 48 Unterabsatz 1 STS-VO).²⁶ Geltung entfaltet die STS-Verordnung gemäß Art. 48 Unterabsatz 2 STS-VO seit dem 01. Januar 2019.²⁷

Dabei geht es insbesondere darum, Transparenz und Verantwortungsbewusstsein zu schaffen und dadurch von den ökonomischen Vorteilen der Verbriefung bei gleichzeitig nachhaltigem Risikomanagement zu profitieren. Zu analysieren bleibt, ob die genannten Ziele mit der verabschiedeten Verordnung erreicht werden können.

²⁵ Zunächst wurde am 30.09.2015 ein erster Entwurf präsentiert: VO-Vorschlag der Europäischen Kommission vom 30.09.2015, Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012, kurz: Entwurf STS-VO (Version vom 30.09.2015). Sodann wurde am 26.06.2017 der zweite, überarbeitete Entwurf vorgestellt: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine 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, Interinstitutionelles Dossier: 2015/0226 (COD), kurz: Entwurf STS-VO (Version vom 26.06.2017).

²⁶ Siehe zur Entstehung der Verordnung: D.VI.1.b).

²⁷ Begleitet wurde die STS-VO von einer Änderung der CRR, siehe dazu: Verordnung (EU) 2017/2401 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, kurz: CRR (Anpassung vom 12. Dezember 2017). Die Arbeit wird sich jedoch weitestgehend auf die Neuansätze im Rahmen der STS-VO beschränken.

B. Zielsetzung und Vorüberlegungen

I. Darstellung der zentralen Forschungsfragen

Diese Arbeit soll beleuchten, inwiefern der europäische Gesetzgeber durch die Neuregulierung des europäischen Verbriefungsmarkts das Vertrauen in Verbriefungen wiederherstellen kann und den Verbriefungsmarkt unter Wahrung hinreichenden Anlegerschutzes und Finanzmarktstabilität wiederbeleben kann. Dazu soll insbesondere die Funktionsfähigkeit der gewählten Regelungskonzepte einer Detailanalyse unterzogen werden und mithin auch prognostiziert werden ob die STS-VO eine gewinnbringende Verbriefungsmarktreform darstellt. Die Detailanalyse fußt auf allgemeinen Überlegungen zum Verbriefungsmarkt sowie auf den Hintergründen und Zielen der Neuregulierung. Im Kern geht es darum zu analysieren, wie der europäische Gesetzgeber das Vertrauen in den Verbriefungsmarkt durch Verwendung regulatorischer Werkzeuge stärken will. Mithin wird diese Arbeit auch einen allgemeinen wissenschaftlichen Beitrag zur aufsichtsrechtlichen und regulatorischen Wiederherstellung von Vertrauen an Kapitalmärkten leisten. Dazu wird herausgearbeitet, wie wichtig das Vertrauen in einen Markt für dessen Leistungsfähigkeit ist. Konkret wird beleuchtet, wie die einzelnen Regelungskonzepte im neuen europäischen Verbriefungsrecht diese Regelungszwecke fördern sollen. Neben einer systematischen Einordnung und Vorstellung des neuen europäischen Verbriefungsrechts wird das Hauptaugenmerk der Arbeit auf den neuen Transparenzregelungen, der STS-Qualitätsverbriefung und der Abkehr von Ratingagenturen im Verbriefungsrecht liegen. Während das Transparenzregime und die Etablierung eines Markts für Qualitätsverbriefungen (STS-Verbriefung) das Vertrauen in den Verbriefungsmarkt fördern sollen, zielt das dritte Regelungskonzept, die Abkehr von Ratingagenturen, auf die Minderung von Vertrauen in Marktakteure (insbesondere Ratingagenturen) ab.

