

**Asset-Backed Finanzierungen
im deutschen Wirtschaftsrecht**

Theodor Baums

Arbeitspapier 2/92

**Asset-Backed Finanzierungen
im deutschen Wirtschaftsrecht**

Von Prof. Dr. Theodor Baums, Osnabrück*

- A. Einleitung

- B. Zur Entwicklung von ABS-Transaktionen auf dem amerikanischen Kapitalmarkt
 - I. Hypothekendfondspapiere
 - II. "Cars" und "Cards"
 - III. Neuere Entwicklung

- C. Vorteile und Risiken
 - I. Das Anschlußunternehmen
 - 1. Unternehmen als Anschlußkunden
 - 2. Besonderheiten bei Kreditinstituten
 - II. Die Anleger
 - 1. Die Ausgestaltung des Fonds
 - 2. Anlegerschutz

- D. Anforderungen nach deutschem Recht
 - I. Ausländische Fonds und inländische Kreditinstitute
 - 1. Einbeziehung in den Konsolidierungskreis
 - 2. "Rosinenpicken"
 - 3. Faktische Garantieübernahmen?
 - 4. Kreditkundenschutz
 - II. ABS-Fonds nach deutschem Recht
 - 1. Überlegungen zur Rechtsform
 - a) Trust und corporation

b) ABS-Fonds als Publikumspersonengesellschaft?

c) ABS-Fonds als GmbH

2. ABS-Fonds keine Investmentfonds

3. Anforderungen des KWG

4. Anwendbarkeit des Hypothekbankgesetzes?

III. Der Forderungserwerb durch den Fonds

IV. Die Ausgabe von Wertpapieren

A. Einleitung

“Securitization” im allgemeinen Sinne bezeichnet den Trend weg von der klassischen Form der Unternehmensfinanzierung durch Bankkredite hin zu wertpapiermäßigen Finanzierungen. Die mit diesem Prozeß der zunehmenden “Securitization” und “Disintermediation” verbundenen vielfältigen Fragen, seine Bedeutung für sämtliche Beteiligten - die Unternehmen, Investoren und die traditionellen Finanzintermediäre - werden seit langem erörtert’. Zunächst befaßte sich diese Diskussion insbesondere mit der Verdrängung von Buchkrediten durch direkte Wertpapierplazierungen seitens der Unternehmungen. Dieser Verdrängungsprozeß schreitet seit der Abschaffung der Genehmigungspflicht für die Emission von Schuldverschreibungen gemäß § 795 BGB offenbar weiter kräftig fort, wie sich an den jüngsten **DM-commercial paper-Programmen** einer Reihe großer deutscher Unternehmen zeigt. Zweitens - und dies ist das Thema der nachfolgenden Überlegungen - bezeichnet “securitization” aber auch die Umwandlung bereits bestehender Buchkredite (oder anderer Aktiva) in Wertpapiere. Auf eine kurze Formel gebracht, geht es in diesen Fällen darum, daß bestimmte “assets”, gleichartige Aktiva, die einen Zahlungsstrom erzeugen, wie z. B. Kreditforderungen, Schuldscheine oder nicht marktgängige Wertpapiere, Leasingforderungen oder sonstige Forderungsbündel von Industrie- oder Handelsunternehmen, von deren bisherigem Inhaber, dem “Anschlußunternehmen”, an einen rechtlich selbständigen Fonds veräußert werden. Dieser Fonds finanziert den Kaufpreis durch die Ausgabe von Wertpapieren an institutionelle Anleger oder das breite Publikum. Diese Wertpapiere sind damit “asset backed”.

