

CHRISTOPH KERN

# Die Sicherheit gedeckter Wertpapiere

*Max-Planck-Institut  
für ausländisches und internationales  
Privatrecht*

*Studien zum ausländischen  
und internationalen Privatrecht*

135

---

**Mohr Siebeck**

Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht

135

Herausgegeben vom

Max-Planck-Institut für ausländisches  
und internationales Privatrecht

Direktoren:

Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt und Reinhard Zimmermann





Christoph Kern

Die Sicherheit  
gedeckter Wertpapiere

Mohr Siebeck

*Christoph Alexander Kern*, geboren 1975; Studium der Rechtswissenschaft in Göttingen, Genf (Schweiz) und Freiburg i. Br.; 2004 Promotion; Rechtsreferendar.

978-3-16-158533-3 Unveränderte eBook-Ausgabe 2019

ISBN 3-16-148509-2

ISSN 0720-1141 (Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht)

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

© 2004 Mohr Siebeck Tübingen.

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 Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Held in Rottenburg gebunden.

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Wintersemester 2003/2004 als Dissertation angenommen. Das Manuskript wurde im November 2003 abgeschlossenen, wichtige neuere Entwicklungen wurden bis Juni 2004 verarbeitet. Dem Diskussionsentwurf zur Neuordnung des deutschen Pfandbriefwesens, der Ende Juli 2004 den beteiligten Ministerien sowie den im Zentralen Kreditausschuss zusammengeschlossenen Spitzenverbänden der deutschen Kreditwirtschaft zugeleitet wurde, gilt separater Anhang.

Gegenstand der Arbeit ist eine rechtsvergleichende Untersuchung und der Versuch einer Systematisierung solcher Wertpapiere, bei denen bestimmte Deckungswerte oder „assets“ die Erfüllung der verbrieften Zahlungsansprüche gewährleisten sollen. Sowohl die Formen des Pfandbriefs, der in einigen Ländern Kontinentaleuropas eine lange Tradition hat, als auch die deutliche jüngeren asset-backed securities anglo-amerikanischen Ursprungs haben in den letzten Jahren an den Kapitalmärkten immer größere Bedeutung erlangt. Um mit der Entwicklung Schritt zu halten, sahen und sehen sich insbesondere in Europa die nationalen Gesetzgeber dazu veranlasst, bestehende Regelungen zu reformieren oder derartige Rechtsinstitute nach dem Vorbild erfolgreicher Nachbarstaaten neu einzuführen; damit einher geht verstärkt das Bemühen, bislang rein vertraglichen Strukturen im Interesse der Rechtssicherheit einen gesetzlichen Rahmen anzubieten. Trotz der kaum überschaubaren Vielfalt der verwendeten Transaktionsmuster begegnet man bestimmten Grundelementen immer wieder. Diese will die Arbeit aufzeigen und auf ihre Sicherheit hin untersuchen, wobei besonderes Augenmerk der internationalen Kompatibilität bei grenzüberschreitenden Transaktionen gilt.

Die Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg mit dem Carl-von-Rotteck-Preis des C.F. Müller Verlages sowie mit dem Dr.-Georg-Büchner-Preis der Wüstenrot und Württembergische AG, Stuttgart, ausgezeichnet, wofür ich mich auch an dieser Stelle herzlich bedanken möchte.

Mein ganz besonderer und herzlicher Dank gilt meinem hochverehrten Doktorvater, Herrn Professor Dr. Rolf Stürner. Er hat nicht nur die Arbeit angeregt und in vorbildlicher Weise betreut, sondern mir auch darüber hinaus stets eine wohlwollende Förderung zuteil werden lassen. Dank gebührt weiter Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., für die Übernahme und die zügige Erstellung des Zweitgutachtens sowie Herrn Professor Dr. Oli-

ver Remien und dem Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg für die Aufnahme der Arbeit in diese Reihe. Meinen Kolleginnen und Kollegen am Freiburger Institut für deutsches und internationales Zivilprozessrecht, insbesondere auch den beiden Sekretärinnen Frau Victoria Marini und Frau Barbara Wiechmann, danke ich für ihre stets verständnisvolle Unterstützung und die gute Zusammenarbeit. Schließlich möchte ich meinen Eltern und meiner Schwester danken, die mir immer den notwendigen Rückhalt gegeben haben und mir jederzeit mit Rat und Tat zur Seite standen.

Gewidmet sei die Arbeit meinem Vater, Dr. Hans-Joachim Kern, der ihre Fertigstellung nicht mehr erleben konnte.

Freiburg, im August 2004

*Christoph Kern*

# Inhaltsübersicht

<i>Abkürzungsverzeichnis</i> .....	XXXI
------------------------------------	------

## *Erster Teil*

### Thematische und historische Einführung; Vorstellung nationaler Lösungen

<i>Kapitel 1 Einführung</i> .....	3
A. Die Grundidee gedeckter Wertpapiere .....	3
B. Interessengegensätze als Hintergrund von Vielfalt und Rechtsunsicherheit ....	4
C. Vorgehensweise und Gang der Darstellung .....	10
<i>Kapitel 2 Das gesetzliche Modell des Pfandbriefs</i> .....	12
A. Die Entstehung des Pfandbriefs .....	12
B. Vom Darlehensgeber- zum Darlehensnehmerinstitut .....	16
C. Die wachsende Zahl gesetzlicher Regelungen .....	23
D. Die Ausdehnung des Geschäftskreises .....	30
E. Die zunehmende Verselbstständigung der Deckungsmasse .....	33
F. Die Zweiteilung des Marktes im Hinblick auf die Emissionsvolumina .....	34
G. Zusammenschau .....	36
<i>Kapitel 3 Das vertragliche Modell der Asset-Backed Securities</i> .....	37
A. Die Entstehung der Asset-Backed Securities .....	38
B. Von der starren Pass-Through-Struktur zur heutigen Vielfalt von True-Sale-Konstruktionen .....	57
C. „Synthetic Securitization“ .....	71
D. Die Rezeption dieser Finanzierungstechnik im Ausland .....	75

<i>Kapitel 4</i>	<i>Länderberichte</i> .....	77
A.	Deutschland .....	78
B.	Österreich .....	84
C.	Schweiz .....	86
D.	Dänemark .....	88
E.	Luxemburg .....	92
F.	Niederlande .....	94
G.	Finnland .....	96
H.	Schweden .....	98
I.	Frankreich .....	100
J.	Spanien .....	106
K.	Italien .....	113
L.	Irland .....	117
M.	U.S.A. ....	119
N.	England .....	125

*Zweiter Teil*

**Bildung einer Deckungsmasse**

*1. Abschnitt*

**Die Grundmechanismen der Deckung und ihre Bewährung  
in ausgewählten Situationen**

<i>Kapitel 5</i>	<i>Grundmechanismen der Deckung</i> .....	136
A.	Die technischen Möglichkeiten und ihr Einsatz in der Refinanzierungspraxis .....	136
B.	Einsatz dieser Mechanismen in anderen Rechtsgebieten .....	162
<i>Kapitel 6</i>	<i>Vergleich einzelner Risiken</i> .....	182
A.	Unzulässige Verfügungen .....	182
B.	Aufrechnung .....	190

C.	Singularvollstreckung und Arrest .....	198
D.	Insolvenz eines der zentralen Beteiligten .....	203

2. Abschnitt

Internationale Kompatibilität der Mechanismen  
zur Bildung einer Deckungsmasse

<i>Kapitel 7</i>	<i>Spezialisierung</i> .....	241
A.	Unabhängigkeit des Special Purpose Vehicles .....	242
B.	Übertragung der Deckungswerte .....	251
C.	Ergebnis .....	292
<i>Kapitel 8</i>	<i>Privilegierung</i> .....	293
A.	Stellung der Anleger in der Insolvenz des Rechtsträgers .....	296
B.	Einzelzwangsvollstreckung und Aufrechnung außerhalb eines Insolvenzverfahrens .....	329
C.	Ergebnis .....	338
<i>Kapitel 9</i>	<i>Isolierung</i> .....	339
A.	Isolierung von den sonstigen Beteiligten .....	340
B.	Isolierung von den Anlegern .....	374
C.	Ergebnis .....	380

Dritter Teil

Deckung durch die Deckungsmasse

1. Abschnitt

Allgemeines zur Qualität der Deckungsmasse

<i>Kapitel 10</i>	<i>Qualität der einzelnen Deckungswerte</i> .....	387
A.	Eigentliche Deckungsforderungen .....	388
B.	Sicherheiten .....	409

C.	Zusammenfassung .....	424
<i>Kapitel 11 Kongruenz von Deckungsmasse und Wertpapierverbindlichkeiten .....</i>		425
A.	Aktivseite .....	426
B.	Passivseite .....	434
C.	Zusammenfassung .....	445

*2. Abschnitt*

**Besondere Aspekte bei Auslandsbezug**

<i>Kapitel 12 Risiken der Deckungsmasse bei Auslandsbezug .....</i>		447
A.	Wechselkursrisiko .....	447
B.	Risiken der Anwendbarkeit fremden Rechts und der Rechtsdurchsetzung im Ausland .....	449
C.	Politisches Risiko .....	453
D.	Zusammenfassung .....	466
<i>Kapitel 13 Begrenzung und Vermeidung der Risiken eines Auslandsbezugs .....</i>		467
A.	Begrenzung einzelner Risiken .....	467
B.	Schutz durch Strukturierung: „Future Flow Securitization“ .....	473
C.	Zusammenfassung .....	477

*Vierter Teil*

**Schlussbetrachtungen**

<i>Kapitel 14 Überblick über weitere Sicherheitsaspekte .....</i>		481
A.	Kreis der aus dem Wertpapier Verpflichteten .....	481
B.	Spezialisierung der Beteiligten zur Risikominderung .....	482
C.	Interessenlage und Verantwortlichkeit der handelnden Personen .....	487
D.	Kontrolle und Aufsicht .....	494
E.	Transparenz .....	498

<i>Kapitel 15 Versuch einer Bewertung</i> .....	503
A. Zusammenfassende Sicherheitsbewertung des anglo-amerikanischen ABS-Modells .....	504
B. Zusammenfassende Sicherheitsbewertung des kontinentaleuropäischen Pfandbriefmodells .....	506
C. Gegenüberstellung unter Einbeziehung der neueren gesetzlichen Regelungen .....	507
D. Abschließende Überlegungen .....	509
<i>Anhang Die geplante Neuordnung des Pfandbriefrechts in Deutschland</i> .....	512
A. Anlass .....	512
B. Inhalt des Entwurfs .....	513
C. Würdigung .....	517
<i>Literatur- und Quellenverzeichnis</i> .....	521
<i>Sachregister</i> .....	555



# Inhaltsverzeichnis

<i>Abkürzungsverzeichnis</i> .....	XXXI
------------------------------------	------

## *Erster Teil*

### Thematische und historische Einführung; Vorstellung nationaler Lösungen

<i>Kapitel 1 Einführung</i> .....	3
A. Die Grundidee gedeckter Wertpapiere .....	3
B. Interessengegensätze als Hintergrund von Vielfalt und Rechtsunsicherheit ....	4
I. Gedeckte Wertpapiere als Finanzierungsart .....	5
II. Gedeckte Wertpapiere als Anlageform .....	7
C. Vorgehensweise und Gang der Darstellung .....	10
 <i>Kapitel 2 Das gesetzliche Modell des Pfandbriefs</i> .....	 12
A. Die Entstehung des Pfandbriefs .....	12
I. Anlass .....	13
II. Voraussetzungen .....	15
B. Vom Darlehensgeber- zum Darlehensnehmerinstitut .....	16
I. Schlesische Landschaft und altes Pfandbriefsystem .....	16
1. Entstehung und Struktur der Landschaften .....	16
2. Die Ausstattung des ersten Pfandbriefs .....	17
3. Bedeutung für die Entwicklung des Pfandbriefwesens .....	18
II. Crédit foncier de France und Hypothekenbanken .....	19
1. Entstehung und Struktur des Crédit foncier de France .....	19
2. Die Ausstattung der Obligation Foncière .....	20
3. Bedeutung für die Entwicklung des Pfandbriefwesens .....	22

C.	Die wachsende Zahl gesetzlicher Regelungen .....	23
I.	Hintergründe der frühen gesetzlichen Regelungen und Kodifizierungen .....	23
1.	Staatliche und quasistaatliche Institute .....	23
2.	Private Hypothekenbanken .....	23
a)	Die „Pfandbrieffrage“ .....	24
b)	Das Argument der ungleichen Wettbewerbsbedingungen .....	25
II.	Hintergründe der jungen Kodifikationen .....	26
1.	Internationalisierung der Kapitalmärkte .....	26
2.	Sekundärrecht der Europäischen Gemeinschaft .....	28
D.	Die Ausdehnung des Geschäftskreises .....	30
I.	Erweiterungen der getätigten Geschäfte .....	30
II.	Erweiterung über das eigene Staatsgebiet hinaus .....	32
E.	Die zunehmende Verselbstständigung der Deckungsmasse .....	33
F.	Die Zerteilung des Marktes im Hinblick auf die Emissionsvolumina .....	34
G.	Zusammenschau .....	36
 <i>Kapitel 3 Das vertragliche Modell der Asset-Backed Securities</i> .....		37
A.	Die Entstehung der Asset-Backed Securities .....	38
I.	Die Verbriefung von Residential Mortgages als Ausgangspunkt .....	39
1.	Anlass .....	39
2.	Die Entwicklung des Secondary Mortgage Market bis zu den ersten MBS-Emissionen .....	41
3.	Die Rolle der Government Sponsored Entities .....	42
4.	Die Struktur der ersten MBS-Emissionen .....	43
II.	Die Übertragung der Finanzierungstechnik auf andere Assets .....	45
1.	Reformzwang im privaten Bankensektor .....	46
2.	Voraussetzungen .....	47
III.	Hintergründe der Attraktivität von Asset-Backed Securities .....	48
1.	Der Wechsel des Vermögensträgers als Strukturelement einer klassischen ABS-Transaktion .....	49
2.	Übersicht über mögliche Vorteile einer ABS-Transaktion für Sponsor und Originator .....	50
a)	Liquiditätsgewinn .....	50
b)	Loslösung von der Kreditwürdigkeit und den Risiken des Originators und des Sponsors .....	51

c)	Bilanzielle Vorteile .....	52
d)	Risikoauslagerung .....	53
e)	Eigenmittelentlastung .....	53
f)	Schaffung einer Einnahmequelle aus der weiteren Verwaltung .....	55
g)	Spezialisierung .....	56
3.	Vorteile für andere Beteiligte .....	56
B.	Von der starren Pass-Through-Struktur zur heutigen Vielfalt von True-Sale- Konstruktionen .....	57
I.	Die klassischen Pass-Through-Securities als Ausgangspunkt .....	57
II.	Strukturierung der Zahlungsströme .....	59
1.	Begrenzung von Prepayment Risk und Extension Risk .....	59
a)	Sequential pay CMOs .....	61
b)	Z Bonds und Accretion-Direct Bonds .....	61
c)	PAC und TAC Bonds .....	62
2.	Abwälzung des Ausfallrisikos auf eine nachgeordnete Wertpapierklasse oder direkt auf den Originator .....	63
3.	Stripped Mortgage-Backed Securities .....	65
4.	Steuerrechtliche Aspekte .....	66
III.	Aktives Management des SPV-Vermögens .....	68
1.	Der Einsatz einer Revolving Structure zur Verbriefung kurzfristiger Assets .....	68
2.	Der Master-Trust als Daueremissionsvehikel .....	70
C.	„Synthetic Securitization“ .....	71
D.	Die Rezeption dieser Finanzierungstechnik im Ausland .....	75
 <i>Kapitel 4 Länderberichte</i> .....		 77
A.	Deutschland .....	78
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten	78
II.	ABS-Transaktionen in Deutschland .....	81
B.	Österreich .....	84
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten	84
II.	ABS-Transaktionen in Österreich .....	85
C.	Schweiz .....	86
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypothekenkrediten .....	86