Die Verordnung zur Neuregulierung des Verbriefungsmarkts in Europa ist Ausdruck der Vorstellung, dass die Wiederherstellung von Vertrauen für die Wiederbelebung des Markts erforderlich ist. Der Einfluss der Regelungskonzepte auf das Vertrauen in den Markt und dessen Akteure wird sich daher als roter Faden durch die gesamte Analyse ziehen. Die verschiedenen Regelungskonzepte verfolgen ergänzende Ziele. Das neue Transparenzregime soll vor allem das Vertrauen in das Produkt Verbriefung und die Teilnehmer am

Markt stärken, indem eine eigenständige Risikoanalyse ermöglicht wird. Der Gedanke einer STS-Qualitätsverbriefung dient vor allem dazu, das Vertrauen in die Qualität und Struktur der einzelnen Verbriefungsstrukturen zu fördern. Im neuen STS-Recht ist zur Überprüfung der Einhaltung der STS-Kriterien keine verpflichtende aufsichtsrechtliche Verifizierung vorgesehen. Die einzelnen Marktteilnehmer werden in die Verantwortung genommen. Das „blinde“ Vertrauen in Ratingagenturen wird gänzlich aufgehoben und durch eine umfangreiche, eigenständige Risikoanalyse der Anleger ersetzt. Zudem wird im neuen Verbriefungsrecht ein Gegenentwurf zu Ratingagenturen mit der fakultativen Hinzuziehung Dritter als Ergänzung zur Risikoanalyse der Anleger vorgestellt.

II. Methodische Überlegungen

Die zentrale Forschungsfrage ist zu überprüfen, ob die Verordnung im Hinblick auf die Regelungsziele funktionsfähig ist und das Vertrauen in den Verbriefungsmarkt wiederherstellen kann. Dies wird anhand eines breiten Spektrums der juristischen Methodenlehre untersucht werden. So werden die Regelungen der STS-VO und insbesondere die drei vorgestellten, zentralen Regelungskonzepte rechtsdogmatisch, rechtssystematisch und auch rechtsökonomisch analysiert. Besonders fruchtbar erscheint ein interdisziplinärer Zugriff, insbesondere mit Bezug auf das Transparenzregime, durch eine Analyse anhand allgemeiner Kapitalmarkttheorien wie z. B. der *Efficient Capital Markets Hypothesis* (ECMH).¹ Ferner bietet sich für die Analyse des dritten Regelungskonzepts, der Abkehr von Ratingagenturen, ein systematischer Vergleich mit dem Regelwerk zu Ratingagenturen an. Dies erscheint insbesondere im Hinblick auf die Möglichkeit, Dritte bei der Kontrolle des Erfüllens der STS-Kriterien hinzuzuziehen, gewinnbringend.

Die übergeordnete Frage, wie Vertrauen in einen Kapitalmarkt regulatorisch wiederhergestellt wird, gilt es dabei zudem anhand allgemeiner regulierungstechnischer Ansätze zu beleuchten. Das Vertrauen soll wiederhergestellt werden, indem Anlegerschutz und Finanzmarktstabilität gewährleistet werden und vertrauensfördernde Marktmechanismen installiert werden. Das Verbriefungsrecht bedarf dabei einer umfassenden Reform in Form eines Paradigmenwechsels. Das Recht und die Regulierung nehmen die Funktion der Vertrauensbildung wahr, sodass Vertrauen durch Recht geschaffen wird.

¹ Dt. Kapitalmarkteffizienzhypothese, grundlegend dazu: *Fama*, 25 J. Fin. (1970), 383 ff.

III. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung der Forschungsfragen beginnt mit einer generellen Ausführung zur Wiederherstellung von Vertrauen als Regelungsziel und der Rolle von Vertrauen in der Kapitalmarktregulierung (C.). Sodann wird in die Grundlagen des Verbriefungsrechts eingeführt (D.) und die Funktionsweise einer Verbriefung (D.II.) sowie deren Vorteile beleuchtet (D.III.). Das Kapitel zur Entwicklung des europäischen Verbriefungsmarkts (D.IV.) veranschaulicht das Verhalten des Markts vor, während und seit der Finanzkrise im US-amerikanischen Vergleich. Ergänzend wird die Notwendigkeit einer Verbriefungsregulierung aufgezeigt (D.V.). Als Abschluss des Kapitels wird in die neue europäische Verordnung eingeführt (D.VI.).