Entwickelt wurde diese Finanzinnovation auf dem amerikanischen Kapitalmarkt*; sie wird seit mehreren Jahren aber auch im europäischen Ausland angewandt³. Deutsche Banken und Unternehmen halten sich dagegen bisher zurück, und beteiligen sich allenfalls an entsprechenden Transaktionen mit Auslandsbezug (Veräußerung von Forderungsbeständen an im Ausland gegründete Fonds; Unterstützung solcher ABS-Transaktionen im oder ins Ausland durch einzelne Banken)⁴. Dies dürfte nicht zuletzt mit der bisher weithin ungeklärten Rechtslage zusammenhängen, und zwar in handelsrechtlicher wie in steuerlicher Hinsicht. Nachdem die ABS-Technik jüngst mehrfach im bankbetrieblichen und betriebswirtschaftlichen deutschen Schrifttum dargestellt und analysiert worden ist⁵, soll im folgenden versucht werden, die damit verknüpften zivil- und handelsrechtlichen Fragen aufzuzeigen und einige dieser Fragen auch etwas eingehender zu erörtern.

Die Darstellung geht zunächst in Kürze auf die Entstehung dieser Finanzinnovation auf dem amerikanischen Kapitalmarkt ein (B.). Weitere Abschnitte weisen auf denkbare Anwendungsfelder, Vorteile und Risiken hin (C.) und fragen dann nach der rechtlichen Zulässigkeit und ausgewählten Aspekten dieses Finanzierungsinstrumentes nach deutschem Recht (D.) Steuerliche Fragen werden nicht behandelt.

B. Zur Entwicklung von ABS-Transaktionen auf dem amerikanischen Kapitalmarkt

1. Hypothekendarlehen

a) Ihren Ursprung hat die beschriebene Entwicklung in den Hypothekendarlehen, die seit Anfang der siebziger Jahre auf Veranlassung der amerikanischen Government National Mortgage Association (GNMA) aufgelegt wurden⁷. Um weitere Finanzierungsquellen für Wohnungsbaukredite zu erschließen und diese Kredite zu verbilligen, wurden die hypothekarisch gesicherten Kreditforderungen in einem Pool zusammengefaßt. Dieser Pool wurde von einer Bank, in der Regel der kreditgebenden Bank, treuhänderisch für die Anleger gehalten. Den Investoren wurden handelbare Anteilscheine ausgestellt, die ihre Beteiligung an dem Fondsvermögen verbrieften. Zinszahlungen und Kapitalrückzahlungen wurden an die Anleger durchgeleitet ("pass-

throughs"). Da die GNMA eine Ausfallgarantie übernahm, konnten die Risikoprämien für die Anleger und damit die Kreditzinsen wesentlich gesenkt werden. - Die zugrundeliegende Technik ist seither durch weitere Regierungsprogramme um mehrere Varianten ausgebaut und verbessert worden⁸.

b) Rein private Hypothekenfondsprogramme wurden insbesondere seit Anfang der achtziger Jahre aufgelegt, zunächst vor allem von den Savings and Loan Associations, deren Geschäft herkömmlich - Bausparkassen vergleichbar - in der Wohnungsbaufinanzierung liegt. Diese S & L gerieten nach der Zinsderegulierung durch die Reagan-Administration in eine Schere zwischen den niedrigen Zinsen auf ihre langfristigen Hypotheken einerseits und den nach oben schnellenden Zinsen auf ihre kurzfristigen Einlagen andererseits⁹. Die Einrichtung von Hypothekenfonds und die Ausgabe von Wertpapieren war einer ihrer Versuche, ihre Liquidität zu verbessern und dem Zinsrisiko zu entkommen.

II. "Cars" und "Cards"

a) Etwa ab 1985 sind zunächst mehrere große Automobilhersteller (General Motors, Chrysler, Nissan, Volvo u. a.) dazu übergegangen, ihre Kundenkreditforderungen aus den von ihnen finanzierten Automobilverkäufen aus ihren Bilanzen herauszunehmen und auf Pools zu übertragen, die dann "Certificates for Automobile Receivables" ("Cars") emittierten". Diese "Cars" sind also Wertpapiere, deren Verzinsung und Rückzahlung im wesentlichen durch Forderungen aus Autokaufkrediten gesichert ist. Sie verfügen über einen fixen Coupon und zahlen Zinsen und Nominalbetrag auf monatlicher Basis aus. Die Laufzeit schwankt zwischen 3 und 5 Jahren. Die Anleger sind gegen Forderungsausfälle durch eine Garantie des Herstellers oder einen Letter of Credit oder eine Versicherung geschützt. Wegen des im Vergleich zu den Automobilherstellern sehr viel höheren Rating der Fonds können die Refinanzierungskosten auf diesem Wege deutlich gesenkt werden".