II.	ABS-Transaktionen in der Schweiz .....	88
D.	Dänemark .....	88
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten .....	88
1.	Realkredit .....	88
2.	Kommunalkredit .....	91
II.	ABS-Transaktionen in Dänemark .....	91
E.	Luxemburg .....	92
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten .....	92
II.	ABS-Transaktionen in Luxemburg .....	93
F.	Niederlande .....	94
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypothekenkrediten .....	94
II.	ABS-Transaktionen in den Niederlanden .....	95
G.	Finnland .....	96
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten .....	96
II.	ABS-Transaktionen in Finnland .....	97
H.	Schweden .....	98
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten .....	98
II.	ABS-Transaktionen in Schweden .....	99
I.	Frankreich .....	100
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten .....	100
1.	Das neue französische Pfandbriefrecht .....	100
2.	Marché hypothécaire .....	102
II.	Titrisation als französische Form der ABS-Finanzierung .....	103
J.	Spanien .....	106
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten .....	106
1.	Céduals hipotecarias .....	107
2.	Bonos hipotecarios .....	108
3.	Participaciones hipotecarias .....	109
4.	Céduals territoriales .....	110
II.	Titulización als spanische Form der ABS-Finanzierung .....	111
K.	Italien .....	113
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten .....	113
II.	Cartolizzazione als italienische Form der ABS-Finanzierung .....	114
L.	Irland .....	117

I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypotheken- und Staatskrediten	117
II.	ABS-Transaktionen in Irland	119
M.	U.S.A.	119
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypothekenkrediten	119
1.	Unmittelbare Verbriefung von Residential Mortgages durch GSEs	120
a)	GNMA-Emissionen	120
b)	FNMA-Emissionen	121
c)	FHLMC-Emissionen	122
2.	Verbriefung von Mortgage-Backed Securities durch GSEs	123
II.	Asset-Backed Securities	123
N.	England	125
I.	Sonderregeln für die Verbriefung von Hypothekenkrediten	125
II.	ABS-Finanzierungen in England	125
1.	Abweichungen vom U.S.-amerikanischen Vorbild	126
2.	Eigene Entwicklungen, insbesondere Whole Business Securitization	127

*Zweiter Teil*

**Bildung einer Deckungsmasse**

*1. Abschnitt*

**Die Grundmechanismen der Deckung und ihre Bewährung  
in ausgewählten Situationen**

<i>Kapitel 5</i>	<i>Grundmechanismen der Deckung</i>	136
A.	Die technischen Möglichkeiten und ihr Einsatz in der Refinanzierungspraxis	136
I.	Spezialisierung	136
1.	Grundgedanke	136
2.	Erscheinungsformen in der Rechtswirklichkeit	137
a)	Mitgliedschaftspapiere an einer zweckbeschränkten Gesellschaft	137
b)	Schuldverschreibungen eines Special Purpose Vehicle	138

c)	Vermögen ohne Rechtsträger .....	140
d)	Spezialinstitute .....	141
e)	Formen einer Spezialisierung bei den anderen Sicherungsmechanismen .....	143
II.	Privilegierung .....	145
1.	Grundgedanke .....	145
2.	Erscheinungsformen in der Rechtswirklichkeit .....	145
a)	Konkursvorrecht .....	145
b)	Vereinbarter Nachrang .....	148
c)	Pfandrecht .....	149
III.	Isolierung .....	151
1.	Grundgedanke .....	151
2.	Erscheinungsformen in der Rechtswirklichkeit .....	153
a)	Trust .....	153
b)	Sondervermögen .....	155
c)	Miteigentumslösung .....	159
B.	Einsatz dieser Mechanismen in anderen Rechtsgebieten .....	162
I.	Investmentrecht .....	162
1.	Gesellschaftstyp (direct type/statutory type) .....	164
2.	Vertragstyp (contractual type/indenture type) .....	166
a)	Treuhandlösung .....	166
b)	Miteigentumslösung .....	167
II.	Wertpapierverwahrung und Wertpapierhandel .....	169
1.	Isolierung .....	171
a)	Miteigentumslösung .....	171
b)	Trust-Lösung .....	173
2.	Privilegierung .....	174
III.	Versicherungswesen .....	176
1.	Einsatz von Sicherungsmechanismen .....	176
a)	Privilegierung in Europa .....	176
b)	Foreign/Alien Insurer's Trust in den U.S.A. ....	178
2.	Garantiefonds .....	179
IV.	Zusammenfassung .....	181

<i>Kapitel 6</i>	<i>Vergleich einzelner Risiken</i>	182
A.	Unzulässige Verfügungen	182
I.	Abstrakte Zulässigkeit einer Verfügung	182
II.	Wirksamkeit einer unzulässigen Verfügung	183
1.	Spezialisierung	183
2.	Privilegierung	186
3.	Isolierung	188
III.	Praktische Vorkehrungen zum Schutz vor unzulässigen Verfügungen	188
IV.	Mittelbarer Schutz	189
B.	Aufrechnung	190
I.	Aufrechnung mit gewöhnlichen Forderungen	190
1.	Spezialisierung	191
2.	Privilegierung	191
3.	Isolierung	193
II.	Aufrechnung mit Forderungen, denen die Deckungsmasse haftet	195
1.	Risikopotential	195
2.	Bedeutung der jeweiligen Sicherungsmechanismen	197
C.	Singularvollstreckung und Arrest	198
I.	Singularvollstreckung und Arrest wegen gewöhnlicher Forderungen	198
1.	Spezialisierung	198
2.	Privilegierung	199
3.	Isolierung	201
II.	Singularvollstreckung und Arrest wegen Forderungen, denen die Deckungsmasse haftet	202
1.	Verdeutlichung möglicher Risiken	202
2.	Bedeutung der jeweiligen Sicherungsmechanismen	202
D.	Insolvenz eines der zentralen Beteiligten	203
I.	Insolvenz des Rechtsträgers der Deckungswerte	203
1.	Spezialisierung	203
2.	Privilegierung	205
3.	Isolierung	206
a)	Fortführung der Transaktion	206
b)	Haftung der Deckungsmasse für Verwaltungs- und Verfahrenskosten	209

II.	Insolvenz des „Schöpfers“ der Deckungswerte .....	211
1.	Spezialisierung .....	212
a)	Unabhängigkeit des Special Purpose Vehicles .....	212
(1)	Paralleles Insolvenzverfahren über das Special Purpose Vehicle .....	213
(2)	Einbeziehung des SPV in ein Verfahren über den Originator oder Mehrheitseigner .....	215
b)	Übertragung der Deckungswerte .....	219
(1)	Insolvenzanfechtung .....	220
(2)	Umqualifizierung einer Rechtsübertragung in eine Sicherheit .....	221
2.	Privilegierung .....	230
3.	Isolierung .....	231
III.	Insolvenz des „Betreuers“ der Transaktion .....	231
1.	Spezialisierung .....	231
2.	Privilegierung .....	233
3.	Isolierung .....	233
E.	Zusammenfassung .....	234

## 2. Abschnitt

### Internationale Kompatibilität der Mechanismen zur Bildung einer Deckungsmasse

<i>Kapitel 7</i>	<i>Spezialisierung</i> .....	241
A.	Unabhängigkeit des Special Purpose Vehicles .....	242
I.	Keine Anerkennung der Rechtsfähigkeit des Special Purpose Vehicles .....	242
II.	Volle Einbeziehung in ein ausländisches Insolvenzverfahren über einen Dritten .....	245
III.	Rechtliches oder faktisches Partikularinsolvenzverfahren über das SPV im Ausland infolge der Insolvenz eines Dritten .....	247
B.	Übertragung der Deckungswerte .....	251
I.	Übertragbarkeit, insbesondere Abtretbarkeit .....	252
II.	Voraussetzungen und Wirkungen einer Übertragung .....	255
1.	Sachrecht .....	256
a)	Wirkung erga omnes im germanischen Rechtskreis .....	256

b)	Opposabilité aux tiers und einheitliche Spezialregelungen im romanischen Rechtskreis .....	259
c)	Einheitliche und differenzierende Lösungen im anglo-amerikanischen Rechtskreis .....	267
d)	Zusammenfassung .....	271
2.	Kollisionsrechtliche Fragen .....	273
a)	Allgemeines .....	273
b)	Wirksamkeit einer Zession zwischen Zedent und Zessionar .....	275
c)	Wirksamkeit einer Zession zwischen Zessionar und Schuldner .....	277
d)	Wirksamkeit einer Zession gegenüber Dritten .....	279
e)	Zusammenfassung .....	282
III.	Einbeziehung der Deckungswerte in ein Verfahren über den Veräußerer .....	283
IV.	Anfechtung der Übertragung .....	289
C.	Ergebnis .....	292
 <i>Kapitel 8 Privilegierung</i> .....		293
A.	Stellung der Anleger in der Insolvenz des Rechtsträgers .....	296
I.	Insolvenzverfahren im „Heimatstaat“ des Rechtsträgers .....	296
1.	Einzelzwangsvollstreckung im Ausland in dort belegene Vermögenswerte .....	297
a)	Insolvenzrechtliches Vollstreckungsverbot und Auslandsbezug .....	298
b)	Reaktionsmöglichkeiten bei Missachtung des Vollstreckungsverbots .....	303
(1)	Anspruch auf Herausgabe des in der ausländischen Vollstreckung Erlangten .....	303
(2)	Anrechnung des in der ausländischen Vollstreckung Erlangten im Inlandsverfahren .....	306
2.	Aufrechnung gegen Deckungsforderungen .....	307
3.	Verwertung ausländischer Deckungswerte im inländischen Verfahren .....	309
4.	Erlösverteilung .....	314
II.	Insolvenzverfahren in einem sonstigen Staat .....	314
1.	„Verfrühte“ isolierte Auslandsinsolvenz? .....	315

2.	Teilnahme der Wertpapieranleger am Verfahren im Ausland ..	317
3.	Wirkung eines Gläubigerprivilegs im Ausland .....	319
a)	Privilegierung mittels eines Pfandrechts oder eines Spezialprivilegs .....	319
b)	Privilegierung mittels eines Konkursvorrechts .....	323
c)	Besonderheiten im Verhältnis der Mitgliedstaaten der Europäischen Union .....	325
4.	Reaktionsmöglichkeiten bei Missachtung eines Gläubigerprivilegs im ausländischen Insolvenzverfahren .....	327
B.	Einzelzwangsvollstreckung und Aufrechnung außerhalb eines Insolvenzverfahrens .....	329
I.	Einzelzwangsvollstreckung .....	329
1.	Einzelzwangsvollstreckung im Staat des Vollstreckungsschuldners .....	330
2.	Einzelzwangsvollstreckung im Belegenheitsstaat .....	330
3.	Einzelzwangsvollstreckung in einem Drittstaat .....	333
II.	Aufrechnung .....	336
C.	Ergebnis .....	338
	<i>Kapitel 9 Isolierung</i> .....	339
A.	Isolierung von den sonstigen Beteiligten .....	340
I.	„Miteigentumslösung“ .....	340
1.	Übertragung der Deckungsforderungen „an den Fonds“ .....	342
a)	Fehlende Rechtspersönlichkeit des Fonds .....	342
b)	Erwerb der Deckungsforderungen „durch den Fonds“ ...	346
2.	Verschaffung des „Miteigentums“ .....	349
a)	Deckungsforderungen .....	349
b)	Für Deckungsforderungen bestellte Sicherheiten .....	351
3.	Weiterübertragung des „Miteigentums“ .....	354
a)	Deckungsforderungen .....	354
b)	Für Deckungsforderungen bestellte Sicherheiten .....	358
II.	Trust .....	360
1.	Wirksame Begründung eines Trust .....	361
2.	Anerkennung der Unabhängigkeit des Treuhandvermögens ....	362
3.	Übertragung der Deckungswerte „an den Trust“ .....	366