Die Arbeit wird im weiteren Verlauf die Neuregulierung zum allgemeinen Verbriefungsrecht (E.) und zum STS-Recht (F.) systematisch darstellen und analysieren. Dabei steht im allgemeinen Teil die Analyse des Transparenzregimes (E.V.), insbesondere anhand der ECMH (E.V.7.) im Vordergrund. Ergänzend werden die weiteren Regelungen, wie z. B. der Risikoselbstbehalt (E.IV.) und die Kreditvergabekriterien (E.VI.) vorgestellt. Das Kapitel fasst die Erkenntnisse der Untersuchung in einem Fazit zum allgemeinen Teil des neuen Verbriefungsrechts zusammen (E.VII.).

Im Kapitel zum STS-Recht (F.) wird zunächst die EU-Ansässigkeit beleuchtet (F.I.). Der thematische Schwerpunkt dieses Kapitels liegt in der rechtsdogmatischen und rechtssystematischen Analyse der STS-Kriterien (F.II.). Die Ergebnisse dieser Untersuchung werden, zusammen mit einer Prognose hinsichtlich der Reaktion des Verbriefungsmarkts auf die Einführung der STS-Verbriefung, in einem Gesamtfazit zusammengefasst (F.II.3.).

Das finale Kapitel untersucht die Abkehr von Ratingagenturen im neuen europäischen Verbriefungsrecht (G.). Nach einer Darstellung der Hintergründe der Regulierung (G.II.), insbesondere der Funktionen von Ratingagenturen am Verbriefungsmarkt (G.II.1.) sowie deren Schwächen (G.II.3.) wird die Regulierungstrias des europäischen Gesetzgebers zur Abkehr von Ratingagenturen (*Due Diligence*, STS-Meldung, Einbeziehung Dritter) systematisch dargestellt und analysiert. Diese Analyse startet mit den Regelungen zur eigenständigen *Due Diligence* des institutionellen Anlegers (G.III.). Sodann wird die STS-Meldung und das Konzept der Selbstbescheinigung vorgestellt (G.IV.). Schwerpunkt dieser Vorstellung ist die nähere Bestimmung des Aussagewerts der STS-Meldung (modifizierter Vertrauensschutz) (G.IV.5.). Zu guter Letzt wird die fakultative Einbeziehung Dritter im STS-Recht beleuchtet (G.V.). Dazu werden deren Vergleichbarkeit mit Ratingagenturen aufgezeigt (G.V.4.) und die Bekämpfung entstehender Interessenkonflikte (G.V.5.), die Rechtsfolgen einer positiven Verifizierung (G.V.6.) sowie eine potenzielle zivilrechtliche Haftung ggü. Anlegern analysiert (G.V.8.). Die Ausführungen zur Abkehr von

Ratingagenturen werden mit einem Fazit beendet (G.VI.). Sodann werden die Ergebnisse dieser Arbeit in einem Fazit in Form von Thesen präsentiert (H.).

C. Wiederherstellung von Vertrauen als Regelungsziel

Das Vertrauen in einen Finanzmarkt ist essenzieller Bestandteil seiner Funktionsfähigkeit.¹ Ein berühmtes Zitat, das dem russischen Politiker Lenin zugeschrieben wird, Vertrauen ist gut – Kontrolle ist besser, ist in Bezug auf die Finanzmarktregulierung als Illusion zu kategorisieren.² Kein Regulierungsverfahren vermag den Marktteilnehmern volle Kontrolle über alle potenziellen Marktszenarien zu geben, sodass Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Markts und die Integrität der Marktteilnehmer einer Teilnahme am Finanzmarkt immanent ist.³ Dies liegt ferner auch daran, dass der Wert und alle wesentlichen preisbildenden Faktoren der am Finanzmarkt gehandelten Rechtsgüter von der Leistungsfähigkeit und Leistungsbereitschaft des Emittenten bzw. der Referenzaktiva abhängen. Diese Variablen lassen sich jedoch lediglich anhand Zukunftsprognosen bewerten und enthalten keinen Material- oder Sachwert.⁴ Der Teilnehmer am Kapitalmarkt verzichtet bewusst auf die uneingeschränkte Vorhersehbarkeit und mithin auf vollständige Beherrschbarkeit und Kontrolle.⁵

Grundlage des für eine Teilnahme am Markt notwendigen Vertrauens können Individuen (personales Vertrauen), Organisationen (organisationales Vertrauen) und Systeme als Ganzes sein (Systemvertrauen).⁶ Wenn eine Vielzahl von Marktakteuren in komplexen Strukturen voneinander abhängig sind, genügt aufgrund der Anonymität und Komplexität des Markts kein personales

¹ Stout, 68 Brook. L. Rev. (2002), 407, 408: „Without investors trust, our market would be a thin shadow of its present self“; vgl. Bumke, Regulierung am Beispiel der Kapitalmärkte, 107, 112; Arrow, The Limits of Organization (1974), S. 23: „Trust is an important lubricant of a social system“; Sapienza/Zingales, International Review of Finance 12 (2012), 123, 124.

² Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 537: „Aus Erfahrung wissen wir, dass diese Forderung als allgemeine Lebensregel untauglich ist“; vgl. Mülberr/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 4.

³ Shapiro, American Journal of Sociology 93 (1987), 623, 628; vgl. Mülberr/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 24.

⁴ Vgl. Shapiro, American Journal of Sociology 93 (1987), 623, 628; „gehandelt werden geldwerte Erwartungen über die Zukunft“, so: Bumke, Regulierung am Beispiel der Kapitalmärkte, 107, 112; „people depart with their money in exchange for promises“, Sapienza/Zingales, International Review of Finance 12 (2012), 123, 124.

⁵ Beckemper, ZIS 2011, 318, 319; Mülberr/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 6.

⁶ „[Trust] is partly based on objective characteristics of the financial system [...] but also represents the subjective characteristics of the person trusting“, Guiso/Sapienza/Zingales, Journal of Finance 63 (2008), 2557, 2558; Mülberr/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 7 ff.

oder rein organisationales Vertrauen.⁷ Vielmehr ist Vertrauen in das Funktionieren des Systems von entscheidender Bedeutung.⁸

Um ein produktives Vertrauen in ein System zu erreichen, bedarf es etablierter Marktinstitutionen, die das Verhältnis der Marktteilnehmer untereinander koordinieren und überwachen. Dies meint ein gemeinsames Regelwerk, das von allen Marktteilnehmern akzeptiert und praktiziert wird und das von Marktaufsichten effektiv überwacht wird.⁹ Das Regelwerk legt dabei den Pflichtenkatalog fest, dessen Umsetzung von Marktteilnehmern erwartet wird und auf dessen Einhaltung alle Marktakteure vertrauen. Ein funktionierendes Regelwerk zeichnet sich durch geeignete und verständige Regelungen aus und ist existenziell für den funktionsfähigen Finanzmarkt.¹⁰ Das effektive Sanktionsregime soll Marktteilnehmern Anreize schaffen, diese Regeln einzuhalten. Das Recht nimmt mithin in der Finanzmarktaufsicht vertrauensbildende Funktionen ein (Vertrauen durch Recht).¹¹ Das Vertrauen in ein System kann dabei auch logische Folge des Vertrauens in die Marktprodukte und die Marktakteure sein.¹² Das fehlende Vertrauen in den Markt kann Marktversagen verursachen.¹³ Dies ist am Beispiel des Verbriefungsmarkts in der Entwicklung seit der Finanzkrise eindrucksvoll nachzuvollziehen.¹⁴ Die Vertrauensstärkung als regulatorischer Zweck rechtfertigt sich durch verwirklichte Effizienzsteigerungen. Ein effizienterer Markt schafft Anreize für die Zuführung von Liquidität und beugt Marktversagen vor.¹⁵

Aus den genannten Gründen ist Vertrauen ein zentrales Leitbild in der Kapitalmarktregulierung, da dies untrennbar mit der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte verbunden ist.¹⁶ Bereits die Finanzkrise wurde in zahlreichen Berichten

⁷ Mülbert/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 9.

⁸ Shapiro, American Journal of Sociology 93 (1987), 623, 634, beschreibt dies als „*im-personal trust*“; Mülbert/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 9; „*the decision to invest in stocks requires [...] also an act of faith (trust) that the data in our possession are reliable and that the overall system is fair*“, Guiso/Sapienza/Zingales, Journal of Finance 63 (2008), 2557.

⁹ Shapiro, American Journal of Sociology 93 (1987), 623, 634; vgl. Mülbert/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 9.