b) Die erwähnte Technik der "Sekurisierung" ist in der Folge alsbald auf sonstige nicht liquide Aktiva ausgedehnt worden, auf Forderungen aus Wa-

renlieferungen sowie vor allem auf die Forderungsbestände der Kreditkartenunternehmen'. Die "Certificates for Amortizing Revolving Debts" ("Cards") repräsentieren einen pro-rata-Anteil an einem Pool von Kreditkartendarlehensforderungen. Sie verfügen über einen fixen Coupon; die Auszahlung erfolgt auf monatlicher Basis. Die durchschnittliche Laufzeit beträgt zwei Jahre.

III. Neuere Entwicklung

Die beschriebene Technik führt bei dem Forderungsverkäufer oder "Anschlußunternehmen" dazu, daß nicht liquide Aktiva (hypothekarisch gesicherte Forderungen z. B.) in der Bilanz durch liquide Mittel (den vom Fonds gezahlten Kaufpreis) ersetzt werden. Dies haben sich in jüngerer Zeit vor allem die Kreditinstitute (commercial banks; thrift institutions)³ zunutze gemacht, die bis Ende 1992 erhöhten Eigenkapitalanforderungen genügen müssen. Die amerikanischen Aufsichtsbehörden haben inzwischen die Empfehlungen des Cooke-Komitees für eine risikobezogene Eigenkapitalbemessung in Richtlinien umgesetzt, denen die Kreditinstitute bis Ende 1992 nachzukommen haben. Zu diesem Zeitpunkt müssen die Geschäftsbanken ein Eigenkapital in Höhe von 8 % ihrer nach bestimmten Risikogrößen gewichteten Aktiva aufweisen¹⁴. Die beschriebene Technik gibt ihnen die Möglichkeit, diese Eigenkapitalanforderungen zu reduzieren. Das Kreditgeschäft entwickelt sich damit von einem bilanzwirksamen Geschäft zu einer außerhalb der Bilanz gegen Gebühren erfolgenden speziellen Finanzdienstleistung: der Kreditvergabeentscheidung und der Vermittlung an die refinanzierende Institution, den Fonds. Hinzu tritt unter Umständen die Funktion der Bank als Verwalter (Debitorenbuchhaltung) und Beitreiber der Forderungen ("collection agent").

Das Gesamtvolumen der emittierten "asset-backed" Papiere ist in den letzten Jahren stetig angestiegen; 1991 wurden neue Papiere im Wert von knapp 300 Mrd. Dollar emittiert⁵.

C. Vorteile und Risiken

Vorteile und Risiken, die mit der dargestellten Technik verbunden sind oder sein mögen, können und brauchen hier nicht bis in die Einzelheiten hinein ausgeleuchtet zu werden, schon weil es hierfür letzten Endes auf jedes einzelne Programm in seinen Details ankommt. Die Wiedergabe einiger übereinstimmend in der einschlägigen Literatur hervorgehobener Punkte muß daher genügen, um zum einen die Verwendung dieses Instruments zu erklären und zum anderen die Ansatzpunkte zu ermitteln, auf die bei der rechtlichen Erörterung das Augenmerk zu richten sein wird.