4.	Wechsel des Begünstigten .....	369
III.	Sondervermögen .....	369
1.	Anerkennung des gesetzlichen Sondervermögens .....	370
a)	Insolvenz des Rechtsträgers .....	370
(1)	Wert- und verfahrensmäßige Einbeziehung .....	370
(2)	Insolvenzrechtliche Vollstreckungs- und Aufrechnungsverbote .....	372
b)	Pfändungen im Vorfeld .....	373
2.	Übertragung von Deckungswerten .....	373
3.	Weiterübertragung der Anlegerposition .....	374
B.	Isolierung von den Anlegern .....	374
I.	Miteigentumslösung .....	374
1.	Problemaufriss .....	375
2.	Risikoabschätzung .....	376
II.	Trust .....	377
III.	Sondervermögen .....	378
C.	Ergebnis .....	380

*Dritter Teil*

**Deckung durch die Deckungsmasse**

*1. Abschnitt*

**Allgemeines zur Qualität der Deckungsmasse**

<i>Kapitel 10</i>	<i>Qualität der einzelnen Deckungswerte</i> .....	387
A.	Eigentliche Deckungsforderungen .....	388
I.	Verität .....	388
1.	Scheitern der Forderungsentstehung .....	388
a)	Rechtshindernde Einwendungen .....	388
b)	Fehlen wirksamer Vertretung .....	389
2.	Untergang oder rechtliche Undurchsetzbarkeit .....	392
II.	Bonität .....	393
1.	Private als Forderungsschuldner .....	394

a)	Zahlungsunfähigkeit .....	394
b)	Zahlungsunwilligkeit .....	398
2.	Öffentliche Hand als Forderungsschuldner .....	399
III.	Prognostizierbarkeit der Zahlungsströme .....	401
1.	Zahlungszeitpunkt .....	401
a)	Kapital .....	401
b)	Zins .....	403
2.	Zahlungshöhe .....	403
a)	Kapital .....	403
b)	Zins .....	404
IV.	Zusätzliche Unsicherheiten bei künftigen Forderungen .....	405
1.	Unsicherheit der Entstehung .....	405
a)	Risiken in der Person des Originators .....	406
b)	Äußere Umstände .....	407
2.	Unsicherheit des Inhalts .....	409
3.	Person des Schuldners .....	409
B.	Sicherheiten .....	409
I.	Dingliche Sicherheiten .....	410
1.	Sicherheitsobjekt .....	410
a)	Grundstücke .....	410
b)	Bewegliche Sachen .....	412
c)	Rechte .....	412
2.	Art der Sicherheit .....	413
a)	Klassische Kreditsicherheiten .....	413
(1)	Grundpfandrechte .....	413
(2)	Andere Sicherungsrechte .....	417
b)	Vollberechtigung .....	418
II.	Persönliche Sicherheiten .....	419
1.	Person des Sicherungsgebers .....	419
2.	Art der Sicherheit .....	420
III.	Globalsicherheit am Gesamtvermögen .....	421
1.	Charakteristika des Unternehmens .....	421
2.	Art der Sicherheit .....	423
C.	Zusammenfassung .....	424

<i>Kapitel 11 Kongruenz von Deckungsmasse und Wertpapierverbindlichkeiten</i> .....	425
A. Aktivseite .....	426
I. Interne Vorkehrungen .....	426
1. Auswahl der Deckungswerte .....	426
a) Homogenität .....	426
b) Diversifikation .....	427
2. Ausgleich von Inkongruenzen .....	429
II. Externe Sicherungen .....	430
B. Passivseite .....	434
I. Schaffung „nachrangiger“ Passiva .....	434
1. Eigenkapital des Emittenten .....	434
2. Nachrangig zu bedienende unverbriefte Anteile und Verbindlichkeiten .....	436
3. Nachrangige Wertpapiere .....	438
a) Subordination .....	438
b) Z Bonds .....	439
c) Support/Companion Bonds .....	439
II. Offene Überwälzung aller oder bestimmter Risiken auf die Anleger ..	440
1. Reine Pass-Through-Struktur .....	440
2. Variabel verzinsliche Wertpapiere .....	441
3. Credit Linked Notes .....	441
4. Nachgeordnete Wertpapierklassen .....	442
5. Vorzeitige Beendigung der Laufzeit .....	442
C. Zusammenfassung .....	445

2. Abschnitt

Besondere Aspekte bei Auslandsbezug

<i>Kapitel 12 Risiken der Deckungsmasse bei Auslandsbezug</i> .....	447
A. Wechselkursrisiko .....	447
B. Risiken der Anwendbarkeit fremden Rechts und der Rechtsdurchsetzung im Ausland .....	449
I. Entstehung von Deckungswerten .....	449

II.	Realisierung von Deckungswerten .....	451
III.	Verwendbarkeit als Deckungswert .....	452
C.	Politisches Risiko .....	453
I.	Innere Unruhen .....	454
II.	Hoheitliche Eingriffe .....	455
1.	Enteignung .....	455
a)	Maßnahmen gegen den Rechtsträger der Deckungswerte	455
(1)	Gesamtes Unternehmen .....	455
(2)	Einzelne Deckungswerte .....	456
b)	Maßnahmen gegen den Zedenten einer ABS- Transaktion (Originator) .....	457
(1)	Gesamtes Unternehmen .....	457
(2)	Einzelne Vermögenswerte .....	459
c)	Maßnahmen gegen den Schuldner einer Deckungsforderung .....	459
d)	Maßnahmen gegen den Servicer und andere Dienstleister .....	459
2.	Staatliche Preisfestsetzung und Preiskontrolle .....	460
3.	Beschränkung bestimmter Geschäfte .....	460
4.	Eingriffe in den internationalen Zahlungs- und Kapitalverkehr	462
D.	Zusammenfassung .....	466
 <i>Kapitel 13 Begrenzung und Vermeidung der Risiken eines Auslandsbezugs</i> .....		467
A.	Begrenzung einzelner Risiken .....	467
I.	Wechselkursrisiko .....	467
II.	Risiken der Anwendbarkeit fremden Rechts und der Rechtsdurchsetzung im Ausland .....	469
III.	Politisches Risiko .....	470
1.	Staatliche und private Versicherungen .....	470
2.	Einsatz im Rahmen einer ABS-Transaktion .....	472
B.	Schutz durch Strukturierung: „Future Flow Securitization“ .....	473
I.	Grundmodell .....	473
II.	Beispiele .....	474
III.	Wirtschaftlicher Hintergrund .....	477

C. Zusammenfassung ..... 477

*Vierter Teil*

**Schlussbetrachtungen**

*Kapitel 14 Überblick über weitere Sicherheitsaspekte* ..... 481

A. Kreis der aus dem Wertpapier Verpflichteten ..... 481

B. Spezialisierung der Beteiligten zur Risikominderung ..... 482

I. Bildung der Deckungsmasse nach dem Mechanismus der Spezialisierung ..... 483

1. Asset-Backed Securities ..... 483

a) Special Purpose Vehicle ..... 483

b) Originator ..... 483

c) Servicer ..... 485

2. Reine Spezialbanken ..... 486

II. Bildung der Deckungsmasse nach den Mechanismen der Privilegierung und der Spezialisierung, insbesondere: klassische Hypothekenbanken ..... 486

C. Interessenlage und Verantwortlichkeit der handelnden Personen ..... 487

I. Bildung der Deckungsmasse nach dem Mechanismus der Spezialisierung ..... 488

1. Asset-Backed Securities ..... 488

a) Begründung der Deckungswerte ..... 488

b) Auswahl der Deckungswerte und Risikosteuerung ..... 489

c) Beschreibung der Wertpapiere im Emissionsprospekt ... 491

d) Servicing ..... 492

e) Auswahl und Überwachung der Mitarbeiter ..... 492

2. Reine Spezialbanken ..... 492

II. Bildung der Deckungsmasse nach den Mechanismen der Privilegierung und der Spezialisierung, insbesondere: klassische Hypothekenbanken ..... 493

D. Kontrolle und Aufsicht ..... 494

I. Interne Überwachung ..... 494

1. Herkömmliches „Controlling“ als Form privater interner Überwachung ..... 494

2.	Figuren nach dem Vorbild des Treuhänders im deutschen HBG als Form staatlicher interner Überwachung .....	495
II.	Externe Überwachung .....	495
1.	Externe private Überwachung, insbesondere durch Rating-Agenturen .....	495
2.	Externe staatliche Überwachung durch Aufsichtsbehörden .....	496
E.	Transparenz .....	498
I.	Transparenz im Hinblick auf die Bildung der Deckungsmasse .....	498
1.	Gesetzliches Modell des Pfandbriefs .....	498
2.	Vertragliches Modell der Asset-Backed Securities .....	499
II.	Transparenz im Hinblick auf die Deckung durch die Deckungsmasse .....	500
1.	Gesetzliches Modell des Pfandbriefs .....	500
2.	Vertragliches Modell der Asset-Backed Securities .....	501
	<i>Kapitel 15 Versuch einer Bewertung</i> .....	503
A.	Zusammenfassende Sicherheitsbewertung des anglo-amerikanischen ABS-Modells .....	504
B.	Zusammenfassende Sicherheitsbewertung des kontinentaleuropäischen Pfandbriefmodells .....	506
C.	Gegenüberstellung unter Einbeziehung der neueren gesetzlichen Regelungen .....	507
D.	Abschließende Überlegungen .....	509
	<i>Anhang Die geplante Neuordnung des Pfandbriefrechts in Deutschland</i> .....	512
A.	Anlass .....	512
B.	Inhalt des Entwurfs .....	513
I.	Anforderungen an die Pfandbriefemittenten .....	513
II.	Anforderungen an die Deckungswerte .....	514
1.	Deckungsmasse für Hypothekendarlehen .....	514
2.	Deckungsmasse für Kommunalobligationen .....	515
III.	Weitere Änderungen .....	516
C.	Würdigung .....	517

<i>Literatur- und Quellenverzeichnis</i> .....	521
<i>Sachregister</i> .....	555



## Abkürzungsverzeichnis

ABA	American Bar Association
ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
Abs.	Absatz
Abt.	Abteilung
ABS	Asset-Backed Securities
A.C.	Appeal Cases
A.C.A.	Arkansas Code of 1987 Annotated
a.E.	am Ende
aff'd	affirmed
AFG	(schweizerisches) Anlagefondsgesetz
AktG	Aktiengesetz
al.	alinéa
Ala.Code	Alabama Code
Alt.	Alternative
ALI	American Law Institute
Am. Bankr. I. L. Rev.	American Bankruptcy Institute Law Review
AMC	Agricultural Mortgage Corporation (GB)
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
AnfG	Anfechtungsgesetz
AO	Ausgleichsordnung
Apr.	April
ARM	Adjustable-Rate Mortgage
Art.	Artikel/Article/Artículo
A.R.S.	Arizona Revised Statutes
AS	Alaska Statutes
Assocs.	Associates
Aufl.	Auflage
Ausführungsg	Ausführungsgesetz
AuslInvestmG	Auslandinvestment-Gesetz
AVAG	Anerkennungs- und Vollstreckungsausführungsgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BB	Betriebs-Berater
Bankr.Code	Bankruptcy Code
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
Beschl. v.	Beschluss vom
BetrAVG	Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung

Bd.	Band
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BG	schweizerisches Bundesgericht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch vom 1.1.1900
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGE	Bundesgerichtsentscheid (schweizerisches Bundesgericht)
BGH	Bundesgerichtshof
BMF	Bundesministerium der Finanzen
B.O.E.	Boletín Oficial del Estado
B.R.	Bankruptcy Reporter
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
Bull.	Bulletin
Bull. civ.	Bulletin des arrêts de la Cour de Cassation, chambres civiles
Bull. Bus. L. Sec. St. B. Tex.	Bulletin of the Business Law Section of the State Bar of Texas
B.U.L. Rev.	Boston University Law Review
Bus. Law.	Business Lawyer
Bus.L.Today	Business Law Today
BW	(Nieuw) Burgerlijk Wetboek
bzw.	beziehungsweise
Cal.Ins.Code	California Insurance Code
Can.B.Rev.	The Canadian Bar Review
CARs	Certificates for Automobile Receivables
CARDs	Certificates for Amortizing Revolving Debts
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Cass. 1re civ.	Cour de Cassation, première chambre civile
Cass. com.	Cour de Cassation, Chambre commerciale et financière
Cass. req.	Cour de Cassation, Chambre des Requêtes
C.B.	Cumulative Bulletin
C.c.	Code civil
CCA	Cash Collateral Account
CDO	Collateral Debt Obligation
CDS	credit default swap
ch.	chapter
chron.	chronique
CIA	Collateral Invested Amount
c.i.c.	culpa in contrahendo
Cir.	Circuit
C.F.R.	Code of Federal Regulations
CLN	credit linked note
C. mon. fin.	Code monétaire et financier
cmt.	comment
Co.	Company
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. J. Transnat'l L.	Columbia Journal of Transnational Law

Comp. Law.	Company Lawyer
Cong.	Congress
CONSOB	Commissione nazionale per le società e la borsa
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp.	Corporation
CP	commercial paper
CPTA	Central Payment and Transfer Agent
CRH	Caisse de Refinancement de l'Habitat (früher Caisse de refinancement Hypothécaire)
C.R.S.	Colorado Revised Statutes
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier (Luxemburg)
D.	Recueil Dalloz/Recueil Dalloz Sirey
D. aff.	Dalloz affaires
dass.	dasselbe
DB	Der Betrieb
déc	décembre
Del.C.	Delaware Code
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
ders.	derselbe
Dick. J. Int'l L.	Dickinson Journal of International Law
dies.	dieselbe(n)
dir.	directeur
DiskE	Diskussionsentwurf
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DLK	Der langfristige Kredit – Zeitschrift für Finanzierung, Kapitalanlage und Immobilienwesen
doc. parl.	document parlementaire
Dok.	Dokument
Drake L. Rev.	Drake Law Review
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Duke J. Comp. & Int'l L.	Duke Journal of Comparative and International Law
Duke L.J.	Duke Law Journal
D.P.	Recueil périodique et critique de jurisprudence, de législation et de doctrine (« Recueil Périodique Dalloz », vor 1941)
DStR	Deutsches Steuerrecht
EC	European Community
éd. E	édition entreprise
EDV	elektronische Datenverarbeitung
EG	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche
EGInsO	Einführungsgesetz zur Insolvenzordnung
Emory L.J.	Emory Law Journal
EO	Exekutionsordnung
ERG	Exportrisikogarantie
ERISA	Employee Retirement Income Security Act of 1974