¹⁰ Blair/Stout, Univ. Penn. L. Rev. 149 (2001), 1735, 1746 ff.; Mülbert/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 10.

¹¹ Vgl. ausführlich dazu: Mülbert/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 11, 12.

¹² Mülbert/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 10.

¹³ Siehe dazu das Kapitel zur institutionellen Effizienz unter: E.V.7.b)bb).

¹⁴ Mehr dazu unter: D.IV.; dies entspricht zudem dem Gedanken der fehlenden institutionellen Effizienz des Verbriefungsmarkts.

¹⁵ Tomasic/Akinbami, Journal of Corporate Law Studies 2011, 369, 374 f.; Mülbert/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 13, 14.

¹⁶ Veil, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 4; Mülbert/Sajnovits, ZfPW 2016, 1, 13, 14; der Abschlussbericht der Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) führte dazu aus: „*The integrity of our financial markets and the public's trust in those markets are essential to the economic well-being of our nation*“, siehe: Abschlussbericht Ursachen Finanzkrise FCIC, Conclusions of the Financial Crisis Inquiry Commission, xxii; Stout, 68 Brook. L. Rev. (2002), 407 f.; Bumke, Regulierung am Beispiel der Kapitalmärkte, 107, 112, 113.

Sachregister

- ABCP-Programm 24
ABS-Papier 32, 57, 152, 155
Akquisitionskosten 99
Aktionsplan Kapitalmarktunion 48, 53
Anerkennungskriterien *siehe* Eligibility Criteria
Ankaufprogramm der EZB 35, 57 f.
Anlegerbericht 82
Anleger, institutioneller 62, 68, 158, 160 f.
Anlegervertrauen 11, 60, 98, 100, 186
- Beitreibungsbescheid 133 f.
Bonitätsverbesserer 16
- Cash-Out-Modell 44
Claw-Back Klausel 113
CMBS *siehe* Commercial Mortgage-Backed Security, CMBS
Collateralized Bond Obligation, CBO 23
Collateralized Debt Obligation, CDO 22
Collateralized Fund Obligation, CFO 23
Collateralized Loan Obligation, CLO 23
Commercial Mortgage-Backed Security, CMBS 21, 32 f., 42, 126
Credit-Default Swap 19
Credit-Scoring-Prozess 83
- Derivate 17, 19, 81, 111, 131 f.
Dritt-Verifizierer 189–195, 197
– Haftung des ~ 189, 197
Drittverifizierung 184, 186, 188–190, 196, 198
Due Diligence 77, 84, 87, 147–149, 159, 185
- Efficient Capital Markets Hypothesis 93 f., 101
Einbeziehung Dritter 147 f., 172 f., 182, 185–188, 195–197, 199
- Einfachheit 103, 109 f., 112, 114, 119, 125 f., 128
Eligibility Criteria 115
Emissionsübernahmestandards 119 f., 130
Erstverlust-Position *siehe* Equity-Tranche
Erstverlust-Tranche *siehe* Equity-Tranche
EU-Ansässigkeit 71, 108
External-Rating-Based-Approach, SEC-ERBA 157
EZB-Collateral-Kriterien 56, 58, 84, 108, 111, 143
- Finanzmarktstabilität 62, 90, 128, 142
Forderungs-„Dumping“ 74
Forderungspool 18, 114
Forderungsverwalter 16, 131, 135
- Gatekeeper 150, 197
Governance Standards 79
Gutachterhaftung 190, 193
- Homogenität 115–117, 119, 129, 138
- Inanspruchnahme Dritter 175
Informationsasymmetrien 41, 85, 91–97, 138
Informationseffizienz 92–97, 99–101
– halbstrenge („semi-strong“) ~ 94, 96
– schwache („weak“) ~ 93
– strenge („strong“) ~ 94
Informationskosten 99 f.
Insiderinformationen 82, 94, 96
Insolvenzferne 26 f., 110, 114
Insolvenzfestigkeit 70, 113, 130, 150
Insolvenzrisiko 26, 70, 110 f.
Internal-Rating-Based-Approach, IRBA 156
Investor-Pays-Modell 153
Issuer-Pays-Modell 153 f., 180–182