I. Das Anschlußunternehmen

Die ABS-Finanzierung besteht im Kern darin, daß Aktiva des Anschlußunternehmens, in der Regel ein Forderungsbestand, auf einen rechtlich selbständigen Fonds übertragen werden, der sich durch die Ausgabe von Wertpapieren unmittelbar am Kapitalmarkt refinanziert. Der Einsatz dieser Technik schafft also zunächst einmal für die vom Anschlußunternehmen ("originator") kreierte Forderungen einen Sekundärmarkt, der es dem Anschlußunternehmen ermöglicht, diese Aktiva zu veräußern (Liquidisierung nicht liquider Aktiva). Wenn es sich bei dem Anschlußkunden um ein Industrie- oder Handelsunternehmen handelt (dazu unten 1.), läßt sich diese erste Funktion der ABS-Finanzierung in gewisser Weise mit dem Factoring vergleichen. Unterschiede bestehen freilich in der Struktur und Refinanzierung des ankaufenden Fonds. Besonderheiten gelten, wenn Anschlußunternehmen ein Kreditinstitut ist (dazu unten 2.).

1. Unternehmen als Anschlußkunden

a) Bei der typischen ABS-Emission vollzieht sich in der Bilanz des Anschlußunternehmens ein Aktivtausch des übertragenen Forderungsbestands in flüssige Mittel. Mit der dadurch gewonnenen Liquidität kann das Anschlußunternehmen z. B. seine Lieferantenrechnungen skontieren oder als Barzahler bessere Einkaufsbedingungen erzielen; die für die Kreditgeber maßgeblichen Bilanzkennziffern (Eigenkapitalquote, Liquiditätskennzahlen) können sich bessern; durch die Tilgung von Dauerschulden kann die **Gewer-**

besteuerbelastung reduziert, oder die zusätzliche Liquidität kann in ertragreichere Aktiva als bisher investiert werden¹⁶.

b) Als Vorteil gegenüber einer traditionellen Bilanzfinanzierung - sei es durch Kredit oder durch Ausgabe von Schuldverschreibungen (commercial paper) - werden Kostenersparnisse der ABS-Technik **angeführt**¹⁷. Ein ABS-Fonds, der nur bestimmte Aktiva mit festgelegten Qualitätsanforderungen erwirbt, gestützt durch Ausfallgarantien, kann ein besseres Rating als das Anschlußunternehmen selbst erhalten und damit günstigere Finanzierungsbedingungen^{*}. Dadurch wird es auch nicht hoch bewerteten Unternehmen oder Zusammenschlüssen von mittleren Unternehmen möglich, sich unmittelbar am Kapitalmarkt zu refinanzieren¹⁹. Nachteile mag man darin sehen, daß jedenfalls aufgedeckte **Forderungsverkäufe**²⁰ vielleicht als ein "Imageproblem" angesehen werden würden.

2. ***Besonderheiten bei Kreditinstituten***

a) Für Kreditinstitute wirft die ABS-Technik eine Reihe besonderer Fragen auf. Zunächst einmal werden Kreditinstitute von einer Änderung der Unternehmensfinanzierungstechnik schon als Anbieter von Finanzdienstleistungen betroffen. Hier stellt sich für sie die Frage, ob sie Funktionen im Rahmen einer ABS-Finanzierung für andere Anschlußunternehmen als spezielle Finanzdienstleistung übernehmen und anbieten sollen, z. B. als Gründer eines Fonds, Garantiegeber, Placeur oder **Investor**²¹.

Zweitens kommen Kreditinstitute u. U. aber auch selbst als "Anschlußunternehmen" oder Forderungsverkäufer in Frage, wenn auch die Gründe, weshalb amerikanische Kreditinstitute sich dieser Technik bedient haben, zweifellos nicht sämtlich oder im selben Maße auch auf die deutschen Verhältnisse übertragbar sind. Dies dürfte insbesondere für das Bestreben gelten, durch das "Herausschneiden" von Kreditforderungsbeständen auf der Aktivseite der Bilanz den erhöhten gesetzlichen Eigenkapitalanforderungen genügen zu können.