ESF	European Securitisation Forum
et seq.	et sequens
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGVÜ	Europäisches Gerichtsstands- und Vollstreckungsübereinkommen
EuGVVO	Europäische Gerichtsstands- und Vollstreckungsverordnung
EuInsVO	Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 des Rates vom 29. Mai 2000 über Insolvenzverfahren
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EWHC	England and Wales High Court Decisions
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWIV	Europäische Wirtschaftliche Interessenvereinigung
f.	folgende(r), Singular
F.2d	Federal Reporter, 2d Series
F.3d	Federal Reporter, 3d Series
fasc.	fascicule
FCC	Fonds commun de créances
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
ff.	folgende (Plural)
FHA	Federal Housing Administration
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation („Freddie Mac“)
FIS	Financial Institutions Letter
Fla. St. U. L. Rev.	Florida State University Law Review
FLF	Finanzierung Leasing Factoring
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FmHA	Farmers Home Administration
Fn.	Fußnote
FNMA	Federal National Mortgage Association („Fannie Mae“)
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate and Financial Law
Foro it.	Il Foro italiano
FRB	Board of Governors of the Federal Reserve System
FS	Festschrift
F.S.	Florida Statutes
FSA	Financial Services Authority
F.Supp.	Federal Supplement
FTD	Financial Times Deutschland
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
Gaz. Pal.	La Gazette du Palais
Gazz. Uff.	Gazzetta Ufficiale
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GemO	Gemeindeordnung
Ga. J. Int'l Comp. L.	Georgia Journal of International and Comparative Law
Geo. Mason U. L. Rev.	George Mason University Law Review
Geo. Wash. J. Int'l. L. & Econ.	George Washington Journal of International Law and Economics
GewStDV	Gewerbesteuer-Durchführungsverordnung

GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GNMA	Government National Mortgage Association („Ginnie Mae“)
GrEStG	Gründerwerbsteuergesetz
GS I	Grundsatz I
GSEs	government sponsored entities (GNMA, FNMA und FHLMC)
Harv. Int'l L.J.	Harvard International Law Journal
Hastings Comm. & Ent. L.J.	Hastings Communications and Entertainment Law Journal
Hastings L.J.	Hastings Law Journal
HBG	Hypothekendarlehenbankengesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
H.L.	House of Lords
h.L.	herrschende Lehre
h.M.	herrschende Meinung
Hous. L. Rev.	Houston Law Review
H.R.	House of Representatives
Hrsg.	Herausgeber
HUD	Department of Housing and Urban Development
I.B.F.L.	International Banking and Finance Law
i.d.F.	in der Fassung
I & F	Immobilien & Finanzierung, Der langfristige Kredit in Höhe von
i.H.v.	Insolvency Institute of Canada (Articles)
I.I.C. Art.	Incorporated
Inc.	Iniziativa del Governo
Iniz. Gov.	Insurance
Ins.	insbesondere
insbes.	Insolvency Intelligence
Insolv. Int.	Internationales Gesellschaftsrecht
IntGesR	Internationales Sachenrecht
Int SachenR	(österreichisches) Investmentfondsgesetz
InvFG	(deutsches) Investmentgesetz
InvG	interest only
IO	Internationales Privatrecht
IPR	(schweizerisches) Gesetz über das Internationale Privatrecht
IPRG	Die deutsche Rechtsprechung auf dem Gebiete des internationalen Privatrechts
IPRspr	Internal Revenue Code
I.R.C.	Internal Revenue Service
I.R.S.	International Securitisation Report
ISR	Internationales Zivilprozessrecht
IZPR	

Jan	January
J.B.L.	Journal of Business Law
J. Bankr. L.P.	Journal of Bankruptcy Law and Practice
J.-Cl. dr. int.	Juris-Classeur droit international
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J.C.P.	Juris-Classeur Périodique/La semaine juridique
J.D.I.	Journal du droit international (bis 1914 Journal du droit international privé), begründet von <i>Edouard Clunet</i>
J.I.B.L.	Journal of International Banking Law
Jh.	Jahrhundert
J.O.	Journal Officiel
JZ	Juristenzeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KO	(Deutsche/Österreichische) Konkursordnung
KOV	Verordnung des schweizerischen Bundesgerichts vom 13. Juli 1911 über die Geschäftsführung der Konkursämter (KOV)
krit.	kritisch(e, er)
KTS	Zeitschrift für Insolvenzrecht – Konkurs Treuhand Sanierung
KWG	Kreditwesengesetz
Leg.-Per.	Legislaturperiode
LIBOR	London Interbank Offered Rate
li.Sp.	linke Spalte
lit.	litera
Lit.	Literatur
L/C	letter of credit
LEC 2000	(spanische) Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil
LG	Landgericht
LLC	limited liability company
LM	Lindenmaier-Möhring
LPA	Law of Property Act
LSP	Ley de 26 de julio de 1922, de suspensión de pagos
m.Anm.	mit Anmerkung
MBS	Mortgage-Backed Securities
Md. L. Rev.	Maryland Law Review
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
Mém.	Mémorial, Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg
Mich J. Int'l L.	Michigan Journal of International Law
m.Nw.	mit Nachweisen
Mo.	Missouri
MüKo-BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKo-InsO	Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung
m.w.	mit weiteren

N.	Nachweise(n)
N.E.	Northeastern Reporter (1st Series)
N.F.	Neue Folge
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report
No., no., n <sup>o</sup> , nos	number(s), número, numéro, numéros
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
nov.	novembre
Nr.	Nummer(n)
núm.	número(s)
N.Y.	New York (1st Series)
N.Y.U. J. Int'l L. & Pol.	New York University Journal of International Law and Politics
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
NZI	Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
obs.	observations
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OECD	Organisation for economic co-operation and development
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OGH	Österreichischer Oberster Gerichtshof
OPIC	Overseas Private Investment Corporation
OR	Obligationenrecht
OTC	over the counter
OTS	Office of Thrift Supervision
o.V.	ohne Verfasser
p.	page
Pac. L.J.	Pacific Law Journal
pág.	página(s)
para(s).	paragraph(s)
PartGG	Partnerschaftsgesellschaftsgesetz
PfandBG	deutsches Pfandbriefgesetz (Entwurf)
PfG	schweizerisches Pfandbriefgesetz
PfIVG	Pflichtversicherungsgesetz
PGR	liechtensteinisches Personen- und Gesellschaftsrecht
PLI/Comm	Practising Law Institute, Commercial Law and Practice Course Handbook Series
PLI/Tax	Practising Law Institute, Tax Law and Estate Planning Course Handbook Series
PO	principal only
PREMnote	Note from the Development Economics Vice President and Poverty Reduction and Economic Management Network
Pres.	President
Pub.L.	Public Laws

RabelsZ	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht, begründet von <i>Ernst Rabel</i>
Rb.	Rechtbank
RBerG	Rechtsberatungsgesetz
Real Est. L.J.	Real Estate Law Journal
Real Prop. Prob. & Tr. J.	Real Property, Probate and Trust Journal
RefE	Referentenentwurf
REMIC	Real Estate Mortgage Investment Conduit
Rép. D. dr. int.	Répertoire Dalloz de droit international
re.Sp.	rechte Spalte
Rev. crit. dr. internat. privé	Revue critique de droit international privé
Rev.Rul(s).	Revenue Ruling(s)
Rev. soc.	Revue des Sociétés
RFC	Reconstruction Finance Corporation
RGBI.	Reichsgesetzblatt
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
Riv.dir.int.priv.proc.	Rivista di diritto internazionale privato e processuale
Rpfleger	Der Deutsche Rechtspfleger
RT-Drucks.	Reichstags-Drucksache
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique
RvdW	Rechtspraak van de Week
S.	Seite(n) Senate Sirey (Recueil Général des Lois et des Arrêts .... fondé par <i>J.-B. Sirey</i> ) Société anonyme siehe auch Schweizerische Aktiengesellschaft Southern California Law Review Gesetz über Schiffspfandbriefbanken (schweizerisches) Bundesgesetz vom 11. April 1889 über Schuldbetreibung und Konkurs Schuldverschreibungengesetz Schweizerisches Jahrbuch für internationales Recht Supreme Court section Session session ordinaire Sociedad Gestora de Fondos de Titulización Société d'investissement à capital variable/Società di investimento a capitale variabile Schweizerische Juristenzeitung stripped mortgage-backed securities Secondary Mortgage Market Enhancement Act siehe oben Sonderbeilage suivants, seguenti
S.A.	
s.a.	
SAG	
S. Cal. L. Rev.	
SchBG	
SchKG	
SchVG	
SchwJbIntR	
S.Ct.	
sec.	
Sess.	
sess. ord.	
S.G.F.T.	
SICAV	
SJZ	
SMBS	
SMMEA	
s.o.	
Sonderbeil.	
ss.	

Stan. J.L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Stb.	Staatsblad
Stcrt.	Nederlandse Staatscourant
Sten.Ber.	Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Reichstages
stk.	stykke
STRIPS	stripped mortgage-backed securities
st. Rspr.	Ständige Rechtsprechung
StWG	Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft
S.W.2d	Southwestern Reporter (2nd Series)
Sw. L.J.	Southwestern Law Journal
SZ	Entscheidungen des österreichischen Obersten Gerichtshofes in Zivilsachen
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
Tax L. Rev.	Tax Law Review
T.D.	Tentative Draft
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
TGI	Tribunal de Grande Instance
Transnat'l L. & Contemp. Probs.	Transnational Law and Contemporary Problems
Treas. Reg.	Treasury Regulations
Trib. civ.	Tribunal civil
T.U.	Testo Unico
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
u.a.	und andere(s); unter anderem
u.Ä.	und Ähnliches
U.C.C.	Uniform Commercial Code
UCC L.J.	Uniform Commercial Code Law Journal
U. Cla. L. Rev.	University of California Law Review
UCLA Ent. L. Rev.	University of California Entertainment Law Review
UCLA J. Int'l L. & Foreign Aff.	University of California Journal of International Law and Foreign Affairs
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
U. Miami Bus. L. Rev.	University of Miami Business Law Review
UNCITRAL	United Nations Commission on International Trade Law
Unterabs.	Unterabsatz
U. Pa. J. Int'l Econ. L.	University of Pennsylvania Journal of International Economic Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Pitt. L. Rev.	University of Pittsburgh Law Review
U.S.	United States
U.S.A.	United States of America
U.S.C.	United States Code
U.S.-Mex. L.J.	United States-Mexico Law Journal

v.	versus; vom
VA	Veterans Administration/Department of Veterans Affairs
Va. J. Int'l L.	Virginia Journal of International Law
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Va. Tax Rev.	Virginia Tax Review
v.a.	vor allem
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
VAT	value added tax
Verf.	Verfasser
VerglO	Vergleichsordnung
Verh. d.	Verhandlungen des
vgl.	vergleiche
VW	Versicherungswirtschaft
Wash. U. L.Q.	Washington University Law Quarterly
Wayne L. Rev.	Wayne Law Review
WM	Wertpapier-Mitteilungen
Wm. & Mary L. Rev.	William and Mary Law Review
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
Wtk	Wet toezicht kredietwezen
Yale J. Int'l L.	Yale Journal of International Law
Yale L.J.	Yale Law Journal
ZaöRV	Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht
z.B.	zum Beispiel
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfRV	Zeitschrift für Rechtsvergleichung, Internationales Privatrecht und Europarecht
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch
ZHR	Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Konkursrecht, ab Band 124 (1962) Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozeß
ZZPInt	Zeitschrift für Zivilprozeß International

*Erster Teil*

**Thematische und historische Einführung;  
Vorstellung nationaler Lösungen**



# Kapitel 1

## Einführung

Der Blick in die Zukunft ist dem Menschen nicht vergönnt. Wegen ihres ungewissen Ausgangs stellt sich daher jede Handlung als ein Wagnis dar. Bewusst und freiwillig nimmt nur derjenige größere Risiken in Kauf, der sich hiervon einen erheblichen Vorteil verspricht oder die Risiken für beherrschbar hält, etwa weil er ein ursprünglich hohes Risiko durch geeignete Vorkehrungen hinlänglich vermindert hat. Besonders deutlich wird dies überall dort, wo eine Bindung für die Zukunft in Rede steht. Ein Fall solcher Bindung ist die Kapitalanlage. In der Erwartung, den Einsatz samt einer Rendite zurückzuerhalten, bindet der Anleger sein Kapital für einen vor ihm liegenden Zeitraum. Geschieht dies durch die Ausgabe eines Darlehens, zieht der Anleger in Gestalt des Darlehensgebers zum einen die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls der versprochenen Zins- und Tilgungszahlung, zum anderen die im Zins enthaltene Risikoprämie in Betracht. Der Darlehensnehmer seinerseits ist naturgemäß an einer möglichst niedrigen Zinsverpflichtung interessiert. Er wird solange versuchen, dem Anleger höhere Sicherheit zu bieten, als die hierbei entstehenden Kosten unter denen einer höheren Zinspflicht bleiben.