- ITS, Technische Durchführungsstandards 50, 64–66
- Klippeneffekte 155
- Kreditausfallrisiko 26, 46, 110, 114
- Kreditvergabekriterien 101 f., 104, 110, 119 f., 124, 130, 159
- Kreditwürdigkeitsprüfung 121 f.
- Lamfalussy-II Verfahren 50, 64 f., 109, 129
- Loan-Level-Template 87, 101
- Markteffizienz 96, 100
– allokativ ~ 96 f.
– institutionelle ~ 96, 98
– operationale ~ 96, 98–100
- Mitteilung der vorzeitigen Fälligkeit 134
- Moral-hazard 42, 47, 62, 119 f., 130, 147
- National Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO 151
- Originate-to-distribute-Modell 42, 72, 119 f., 124, 130
- Originator 16 f., 25, 42, 71, 162
– Erfahrung des ~ 123
- Prozyklizität 154
- Publizität 94
- Ratingagentur 149, 151–153, 155, 179, 195, 200
- Residential Mortgage-Backed Security, RMBS 21 f., 32 f., 35, 103, 116, 121, 139
- Risikoanalyse 41, 78, 114, 148, 162, 182
- Risikoposition 14, 67, 76, 129, 133
- Risikoselbstbehalt 51 f., 63, 72–77, 82
- RTS, Technische Regulierungsstandards 64–66, 75, 87, 116 f., 183
- Rückforderungsvereinbarung 112
- Sachwalterhaftung 193
- Securitisations-Internal-Rating-Based-Approach, SEC-IRBA 156
- Selbstbescheinigung 141, 147 f., 162, 170, 172 f., 195–197, 199
- Service-Gebühr 14
- Sorgfaltspflicht 77, 115, 147, 153, 159, 161, 197
- Special Purpose Vehicle, SPV 13 f., 16–19, 22 f., 25–28, 70–75, 82, 110 f., 113–115
- SPV *siehe* Special Purpose Vehicle, SPV
- Standard-Approach, SEC-SA 157
- Standardisierung 60 f., 63, 131, 133, 136 f.
- STC-Kriterien 55, 115–118, 120, 123, 126 f., 132, 134, 136, 138–140, 146
- STS-Kriterien 140–142, 144 f., 147–149, 171 f., 174 f., 177–179, 186, 188 f., 192 f., 197–199
- STS-Meldung 141, 147–149, 158 f., 161–163, 166–172, 185–188, 197–199
– irreführende ~ 164
- STS-Rating 168, 199
- Systemvertrauen 9
- Tranche 14, 27, 47, 76, 134
– Equity-~ 14, 47
– Junior-~ 134
- Transaktionsregister 86
- Transaktionsunterlagen 131, 135–137
- Transparenz 78, 82 f., 90–92, 94 f., 98–101
- Transparenzpflichten 78, 80, 83 f., 95 f., 159 f.
– allgemeine ~ 78
– spezielle ~ 78
- Transparenzregime 78, 82, 90 f., 95, 97–101, 141
- Überschussmarge 14
- Verbriefung 13 f., 16 f., 19, 40–42, 61 f., 67
– öffentliche ~ 89, 101
– private ~ 81, 83, 88 f., 100
– prospektpflichtige ~ 80
– revolvierende ~ 75
– STS-~ 55, 70, 91, 107, 114, 143 f.
– synthetische ~ 20, 46 f., 112, 114, 128

- synthetische STS~ 20, 111
- Term~ 24, 63 f., 107
- Verbriefungsregister 78 f., 82, 85–90, 95, 99, 101
- Prüfpflicht des ~ 87
- Verifizierungskosten 99, 174
- Vermögenswertkategorie 115 f., 129
- Vertrauen 9–11, 40 f., 59 f., 98, 141–143, 157–159
- organisationales ~ 9 f.
- personales ~ 9
- Vertrauensschutz 12, 162, 171 f., 187 f., 196, 198 f.
- modifizierter ~ 147, 149, 168, 187
- Verwertungskosten 99
- Währungsrisiko 16, 131 f., 137
- Wasserfallprinzip 14
- Wiederverbriefung 23, 90 f., 101, 119, 130, 132
- Zinsrisiko 14, 28, 131 f., 137, 150
- Zulassung des Dritten 176