### A. Die Grundidee der gedeckten Wertpapiere

Für ein Unternehmen, das sich Liquidität verschaffen will und zugleich über einen hohen Forderungsbestand verfügt, dessen Passivgeschäft vielleicht sogar wie bei einer Bank maßgeblich in der Refinanzierung eigener Forderungen besteht, liegt es nahe, gerade diese Forderungen samt allfällig für sie bestellter Kreditsicherheiten zum Zwecke der Sicherung eines Darlehens einzusetzen. Der Betrachter nimmt dann zwei auf verschiedenen Ebenen stehende Kreditverhältnisse wahr: auf einer ersten Ebene die Forderung des Unternehmens gegen den Drittschuldner, auf einer zweiten Ebene die Forderung des Darlehensgebers gegen das Unternehmen, die durch dessen Forderung gegen den Drittschuldner gesichert ist. Selbst wenn dem Unternehmen auf der ersten Ebene viele Drittschuldner und auf der zweiten Ebene viele Darlehensgeber als Anleger gegenüberstehen, findet man keine Besonderheit, solange das Unternehmen den verschiede-

nen Anlegern auf der zweiten Ebene jeweils genau definierte Forderungen der ersten Ebene als Sicherungsobjekt zuweist. Eine ganz neue Situation bietet sich jedoch, wenn die direkte Zuweisung einer einzelnen Forderung der ersten Ebene an einen einzelnen Kapitalgeber der zweiten Ebene aufgehoben wird: Sind alle Forderungen des Unternehmens auf der ersten Ebene zu einem Pool zusammengefasst und steht diesem Forderungspool auf der zweiten Ebene ein Pool aus zu sichernden Ansprüchen der Anleger gegenüber, so müssen nicht länger die Eigenschaften der zur Sicherheit dienenden Forderungen im Einzelnen auf die Merkmale der zu sichernden Forderungen abgestimmt werden. Es kommt vielmehr nur noch darauf an, dass die Gesamtheit der Forderungen der ersten Ebene zur Sicherung der Ansprüche der Anleger auf der zweiten Ebene ausreicht. Dies vereinfacht nicht nur die Betriebsabläufe des Unternehmens, sondern erlaubt es auch, die Kapitalaufnahme von den Anlegern ohne Verzicht auf eine zinsenkende Sicherung zu vereinheitlichen. Die solcherart standardisierten Ansprüche der Anleger bieten sich nun für eine Verbriefung in einheitlichen und daher leicht handelbaren Wertpapieren geradezu an. Es entstehen durch einen Forderungspool gedeckte Wertpapiere, deren Sicherheit in Form der Deckung und deren Liquidität infolge der Verbriefung in standardisierten Wertpapieren die Anleger dadurch honorieren, dass sie eine geringere Rendite als bei der ungesicherten oder illiquiden Direktanlage verlangen.

## B. Interessengegensätze als Hintergrund von Vielfalt und Rechtsunsicherheit

Diese recht einfach erscheinende Grundidee lässt sich juristisch nicht ohne weiteres umsetzen. Gestaltungen, die im Wesentlichen auf einer geeigneten Kombination bewährter Institute des nationalen Zivilrechts beruhen, bergen meist einige bedeutende Unsicherheiten, die sich noch verstärken, wenn mehr als eine Rechtsordnung im Spiel ist. Gesetzliche Lösungen sind häufig komplex und umfangreich und variieren teilweise sehr stark von Land zu Land, was die Anerkennung einer bestimmten Lösung im Ausland erschweren kann. Ein derartiger Befund ermuntert nicht nur zu genauerer rechtsvergleichender Untersuchung – eine Aufgabe, der sich die vorliegende Arbeit vornehmlich stellen will –, sondern deutet auch darauf hin, dass das betreffende Gebiet von Interessengegensätzen geprägt ist, für deren Auflösung nicht von vornherein nur ein einziger Weg in Betracht kommt.

Allerdings sind nach dem bis hierher Gesagten Interessengegensätze noch nicht erkennbar: Die Schaffung gedeckter Wertpapiere entspricht jedenfalls auf den ersten Blick dem Interesse des Unternehmens an einer

günstigen Finanzierung und dem Interesse des Anlegers an einer sicheren und zugleich liquiden Anlageform, ohne dabei Interessen des Drittschuldners zu tangieren. Dass der Einsatz gedeckter Wertpapiere auch Bedenken wecken kann, wird jedoch deutlich, wenn man ihn zum einen herkömmlichen Finanzierungsmöglichkeiten, zum zweiten herkömmlichen Anlageformen gegenüberstellt und denkbare Auswirkungen vergleicht. Zwar lassen sich gerade die Auswirkungen nicht streng entweder dem Aspekt der Finanzierungsart oder dem Aspekt der Anlageform zuordnen. Der unterschiedliche Blickwinkel – hier mehr konzentriert auf das einzelne Unternehmen, dort mehr auf das Anlegerverhalten – rechtfertigt aber diese Trennung.

### *1. Gedeckte Wertpapiere als Finanzierungsart*

Ein Unternehmen, das zusätzliche Mittel benötigt, steht zunächst vor der grundsätzlichen Entscheidung, ob es hierfür über die Aktivseite oder die Passivseite der Bilanz gehen möchte<sup>1</sup>. Der traditionelle Weg über die Passivseite besteht entweder in einer Erhöhung des Eigenkapitals oder einer Finanzierung mit Fremdkapital. Fällt die Wahl auf letzteres, ist klassisches Mittel die Aufnahme eines Bankkredits, eventuell gesichert durch bestimmte Werte des Unternehmensvermögens, wie z.B. bestehende oder künftige Forderungen. In einer nachfolgenden Insolvenz des Unternehmens ist der Kreditgeber mit seiner Forderung Insolvenzgläubiger. Falls ihm an Gegenständen des Schuldnervermögens Sicherheiten bestellt wurden, kann er sich zwar aus diesen bevorzugt befriedigen; nach den meisten Rechtsordnungen nimmt er aber auch insoweit am Insolvenzverfahren teil und muss Einschränkungen hinsichtlich Verwertungshoheit und Verwertungszeitpunkt, unter Umständen gar einen Austausch oder eine Verkürzung seiner Sicherheit hinnehmen. Finanzierungen, die auf der Ausgabe gedeckter Wertpapiere beruhen, können hingegen je nach gewählter Struktur zur Folge haben, dass die Wertpapiergläubiger überhaupt nicht in ein Insolvenzverfahren hineingezogen werden und ungestört auf die ihnen zugewiesenen Deckungswerte zugreifen dürfen. In einem solchen Fall stehen die Wertpapiergläubiger nicht nur deutlich besser als jeder ungesicherte Gläubiger, sondern haben bezüglich der Deckungswerte sogar eine stärkere Stellung, als sie normalen dinglich gesicherten Gläubigern zugestanden wird. Die Bevorzugung einzelner Gläubigergruppen benachteiligt stets die ungesicherten Gläubiger und ist als Ausnahme vom Grundsatz der *par conditio creditorum* rechtfertigungsbedürftig. Gerade Arbeitnehmer, Kleingläubiger und gesetzliche Gläubiger können ihre Ansprüche typi-

---

<sup>1</sup> S. nur *Lupica*, 76 Tex. L. Rev. 595, 596 (1998): „right hand side balance sheet funding“ oder „left hand side balance sheet funding“; zum letzteren zählen *sale-and-lease-back*-Konstruktionen, *Factoring*, aber auch die Finanzierung über eine *ABS*-Transaktion.

scherweise nicht sichern. Treten sie in Konkurrenz zu einer Vielzahl dinglich gesicherter Gläubiger, sind oft nicht nur ihre momentanen Befriedigungschancen gering, sondern auch die Aussicht, durch Weiterbeschäftigung oder spätere Geschäfte mit dem Unternehmen den Schaden begrenzen zu können: Eine Sanierung des Schuldners erweist sich als ausgeschlossen oder schwer durchführbar, wenn das nationale Recht dem Sicherungsnehmer keine wesentlichen Einschränkungen zumutet und daher die Insolvenzmasse derart ausgehöhlt wird, dass kein lebensfähiges Gebilde mehr verbleibt, das fortgeführt werden könnte.

Die Frage, ob und wenn ja in welchem Ausmaß dinglich gesicherte Gläubiger bevorzugt werden sollen, wird in allen Rechtsordnungen, die Sicherungsrechte und Gesamtvollstreckung kennen, immer wieder neu gestellt<sup>2</sup>. Es kann daher kaum verwundern, dass zumindest dort, wo man die Finanzierung über gedeckte Wertpapiere in großem Stil betreibt und die Inhaber solcher Papiere noch besser stehen sollen als dinglich gesicherte Gläubiger, diese Besserstellung nicht unangefochten blieb<sup>3</sup>. Die Finanzierung über gedeckte Wertpapiere muss sich also die Frage gefallen lassen, ob ihre positiven Effekte eine mögliche Benachteiligung ungesicherter Gläubiger des Unternehmens rechtfertigen.

---

<sup>2</sup> Vgl. zunächst *Baur/Stürner*, Insolvenzrecht, Rn. 3.2 (Pfandgläubiger im klassischen römischen Recht), 3.7 (Zurückhaltung gegenüber Vorrechten für Pfandgläubiger in oberitalienischen Statutarrechten), 3.10 (Privilegierung bei schriftlichem Pfand in deutschen Stadtrechten), 3.11 (Privilegierung der Pfandgläubiger in frühen Landesrechten), 3.15 (Pfandrechte im Prioritätsverfahren des gemeinen deutschen Konkurses), 3.19. 3.21 (Ausgliederung dinglich gesicherter Gläubiger im französischen Konkurs und der preußischen und deutschen KO), 4.7 f., 4.16, 4.20, 4.29 f., 4.38, 4.48 (zur Reformdebatte vor Verabschiedung der InsO); zur Insolvenzrechtsreform *Stürner*, in: MüKo-InsO Einleitung Rn. 34 ff.; *Ganter*, in: MüKo-InsO vor §§ 49–52 Rn. 6 ff. Für Frankreich *Ripert/Roblot*, *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, n<sup>os</sup> 2800, 2803, 2808, 2811, 2825, 3237, 3256–3263. Für die U.S.A. *LoPucki*, 80 Va. L. Rev. 1887 (1994); *Lupica*, 76 Tex. L. Rev. 595, 618–621 (1998); s.a. *Bebchuk/Fried*, 105 Yale L.J. 857 (1996), die eine „partial priority rule“ anstelle der „full priority rule“ vorschlagen.

<sup>3</sup> *Frost*, 72 Tul. L. Rev. 101 (1997); *Carlson*, 39 Wm. & Mary L. Rev. 1055 (1998); *Lupica*, 76 Tex. L. Rev. 595 (1998); *ders.*, 9 Am. Bankr. I. L. Rev. 287 (2001); *ders.*, 7 Fordham J. Corp. & Fin. L. 321 (2002); *Janger*, 7 Fordham J. Corp. & Fin. L. 301 (2002); s.a. die Kontroverse um die These von *LoPucki*, der unter Anderem in der Schaffung gedeckter Wertpapiere nach U.S.-amerikanischem Modell (asset securitization) einen Mechanismus sieht, bestimmte Vermögenswerte gerichtlichem Zugriff insbesondere in Haftungsfällen zu entziehen („judgment proofing“): *LoPucki*, 106 Yale L.J. 1, 23–31 (1996); dagegen *White*, 107 Yale L.J. 1363 (1998); Rejoinder *LoPucki*, 107 Yale L.J. 1413 (1998); weiter *LoPucki*, 51 Stan. L. Rev. 147, 159 (1998); dagegen *Schwarcz*, 52 Stan. L. Rev. 1 (1999); Reply *LoPucki*, 52 Stan. L. Rev. 55 (1999); dagegen *Mooney*, 52 Stan. L. Rev. 73 (1999) und Rejoinder *Schwarcz*, 52 Stan. L. Rev. 77 (1999).

## II. Gedeckte Wertpapiere als Anlageform

Wer gedeckte Wertpapiere aus der Sicht des Anlegers untersucht, stellt sie regelmäßig ungesicherten Obligationen des Unternehmens gegenüber, aus dessen Geschäftsbetrieb die Deckungswerte stammen, und kommt dann zu dem Schluss, es handle sich um eine besonders vorteilhafte Anlageform: Der Anleger trage letztlich nur das Risiko der Deckungswerte. Er sei hingegen nicht den Risiken aus dem Geschäftsbetrieb des Unternehmens ausgesetzt. Da er die Deckungswerte kenne, stellten gedeckte Wertpapiere eine äußerst transparente Anlage dar.

Ob dies für den einzelnen Anleger tatsächlich zutrifft und was es für ihn bedeutet, die Risiken der Deckungswerte zu tragen, bedarf näherer Erörterung und ist Gegenstand dieser Arbeit. Selbst wenn man aber an dieser Stelle die genannten Vorteile für den einzelnen Anleger unterstellt, ist damit noch nicht gesagt, dass auch unter Gemeinwohlaspekten die Anlage in gedeckten Wertpapieren ohne Rücksicht auf die konkrete Ausgestaltung unbedenklich sein muss. Immerhin geht mit der völligen Konzentration auf die Deckungswerte auch einiges verloren: Wäre Schuldner ein vollwertiges Unternehmen, trüge der Gläubiger zwar die Risiken aus dessen Geschäftsbetrieb; die Haftung des gesamten Unternehmensvermögens hätte aber auch eine breitere Risikostreuung zur Folge. Leitungspersonlichkeiten wie Mitarbeiter eines vollwertigen Unternehmens haben ein persönliches Interesse an dessen Gedeihen; haften nur Werte, die „von außen“ verwaltet werden, fehlt diese unmittelbare Beziehung. Zudem ist in einem solchen Fall oft keineswegs klar, welcher der Beteiligten welche Interessen verfolgt. Dies gilt umso mehr dann, wenn es sich um mehrstufige Transaktionen handelt, also Gestaltungen, bei denen gedeckte Wertpapiere selbst als Deckungswert verwendet werden. Zieht man zum Vergleich die klassische Einlage bei einer Bank heran, die das erhaltene Kapital ihrerseits als eigenes wieder anlegt, geht mit der Anlage in gedeckten Wertpapieren ein „doppelter“ Verlust an Risikostreuung und ein Verzicht auf die Nutzung von Expertenwissen einher: zur Konzentration auf die Risiken der Deckungswerte kommt die Ausschaltung der Bank als Schuldnerin hinzu; die Kenntnisse der Anlagespezialisten innerhalb der Bank werden nicht genutzt. Gewiss relativiert sich diese Problematik, wenn anstelle einer Bank andere institutionelle Anleger zwischengeschaltet sind. Allerdings verwalten diese immer öfter nicht eigene, sondern fremde Gelder, sodass dem Letztanleger, der sein Geld einem solchen Intermediär anvertraut, zwar dessen Sachkenntnis zugute kommt, nicht aber eine unmittelbare Haftung des Intermediärs aus dem Wertpapier mit ihrer disziplinierenden Wirkung auf die handelnden Personen. Abgesehen davon zielen gedeckte Wertpapiere keineswegs nur auf den Kreis der institutionellen Anleger, sondern suchen auch den Privatanleger zu erreichen.

Die zunehmende Ausschaltung der Intermediäre, insbesondere der U.S.-amerikanischen Commercial Banks, wird seit längerem unter dem Begriff der Disintermediation beschrieben und diskutiert<sup>4</sup>. Sie ist zunächst einmal kein Spezifikum gedeckter Wertpapiere. Als Folge der Disintermediation gehen dem Markt Leistungen der Intermediäre verloren. Welche Leistungen dies sind, ist allerdings nicht völlig eindeutig, gibt es doch für die Bankenintermediation die verschiedensten Erklärungsansätze. Neuere Vorschläge betonen die Verminderung von Transaktionskosten<sup>5</sup> und die Reduzierung der Folgen von Informationsasymmetrien<sup>6</sup>. Die Direktanlage unter Ausschaltung der Intermediäre wird danach höhere Transaktionskosten und größere Anlegerrisiken wegen schlechterer Information zur Folge haben. Eine Investition in gedeckte Wertpapiere ist nun zwar nicht gleichbedeutend mit voller Ausschaltung der Intermediäre, vielmehr bleiben Intermediäre in vielerlei Hinsicht an dem gesamten Prozess beteiligt. Es erfolgt aber eine Konzentration auf die Deckungswerte unter Ausschaltung des sich finanzierenden Unternehmens. Unter dem Aspekt von Transaktionskosten und Information lässt sich daher durchaus eine Parallele zwischen der Ausschaltung der Intermediäre und der für gedeckte Wertpapiere charakteristischen Konzentration auf die Deckungswerte ziehen<sup>7</sup>.

Gerade die Frage der Beschaffung und Nutzung von Information sowie insbesondere der damit verbundenen Rückwirkungen auf das Verhalten des sich finanzierenden Unternehmens könnte für die Beurteilung gedeckter Wertpapiere unter Gemeinwohlerwägungen von Bedeutung sein<sup>8</sup>. Denn über allgemeine Gedanken zu Informationsdefiziten infolge der Disinter-

---

<sup>4</sup> Vgl. nur *Klee/Butler*, 35 UCC L.J. 23, 23–24 (2002); *Ohl*, Asset-Backed Securities, S. 2 ff.; *Paul*, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 52 ff. m.Nw. Mittlerweile wird der Begriff nicht nur im Finanzsektor gebraucht, sondern dient auch zur Beschreibung des Ausschaltens von „Mittelsmännern“ im Vertrieb, der mit zunehmender Verbreitung des Internet erwartet wurde.

<sup>5</sup> Grundlegend *Benston/Smith*, 31 The Journal of Finance 215 (1976); deutschsprachig z.B. die Darstellung bei *Paul*, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 17–25; mit eigenem Ansatz für ABS-Finanzierungen *Bartelt*, Asset-Backed Securities, S. 38 ff.

<sup>6</sup> Vgl. m.Nw. *Seward*, 45 The Journal of Finance 351, 353 (1990); *Paul*, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 25 ff.; *Hies*, Die Refinanzierung deutscher Hypothekenbanken, S. 66 ff.

<sup>7</sup> *Hies*, Die Refinanzierung deutscher Hypothekenbanken, S. 82 f., ordnet die verschiedenen Anlageformen nach dem Ausmaß des Risikotransfers auf einem Kontinuum an, das von der kurzfristigen Bankeinlage als relativ risikolose Anlageform über den Pfandbrief einer Bank zu asset-backed securities und schließlich zur nachrangigen Industrieinhaberschuldverschreibung reicht, der nur noch Instrumente mit Eigenkapitalcharakter als risikoträchtigeste Anlageform folgen.

<sup>8</sup> S.a. die Andeutung bei *Seward*, 45 The Journal of Finance 351, 371 (1990).

mediation<sup>9</sup> hinaus führen gedeckte Wertpapiere wohl zu einem Abbau marktmäßiger Kontrolle: Reduziert sich das Interesse des Anlegers auf die Deckungswerte und sind diese zu Beginn der Transaktion bereits vollständig vorhanden, besteht für den Anleger keine Notwendigkeit mehr, das weitere Verhalten des sich finanzierenden Unternehmens zu überwachen<sup>10</sup>. Bei Deckungswerten, die das Unternehmen erst noch generieren oder erwerben muss, bleibt eine Überwachung zwar geboten. Der Anleger kann indessen einzig durch den Verkauf des Wertpapiers reagieren. Normalerweise erfährt der Unternehmer hiervon nichts; anders als eine kreditgewährende Bank kann der Anleger seine Missbilligung von Unternehmensentscheidungen nicht im Rahmen von Nachverhandlungen oder durch eine unmittelbare Sanktion, wie beispielsweise das Einfordern einer Vertragsstrafe oder gar das Abziehen des Kapitals, zum Ausdruck bringen. Auch wenn sich kaum ein Unternehmen vollständig über die Emission gedeckter Wertpapiere wird finanzieren können, eine Überwachung durch Fremdkapitalgeber also noch immer verbleiben wird<sup>11</sup>, dürften sich doch Intensität und Effektivität der Kontrolle reduzieren, womit auch die Anreize zu einem solchen Verhalten abnehmen, das mutmaßlich die Billigung des Marktes finden wird. Aus diesen Gründen könnte die verstärkte Anlage in gedeckten Wertpapieren zu einem Verlust an Transparenz und zu einer

---

<sup>9</sup> Der schlecht informierte Anleger fördert durch den Kauf von Schuldverschreibungen, deren Risiko er erkennt und für die er daher zu viel bezahlt, die Fortexistenz zweifelhafter Unternehmen, die in einer von besser informierten Intermediären dominierten Welt mangels neuen Kapitals vom Markt verschwinden würden, bevor ein zu großer Anteil am gesamten Anlagekapital mit diesem Risiko behaftet wäre. – Ob die Verfügbarkeit externen Ratings, gleiche Qualität einmal vorausgesetzt (was durchaus nicht selbstverständlich ist, da eine Bank bei längeren Kreditbeziehungen wohl tiefere Einblicke erhält [vgl. *Paul*, *Bankenintermediation und Verbriefung*, S. 39 ff. m.Nw.], die eine Rating-Agentur nicht ohne weiteres erlangen kann), die Gefahr mangelhafter Überwachung bannt, darf bezweifelt werden, da der vergleichsweise kleine Beträge investierende Direktanleger in der Praxis diese Informationen eher nicht ebenso gründlich und umfassend berücksichtigen würde, wie dies bei einem Intermediär der Fall sein dürfte, der in großem Umfang eigene Gelder anlegt; weder Versammlungen der Anteilseigner noch Vermögensübernahmen bewirken in der Praxis ausreichende Kontrolle, vgl. *Stiglitz*, 17 *Journal of Money, Credit, and Banking* 133, 136-140 (1985), der allerdings auch Defizite der Kontrolle durch Kreditgeber herausstellt (S. 143, 146). Das Vermögen des Intermediärs muss allerdings seinerseits ausreichend diversifiziert sein, damit dem Anleger nicht insoweit ein hoher Überwachungsaufwand entsteht. Vgl. hierzu *Diamond*, *Review of Economic Studies* (1984) LI, 393 et seq.; *Seward*, 45 *The Journal of Finance* 351, 366 et seq. (1990).

<sup>10</sup> *Lupica*, 76 *Tex. L. Rev.* 595, 624, 628 (1998); vgl. für Anleihen allgemein *Vogel*, *Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem SchVG*, S. 43; für die Reduzierung der Kontrolle durch Banken im Falle eines gesicherten Kredits schon *Stiglitz*, 17 *Journal of Money, Credit, and Banking* 133, 143 Fn. 37 (1985).

<sup>11</sup> Vgl. *Seward*, 45 *The Journal of Finance* 351, 367 et seq. (1990).

Instabilität nicht nur der Kapitalmärkte, sondern auch der beteiligten Unternehmen und damit gesamter Wirtschaftszweige führen.

Ob die soeben angesprochenen Bedenken stichhaltig sind, wird sich selbst bei wissenschaftlicher Untersuchung der Wirklichkeit kaum mit letzter Sicherheit feststellen lassen. Die vorliegende Arbeit hat sich denn auch nicht zum Ziel gesetzt, denkbare Auswirkungen gedeckter Wertpapiere auf ungesicherte Gläubiger oder auf die Effizienz marktwirtschaftlicher Kontrollmechanismen näher zu untersuchen. Vielmehr nimmt sie sich mit der Frage nach der Sicherheit gedeckter Wertpapiere einer juristisch besser fassbaren Problematik an, nicht ohne jedoch am Schluss zu allgemeineren Erwägungen zurückzukehren.

### C. Vorgehensweise und Gang der Darstellung

Gedekte Wertpapiere werden als besonders sicher angesehen, da den Anlegern für die Rückzahlung des Kapitals und die versprochene Rendite eine Gesamtheit von Vermögensgegenständen bevorzugt haftet, die ausreichen soll, um sämtliche erforderlichen Zahlungsströme zu generieren. Die Sicherheit dieser „Deckung“ steht im Zentrum der nachfolgenden Ausführungen. Damit soll keineswegs in Abrede gestellt werden, dass sich die untersuchten Papiere nicht nur in Mechanismus und Inhalt der Deckung, sondern auch in zahlreichen anderen Merkmalen unterscheiden können; als ein wichtiger Punkt sei die Frage genannt, ob die Anleger allein auf Befriedigung aus den Deckungswerten hoffen dürfen oder ob ihnen statt einer bloßen „Hülse“ für die Deckungswerte ein echtes Wirtschaftssubjekt verpflichtet ist, sodass es nur in dessen Insolvenz tatsächlich auf die Deckung ankommt. Ungeachtet aller dieser Unterschiede bleibt indessen charakteristisches und damit verbindendes Element aller gedeckten Wertpapiere, dass stets eine ausreichende Deckung zur Verfügung stehen muss.

Wertpapiere, die Forderungen verbrieften und dadurch besonders sicher sind, dass ihr Inhaber auf gerade die Gegenstände zugreifen kann, deren Erwerb der Emittent durch die Ausgabe dieser Wertpapiere refinanziert, sind erstmals in Kontinentaleuropa aufgetreten. Ursprünglich waren es einzig grundpfandrechtlich gesicherte Darlehensforderungen, deren Refinanzierung durch den Verkauf von Wertpapieren seitens des Darlehensgebers erfolgte. In der ältesten Form beruhte die Sicherheit darauf, dass der Wertpapierinhaber selbst ein Pfandrecht am Grundstück des Darlehensnehmers erlangte; aus jener Zeit stammt die Bezeichnung solcher Wertpapiere als „Pfandbrief“. Diese unmittelbare Verbindung von Obligation und dinglicher Sicherheit wurde zwar später gelöst. Der Kreis der Forderungen, zu deren Refinanzierung die Emission von Pfandbriefen möglich ist, dehn-

## Sachregister

- Abschlussprovisionen, 55  
Abtretungsverbote, 71, 252, 254 f.  
account receivables, 48  
Accretion-Direct Bond, 61 f.  
Accrual Bond, 61 f.  
accrual phase, 61  
accumulation, controlled, 69, 445  
administration, 128  
Administration of Veterans Affairs,  
  *siehe* VA  
administrative receiver, 128, 423  
Aktivgeschäft, 20, 25, 79, 85, 87, 92,  
  101, 113, 141  
Amortisation, vorzeitige, 113  
– *siehe auch* amortization  
amortization  
–, controlled, 69, 445  
–, early, 69, 443 ff.  
– *siehe auch* Amortisation, vorzeitige  
Anfechtung, 189 f., 230, 289 ff.,  
  304 ff., 328, 392, 484  
– *siehe auch* Insolvenzanfechtung  
ancillary proceeding, 302, 312, 316  
Anstaltslast, 79, 81, 512, 515 f.  
Arrest, 177, 198 ff., 234, 242, 298, 335,  
  506  
assignment  
–, equitable, 126 f., 267 f., 272  
–, legal, 253, 267 f.  
–, statutory, 126  
auto loans, 397, 402, 412, 424  
Aufrechnung, 137, 145, 151, 191 ff.,  
  202 ff., 234, 242, 244, 257, 259,  
  294 ff., 307 ff., 327, 329, 336 ff.,  
  349, 370, 373, 392 f., 402, 484, 506  
– *siehe auch* set-off, Verrechnung  
Aufrechnungsverbot, 33, 80, 145, 149,  
  156, 190, 193, 195, 197, 234, 239,  
  293, 309, 337, 369, 372 f.  
Aufschlag, 60, 62  
– *siehe auch* premium  
Auslandsgeschäft, 28, 79 f., 92 f., 110,  
  118, 236, 453, 455, 463, 466, 468,  
  500, 506, 519  
Auslandsvollmacht, 313  
Bank für Internationalen  
  Zahlungsausgleich, 54  
Bankgeheimnis, 84  
Bankruptcy Code, 124, 154, 178, 190,  
  213 f., 220, 224, 226 ff., 249, 270,  
  289 f., 302 f., 306, 312 f., 316 f.,  
  323, 328, 400, 415 f., 422  
Bankruptcy Reform Act of 2001, 228,  
  289  
bankruptcy remoteness, 51, 212 ff., 247  
bankruptcy trustee, 268, 313  
Basel I, 53  
Basel II, 54, 74, 395  
Beleihungsgrenze, 25, 80, 90, 92 ff.,  
  98, 101, 106, 110, 411, 501, 514 f.  
Beleihungswert, 89, 118, 411, 424,  
  493, 514 f.  
Belgien, 26, 173, 191, 260 f., 305  
beneficiary, 43, 49, 58, 64, 122, 154 f.,  
  159, 166, 174, 178, 194, 201, 210,  
  363, 365, 367, 370, 378  
Bilanz, 5, 50, 56, 86, 99, 124, 133, 157  
Bilanzrecht, 81, 431  
Bilanzsumme, 52  
bonos hipotecarios, 106 ff., 436  
bordereau, 102, 104, 264 ff., 279, 352,  
  502  
Bretton Woods, 446  
Bruchteilsgemeinschaft, 152 f., 207,  
  340, 346, 353, 374 ff.  
business entity, 64  
CARDs, 45, 47 f.  
CARs, 45, 47 f.  
cartolizzazione, 114 ff., 139, 238, 266,  
  502

- cash collateral account, 70, 430, 433, 436  
 cédula hipotecaria, 106 ff., 110, 144, 146, 148, 436  
 cédulas territoriales, 31, 106, 110 f., 146, 148, 436  
 Certificates for Amortizing Revolving Debts, *siehe* CARDS  
 Certificates for Automobile Receivables, *siehe* CARs  
 chose of action  
 –, equitable, 268  
 –, legal, 126, 267 f.  
 Class C Notes, 70, 436  
 collateral debt obligation, 59  
 collateral invested amount, 70, 435 ff.  
 collateral mortgage obligation, 59 ff.  
 – *siehe auch* sequential pay CMO  
 copropriété, 104 f., 159 ff., 169, 172, 193, 201, 237, 239, 339, 341 ff., 502  
 corporation, 61, 67, 126, 137, 184 f.  
 commercial paper, 46  
 companion bond, 62 f., 438  
 – *siehe auch* support bond  
 confusion de patrimoine, 216  
 contractual type, *siehe* Vertragstyp  
 controlled accumulation, 69, 444  
 controlled amortization, 444  
 conventional mortgages, 42, 44, 122  
 credit enhancement, 69  
 credit default swap, 72 f.  
 Crédit foncier de France, 13, 19 ff., 30, 34, 100, 102, 106, 140  
 credit linked notes, 72 ff., 162, 210, 211, 219, 402 ff., 441 f.  
  
 Dänemark, 88 ff., 301, 497  
 Darlehensgeberinstitut, 16 ff., 31, 89, 100, 146, 517  
 Darlehensnehmerinstitut, 16 ff., 31, 89 f., 100, 146, 517, 520  
 Datenschutzregelungen, 84  
 debt instrument, 60, 66 f.  
 Deckungsprinzip, 24  
 Deckungsregister, 79, 186, 371, 514 f.  
 Derivat, *siehe* Derivatgeschäft  
 Derivatgeschäft, 71 ff., 79, 118, 160, 195, 205, 238, 345, 373, 384, 420, 432 f., 441 f., 468 f., 496, 500 f., 516 f.  
  
 Derivatforderung, 203  
 Derivatpartner, 73 f., 195, 197, 420, 469  
 Deutschland, 13 ff., 78 ff., 146 f., 152, 165 ff., 171, 175 ff., 186, 200, 206, 222 f., 225 f., 229 f., 243 ff., 249, 274 f., 280, 283 ff., 300, 303 f., 308, 310, 316 ff., 322, 326, 334, 337, 340 f., 345 f., 351, 355 ff., 363 f., 371 ff., 375 f., 390 ff., 399, 413 ff., 427, 443, 448, 461 f., 471, 495, 501, 512 ff.  
 Devisenkontrolle, 462 ff.  
 direct type, *siehe* Gesellschaftstyp  
 discount, 60  
 Disintermediation, 8 f.  
 Durchgriff, 55  
  
 economies of scale, 47, 56, 142  
 EDV, 48, 75, 398, 481  
 Effektenverkehr, stückeloser, 170 f.  
 Eigenmittel, 53 ff., 71 ff., 103, 124, 157, 384, 429, 431, 444  
 Eigenmittelanforderungen, 50, 55, 74, 81, 99, 157, 432, 435, 437, 516  
 Eigenmittelentlastung/-erleichterung, 53 ff., 73, 404  
 Emissionsvehikel, 65, 110, 114, 138, 191, 197, 204, 214, 247, 422, 493, 506 f., 513  
 – *siehe auch* Finanzierungsvehikel, SPV, Zweckgesellschaft  
 Emissionsvolumina, 34, 83  
 England, 77, 125 ff., 154, 165 f., 173 ff., 179, 184 f., 210, 223, 249, 267 ff., 298, 300 f., 303, 313, 334, 336, 368, 371, 421, 423  
 Enterprise Act 2002, 129  
 Ergänzungskonkurs, schweizerischer, 302, 310 ff., 318  
 EuroCreditMTS, 35  
 Europäisches Währungssystem, 448  
 Eurozone, 447 f.  
 excess spread, 69, 428 f., 444  
 Exequatur, 310 ff., 372  
 extension risk, 59 f., 62 f.  
  
 Fannie Mae, *siehe* FNMA  
 Farmer's Home Administration, *siehe* FmHA

- FASIT, 68  
 FCC, 104 f., 111, 159 ff., 167, 188,  
 193 f., 200, 207, 231, 234, 266, 279,  
 339 ff., 437 f., 485, 493  
 Federal Home Loan Mortgage  
 Corporation, *siehe* FHLMC  
 Federal Housing Administration, *siehe*  
 FHA  
 Federal National Mortgage  
 Association, *siehe* FNMA  
 FHA, 41, 43  
 FHLMC, 42 ff., 59 f., 122 f.  
 fictivité, 216  
 Financial Asset Securitization  
 Investment Trust, *siehe* FASIT  
 Finanzierungsvehikel, 66  
 – *siehe auch* Emissionsvehikel, SPV,  
 Zweckgesellschaft  
 Finanzinnovationen, 31, 71  
 Finanzmarktförderungsgesetz  
 –, Drittes, 33, 97, 158, 165, 192  
 –, Viertes, 195  
 Finanzsicherheiten, 223  
 Finnland, 26, 34, 96 ff.  
 fixed charge, 127  
 floating charge, 127 ff., 423  
 FmHA, 41, 43  
 FNMA, 41 ff., 59 f., 66, 121 f.  
 fonds commun de créances, *siehe* FCC  
 fonds de titrisation, 160 f., 245, 339 ff.  
 fondo de titulización de activos, 112 f.,  
 141, 238, 353, 435, 485  
 fondo de titulización hipotecaria,  
 111 f., 141, 485  
 Frankreich, 14 ff., 34, 100 ff., 139,  
 146 ff., 150, 159 ff., 165, 167, 170,  
 172, 177, 187 ff., 193 f., 200 f.,  
 205 ff., 216 ff., 221, 231, 233, 238,  
 249 f., 253, 259 ff., 278 f., 280 f.,  
 300, 307, 309 f., 322, 331 f., 336 f.,  
 339, 341 ff., 371, 406, 415 ff.,  
 436 ff., 471, 483, 485, 489, 494 f.,  
 501, 508 f., 513  
 Freddie Mac, *siehe* FHLMC  
 Fremdwährungsschuld, 468 f.  
 future flow securitization, 474 ff.  
 Garantiefonds, 176, 179 ff.  
 Generalgarantie, 17, 21 f., 146  
 Generalprivileg, 144, 146, 148, 177 f.,  
 187  
 Gemeinwohlaspekte/-erwägungen, 7 f.,  
 509 ff.  
 Gesamthand, 152 f., 243, 341, 346,  
 351, 353, 355, 374 f.  
 Geschäftskreis, 18, 30 ff., 79, 81, 92,  
 102, 104, 112, 118, 125, 136, 139,  
 141, 143 f., 151, 191 f., 198 f., 215,  
 231, 241, 329, 469, 482 ff., 486 f.,  
 507, 509, 512 f., 517 f.  
 Gesellschaftstyp, 164 ff.  
 Gewährträgerhaftung, 79, 81, 512, 516  
 Gewerbesteuer, 82 f.  
 Ginnie Mac, *siehe* GNMA  
 Globalisierung der Finanzmärkte, 26  
 Globalurkunde, 169, 171 f.  
 Government National Mortgage  
 Association, *siehe* GNMA  
 Government Sponsored Entities, *siehe*  
 GSEs  
 GNMA, 38 ff., 120 ff., 156, 502  
 grantor trust, 58, 64 ff., 82  
 Grundkredit, 12, 40, 47, 100, 118, 197,  
 500, 507  
 – *siehe auch* Hypothekarkredit,  
 Realkredit  
 Grundsatz I, 54, 222, 516  
 GSEs, 42 ff., 77, 119 ff., 488, 502  
 guaranteed investment contract, 430  
 Hauptgeschäft, 79, 92, 96, 510  
 hedging, 59, 66, 68, 100  
 Home Equity Loans, 47 f.  
 Homogenität, 197, 422, 426 f., 429,  
 518  
 Hypothekarkredit/Hypothekenkredit,  
 19, 30, 39, 78 ff., 436, 516  
 – *siehe auch* Grundkredit, Realkredit  
 Hypothekenbank, 19, 22 ff., 43 f.,  
 78 ff., 84 f., 88, 90, 92 ff., 96, 100,  
 102, 106, 125, 136, 158, 195, 203,  
 206, 211, 219, 230, 237, 294, 324,  
 339, 371, 374, 385, 393, 427, 430,  
 435, 437 ff., 442 f., 448 f., 452 f.,  
 455, 469, 481 ff., 493 ff., 507 ff.,  
 512 ff.  
 Hypothekendarlehen, 20 ff., 31, 37,  
 39 ff., 48, 60, 80, 92, 94, 96, 102,

- 111, 113, 144, 146, 192, 195 f., 203, 427, 442
- Hypothekenpfandbrief, 12 ff., 80, 84, 88, 96, 113, 427, 443, 448 f., 514 f., 517
- indenture type, *siehe* Vertragstyp
- Informationsasymmetrien, 8
- Insolvenzanfechtung, 220 f., 290 ff., 303 ff., 317, 395
- Investmentrecht, 88, 111, 115, 152, 159, 161 ff., 172, 174, 181, 207, 341, 345, 377, 441
- Investmentrichtlinie, *siehe* OGAW-Richtlinie
- interchange income, 397, 428, 437
- Internationalisierung der Kapitalmärkte, 26 ff.
- Irland, 26, 31 f., 98 f., 117 ff., 183, 195, 202, 208, 301, 373, 411 f., 421, 427, 469, 495, 497, 500
- Isolierung, 136, 151 ff., 159 ff., 164, 170 ff., 175, 181, 188, 193 ff., 197, 201 f., 203, 206 ff., 231, 233 ff., 237 ff., 297, 326, 339 ff., 401, 485 f., 493, 504, 506 f., 509
- Italien, 75, 113 ff., 139, 151 ff., 165, 167, 170, 172, 189, 191 f., 207, 214, 220 f., 238, 250, 252, 260 ff., 278, 300, 307, 334, 336 f., 345, 347, 357, 362, 365 f., 417, 441, 448, 453, 463, 485, 502, 518
- IWF-Übereinkommen, 465
- Japan, 79, 296 f., 301, 312, 402, 453
- Jumbo-Pfandbrief, 34 f.
- Kanada, 215 ff., 246 f.
- Klasse, 61 ff., 123, 138, 146, 165, 404, 434, 436, 438 ff., 473, 482
- *siehe auch* Wertpapierklasse
- KommunalDarlehen, 78, 80
- Kommunalkredit, 30 f., 91, 96 f., 99, 110, 519
- *siehe auch* Staatskredit
- Kommunalobligation/Kommunalschuldverschreibung, 80, 84, 91, 96, 427, 449, 514 f.
- Konkursvorrecht, 33, 85, 97, 143, 145 ff., 156, 186, 192, 197, 199, 205 f., 230, 239, 322 f., 326
- Kreditanstalt
- für Wiederaufbau, 82 ff.
- , öffentlich-rechtliche, 78 f., 81, 84, 512, 514 ff.
- Kreditderivat, 71 ff.
- Kreditkartenforderungen, 45, 68 ff., 220, 397, 402 f., 405, 424, 427 f., 443, 476, 484
- Kreditverein, 16, 18, 22, 31, 89, 91, 96, 99
- Kurssicherungsgeschäfte, 468 f.
- Landschaft, 13 ff., 30 f., 98, 517
- , Schlesische, 13 ff.
- , neuere, 17, 146
- *siehe auch* Rustikallandschaften
- Legalhypothek, 17
- limited liability company, 70, 138, 435
- liquidation judiciaire, 102, 200, 219, 232, 406
- Liquiditätsgewinn, 50 f.
- liquidity facility, 431 f.
- Loi Dailly, 104, 264 ff., 278, 342
- Luxemburg, 26, 31 f., 34, 91 ff., 110, 117, 158 ff., 183, 202, 209, 245, 254, 300, 326, 339 ff., 371, 373, 427, 430, 436, 469, 494 f., 497 ff., 501
- Management, aktives, 58, 68 ff.
- Marché hypothécaire, 102 f., 150 f.
- Master-Trust, 70, 127, 179, 427, 436, 440, 445, 476
- Miteigentumslösung, 152, 159 ff., 164, 166 ff., 171 f., 175, 188, 194, 206 ff., 233 f., 339 ff., 374 f., 377, 380, 401, 493
- Mobilisierungswechsel, 102 f., 150
- monitoring costs, 52
- mortgage-backed bonds, 38, 45
- mortgage-backed securities, 38 ff., 88, 97, 120 ff., 427, 502
- mortgage participation certificates, 38
- municipal bonds, 120
- Niederlande, 94 ff., 143, 260, 279 f., 302, 310, 321, 323, 328, 366

- Normativbestimmungen, 22, 25
- OGAW-Richtlinie, 28 f., 164, 497
- obligation foncière, 20 ff., 34, 101 f., 139, 148, 201, 204, 406, 501, 509
- operating asset securitization, *siehe* whole business securitization
- opposabilité aux tiers, 75, 102, 256, 259 ff., 352, 502
- origination market, *siehe* primary mortgage market
- originator, 48, 50 ff., 55, 63, 65, 68, 73, 84, 86, 112, 116, 124, 126, 137, 143, 151, 203 f., 208, 211 ff., 215 f., 218 ff., 242, 250, 254, 257, 261, 273, 278, 281, 288, 366, 405 ff., 429 ff., 453, 455, 457 ff., 474, 477, 482 ff., 505
- Österreich, 13, 24, 84 ff., 144, 147, 150, 152 f., 164, 168, 171 f., 175 f., 191, 193, 198, 200, 205, 214, 222 f., 252, 256 ff., 272, 293 f., 297, 304, 307, 360, 430, 463
- overcollateralization, 64 f., 425, 434 f., 438
- *siehe auch* Übersicherung
- owner trust, 61, 66, 70, 437
- PAC Bond, 62 f.
- participaciones hipotecarias, 106 f., 109 ff., 146, 436, 502
- participation certificates, 58
- *siehe auch* pass-through securities
- Partikularinsolvenzverfahren, 247 ff., 291, 294, 296, 310
- partnership, 66 f., 138, 246, 436, 472
- Passivgeschäft, 3, 20, 25, 79, 87, 102, 113, 141
- pass-through securities, 44 f., 57 ff., 121 f., 383, 402, 440
- pay-through securities, 45, 61 ff., 383, 434
- Pfandbriefbank, 513, 517
- Pfandbrieffrage, 24 f., 86
- Pfandbriefzentrale, 86 ff., 150, 192
- Pfändungspfandrech, 200
- piercing the corporate veil, 215 f.
- planned amortization classes, *siehe* PAC Bond
- policy of clean break, 55
- Portfoliotheorie, 427 f.
- prepayment, 59 ff., 68, 401 f., 439
- prepayment charge, 59
- prepayment risk, 59 f., 64, 122 f.
- primary mortgage market, 40
- Privileg, 23, 102, 106 ff., 147 f., 177, 186 f., 192, 200, 205, 230, 286, 319 f., 327, 329, 331, 335, 349, 351, 354, 371
- *siehe auch* privilège, Generalprivileg, Spezialprivileg
- privilège, 146 ff., 187, 200, 205, 326, 332
- *siehe auch* Privileg
- Privilegierung, 6, 136, 145 ff., 153 ff., 162, 164, 170 f., 174 ff., 181, 186 ff., 191 f., 197, 199 f., 202, 205 ff., 230 ff., 233 ff., 238 f., 293 ff., 339 f., 349, 351 f., 354, 356, 370 f., 383, 486 f., 493 f., 506 f., 509
- Primärmarkt für Hypotheken, 40 ff.
- Provisionseinkünfte, 56
- Publizität, 150, 160, 168, 236, 265, 352, 371, 389, 417 f.
- *siehe auch* Publizitätsprinzip
- Publizitätsanforderungen/-erfordernisse, 88, 104, 149, 169, 277 f., 311, 352, 360
- Publizitätsprinzip, 152
- *siehe auch* Publizität
- Québec, 140 f., 159
- Rating, 9, 27, 44, 51, 70, 83, 93, 127, 134, 384, 396, 431, 433, 436, 463, 473, 477, 488, 496
- Rating-Agentur, 9, 27, 35, 45, 57, 69, 220, 405, 427, 433, 489, 495 f., 498, 506 f.
- Real Estate Mortgage Investment Conduit, *siehe* REMIC
- Realkredit, 30 f., 75, 79, 88, 99, 109 f., 113, 120, 403, 519
- *siehe auch* Grundkredit, Hypothekarkredit
- recharacterization, 223 ff.
- Reconstruction Finance Corporation, *siehe* RFC
- redressement, 102, 200, 219, 232, 406
- Referenzforderung, 72

- Referenzmasse, 73 f., 162, 211, 219, 383, 402, 404 f., 441 f.  
 – *siehe auch* Referenzvermögen  
 Referenzvermögen, 72  
 – *siehe auch* Referenzmasse  
 Refinanzierungsgarantie, 513, 516  
 regular interest, 67  
 Regulation Q, 39, 46  
 REMIC, 67 f., 123  
 reputational risk, 55  
 residential mortgages, 39 ff., 47, 59, 120, 420  
 residual interest, 67, 435  
 revolving period, 69  
 revolving structure, 68  
 – *siehe auch* Struktur, revolvingende  
 RFC, 41  
 Risiko  
 –, politisches, 51, 389, 453 ff., 467, 470 ff., 477  
 –, systematisches, 428  
 –, unsystematisches, 428  
 Risikoaktiva, 54, 72, 74  
 Rückgriffsrechte, 53  
 Rückschlagsperre, 202, 305  
 Rundschreiben des BAKred, 55, 72, 74, 82, 84, 222, 404, 429, 497  
 Rustikallandschaften, 17
- Sachwalter, 80, 158 f., 209  
 Sammelverwahrung, 151 f., 170  
 Sammelbestand, 169, 172  
 Savings and Loans Associations, 39, 43, 121  
 Schiffshypothek, 78  
 Schiffspfandbrief, 78, 514 f., 517  
 Schiffsbank, 78 f., 81, 159, 512, 514, 517  
 Schuldverschreibungengesetz, 25 f.  
 Schweden, 98 f., 143  
 Schweiz, 85 ff., 115, 144, 149 ff., 163 f., 167 ff., 185, 187 ff., 191 f., 198, 200, 207, 214, 220, 252 f., 257 f., 274, 281, 296, 298, 301 f., 304, 307, 310 ff., 328, 337, 345, 347, 357, 359 ff., 367, 399, 413 f., 430, 436, 441, 450 f., 471  
 Sears Regulation, 64 f., 66  
 secondary mortgage market, 40 ff., 122  
 secured loan, 124
- Sekundärmarkt für Hypotheken, 40 ff., 121 f.  
 Sekundärrecht der Europäischen Gemeinschaft, 26, 28, 338  
 seller's interest, 65  
 senior class/securities, 64 ff., 70, 438, 442  
 sequential pay CMO, 61 ff.  
 servicer, 51, 56 f., 69, 116, 121, 139, 142, 197, 204, 208 f., 215, 222, 225, 232 f., 238, 245, 413, 429, 435, 437, 444, 455, 457, 459, 466, 469, 474, 485 ff., 505  
 servicing, 56, 116, 406, 429, 435, 485, 492  
 servicing fee/-Gebühr, 56, 142, 197, 437, 440, 444  
 set-off, 151, 190 ff., 307 f., 336  
 – *siehe auch* Aufrechnung, Verrechnung  
 Sitztheorie, 243 ff., 273, 376  
 Skaleneffekt, *siehe* economies of scale  
 société de crédit foncier, 19, 21, 34, 100 ff., 139 f., 148, 204, 219, 221, 232, 238, 247, 265 f., 279, 436 f., 483, 489, 495, 508 f.  
 Sondervermögen, 34, 80, 85, 91, 93, 112, 115 f., 141, 143 f., 155 ff., 164, 166, 168, 175, 188, 190, 194, 197, 201, 206 ff., 231, 233 ff., 237 ff., 323 f., 326, 339 f., 346, 369 ff., 378 ff., 408, 486, 498, 509, 518 f.  
 sovereign ceiling, 463  
 sovereign debt crisis, 71  
 Spanien, 26, 31, 106 ff., 141, 144, 148, 151, 160 f., 183, 187, 238, 248, 252, 262, 274, 284, 292, 296 f., 300, 303 ff., 307 f., 318, 345, 353, 363, 371 f., 414, 430, 436, 453, 485 f., 491, 494, 502, 518  
 special purpose entity, *siehe* SPV  
 special purpose vehicle, *siehe* SPV  
 Spezialbank/Spezialbankprinzip, 79, 86, 117 f., 486, 492 f., 513, 517 ff.  
 Spezialisierung, 56 f., 91, 97, 103, 136 ff., 145, 148, 151 ff., 162, 164 f., 170, 179, 181, 183 ff., 191, 194 f., 197 ff., 201 ff., 212 ff., 230 ff., 238 f., 241 ff., 322, 338 ff., 347, 349, 351 f., 354, 356, 367 f,

- 401, 419, 421, 450, 469, 482 ff.,  
494, 503 ff., 509
- Spezialität, 150, 160
- *siehe auch* Spezialitätsgrundsatz
- Spezialitätsgrundsatz/-prinzip, 107,  
152, 340 f.
- *siehe auch* Spezialität
- Spezialprinzip, 31, 90, 141, 231
- Spezialprivileg, 108, 144, 146 ff., 159,  
177 f., 187, 319
- sponsor, 40, 48, 50 ff., 55, 64 f., 69,  
124, 137
- spread account, 430, 433
- SPV, 50 ff., 61, 66 ff., 73 f., 82 f., 88,  
93, 95, 97 ff., 101, 114 f., 119 f.,  
124, 126 ff., 138 ff., 142, 162 f.,  
184 f., 195, 203, 210 ff., 235, 238,  
242 ff., 257, 260 f., 265, 273 f.,  
281 f., 288 f., 385, 406, 408, 413,  
421 ff., 429, 433, 435 ff., 442 ff.,  
473, 475 f., 481 ff., 489 f., 507 f.
- Staatskredit, 30, 32, 35, 75, 78 f., 84,  
88, 91 f., 94, 96, 98, 100, 106, 113,  
117 f., 197, 500 f., 507
- statutory type, *siehe* Gesellschaftstyp
- Steuerrecht, 37, 58, 64 ff., 81 ff., 88,  
93, 97, 114, 119, 126, 137 f., 185,  
225, 237, 242, 245 f., 248, 418, 421,  
436, 444
- stripped securities, 65 f.
- Struktur, revolvierende, 152, 183, 198,  
220, 254, 290, 344, 426, 443 ff.,  
454, 466, 484, 505
- *siehe auch* revolving structure
- subordinate class, 64 ff., 70, 438
- Subrogation, 262 f., 272, 279
- substantive consolidation, 215 ff., 232,  
246 f.
- support bond, 62 f., 439 f.
- Swap, 51, 71 ff., 93, 102, 148, 219,  
432, 441, 469, 468, 474
- swap program, 43, 46
- TAC Bond, 62 f.
- targeted amortization classes, *siehe*  
TAC Bond
- Thrift Institutions, 39
- title
- , equitable, 126, 154, 360, 363
- , legal, 126 f., 313, 363, 368
- titrisation, 94, 103 ff., 159 ff., 233, 237,  
266, 339 ff.
- *siehe auch* FCC, fonds de titrisation
- titulización, 111 ff., 141
- *siehe auch* fondo de titulización
- Transaktion, synthetische, 83 f., 88, 94,  
119, 402, 442
- *siehe auch* Verbriefung, synthetische
- Transaktionskosten, 8, 83, 116, 477
- Transparenz, 9, 498 ff., 503 ff., 517
- Treuhand, 363
- Treuhänder, 118, 149, 186 ff., 204,  
426, 493, 516
- Treuhandkonto, 69, 105, 121, 364, 433,  
485
- Treuhandlösung, 159, 164, 166 ff.
- Treuhandvermögen, 140 f., 143, 154,  
190, 194, 201, 208 ff., 244, 360 ff.,  
377 f.
- true sale, 57, 82, 84, 124, 224, 226 ff.,  
288 f., 418, 431, 435
- True Sales Initiative, 82 f.
- trust, 38, 43 f., 49, 51 f., 57 ff., 75, 114,  
120, 122 f., 126 f., 138, 140, 143 f.,  
153 ff., 159, 161 f., 164, 166, 168,  
173 ff., 178, 188, 194, 201, 203 f.,  
206, 208 ff., 219, 227, 231, 233 f.,  
237, 239, 243 f., 325, 333, 339 f.,  
343, 347, 360 ff., 371, 377 ff., 408,  
414, 418, 434, 436 ff., 473, 476,  
481, 486, 493, 499, 504 f.
- *siehe auch* grantor trust, owner trust,  
Master-Trust
- trustee, 43, 49 f., 57 f., 64, 127, 143,  
154 f., 161, 166, 188 f., 194, 203,  
208 ff., 231, 234, 237, 243 f., 270,  
304, 312 f., 360 ff., 378 f., 414
- Übersicherung, 105, 107, 110, 223, 434
- *siehe auch* overcollateralization
- U.C.C.
- Art. 8, 174 ff., 274
- Art. 9, 224 ff., 252, 255, 268 ff., 277,  
281, 289, 415, 417
- ultra-vires-Lehre/Doktrin, 183 ff.
- Umlaufgrenze, 516
- U.S.A., 6, 38 ff., 77 f., 104, 119 ff.,  
137, 154, 159, 165 f., 170, 174 ff.,  
178 f., 184 f., 189 ff., 209, 213 ff.,  
220 f., 223 ff., 229, 233, 246 f., 249,

- 252 f., 268 ff., 277, 281, 288 ff.,  
302 f., 306, 308, 312 f., 316 f., 323,  
328, 334, 361, 367 f., 389, 397,  
400 f., 408 f., 414 ff., 428, 431, 462,  
465, 467, 472 f., 475 f., 484, 499,  
502
- VA, 41, 43
- Verbriefung, synthetische, 71 ff., 83 f.,  
211, 219
- *siehe auch* Transaktion, synthetische
- Verbriefungsplattform, 82
- Vertragstyp, 164, 166 ff.
- Veterans Administration, *siehe* VA
- Vollstreckungsverbot, 33, 80, 93, 145,  
147, 155 f., 203, 239, 293, 297 ff.,  
327, 330, 332, 372 f.
- Vorfälligkeitsentschädigung, 59, 196 f.,  
403 f.
- *siehe auch* prepayment charge
- Vorzugsrecht, 24 f., 33, 107, 110, 113,  
144 ff., 293, 371, 498, 519
- Währungsrisiko, 51, 71, 448 f.
- *siehe auch* Wechselkursrisiko
- Wechselkursrisiko, 446 ff., 467 ff.,  
474, 476
- Weiterleitungsrisiko, 72, 109
- Wertermittlung, 80, 98, 497
- Wertpapierklasse, 58, 61 ff., 123, 141,  
438 ff., 482
- *siehe auch* Klasse, senior class,  
subordinate class, Tranche
- whole business securitization, 98,  
127 ff., 134, 387, 405, 409 f.,  
421 ff., 428, 455
- winding-up, 298, 313
- Z accretion, 62
- Z Bond, 61 ff., 439
- Zinsrisiko, 71, 430, 441
- Zweckgesellschaft, 71, 82 f., 85, 99,  
116, 126 f., 489
- *siehe auch* Emissionsvehikel,  
Finanzierungsvehikel, SPV