In dem Maße, in dem Kreditinstitute sich dieser Finanzinnovation bedienen, wird das traditionelle Kreditgeschäft umgeformt zu einer nicht mehr bilanzwirksamen Finanzdienstleistung, die aus der Kreditvergabeentscheidung

mit anschließender Weiterleitung an den "Finanzierungsfonds" gegen eine entsprechende **Gebühr**²² besteht. Das Kreditausfallrisiko wird vom Fonds übernommen, soweit nicht die veräußernde Bank eine Ausfallgarantie (in Höhe der historischen Ausfallquote etwa) stellt. Ebenso werden das Zinsänderungsrisiko, das sich z. B. aus einer Zinsfestschreibung ergeben mag, sowie Liquiditätsrisiken wegen fristeninkongruenter Refinanzierung **beseitigt**²³. Die Pflicht zur Vorhaltung von Eigenkapital wird gesenkt, und die erzielte Liquidität kann zur Geschäftsausweitung im Kreditbereich benutzt oder anderen Verwendungen zugeführt werden.

b) Damit sind zugleich bereits einige denkbare Gesichtspunkte und **Risiken** angedeutet, auf die später, im Rahmen der Beurteilung dieser Finanzinnovation nach deutschem Recht, das Augenmerk zu richten sein wird: Die ABS-Technik könnte dazu führen, daß das Kreditgeschäft der behördlichen Aufsicht entzogen wird. Dies wäre schon deshalb nicht unproblematisch, weil das "Herausschneiden" bestimmter Kreditforderungen nach festgelegten Qualitätskriterien zu einer Verschlechterung des verbleibenden Portfolios führen könnte (Problem des "Rosinenpickens"). Außerdem könnte sich die veräußernde Bank, auch soweit sie rechtlich für Forderungsausfälle nicht mehr haftet und in Anspruch genommen werden kann, faktisch, um ihr Standing zu wahren, u. U. doch (seitens des Fonds oder z. B. einer Ausfallversicherung) gezwungen sehen, bei unvorhergesehen hohen Ausfällen Nachschüsse zu leisten. Auch dies ist ein Gesichtspunkt, der die aufsichtsrechtliche Behandlung dieser Technik betrifft. Von diesen Gesichtspunkten abgesehen dürften sich speziell für Banken als Anschlußunternehmen weitere Fragen stellen: Kann bei Einsatz dieser Technik das Kreditverhältnis problemlos von der ursprünglich als Kreditgeber auftretenden Bank weiter betreut, können z. B. Stundungen oder Zinsänderungen vereinbart werden? Und wie würde das "Signal", daß die Forderungen aus den Kreditverhältnissen abgetreten sind oder abgetreten werden sollen, von den Kreditkunden und den Einlegern aufgefaßt werden?

II. Die Anleger

7. Die Ausgestaltung des Fonds

Ein wesentlicher zugunsten der ABS-Technik angeführter Vorteil besteht darin, daß durch die Übertragung eines Forderungsbestandes auf einen Fonds die Kosten der Refinanzierung, welche durch Ausgabe von Wertpapieren erfolgt, im Vergleich zu einer Finanzierung seitens des Verkäufers selbst (durch Einlagen, Kreditaufnahme oder Ausgabe von Schuldverschreibungen) entscheidend gesenkt werden können. Erreicht wird dies dadurch, daß der Fonds u. U. ein besseres Rating als das Anschlußunternehmen selbst erhalten kann. Dieses bessere Rating kann auf der Erfüllung einzelner oder gar aller folgenden Kriterien beruhen:

a) **Risikominderung.** Das Ausfallrisiko oder das Zinsänderungsrisiko, dem sich das Anschlußunternehmen ausgesetzt sieht, kann nicht schlicht dadurch gemindert oder beseitigt werden, daß der Forderungsbestand vom bisherigen Träger, dem Anschlußunternehmen, unverändert auf einen neuen Träger, den Fonds, übertragen wird, der sich nun statt des Anschlußunternehmens seinerseits am Kapitalmarkt refinanzieren muß. Die Risiken des Fonds und damit der Fondsanleger wären *ceteris paribus* dieselben wie die Risiken für das Anschlußunternehmen und dessen Finanziers. Entscheidend ist vielmehr, daß mit der Übertragung des Forderungsbestandes auf einen rechtlich selbständigen Fonds eine Risikominderung verbunden werden kann, und zwar auf verschiedenen Wegen:

Erstens, durch Aussonderung "schlechter Risiken". An den vom Fond zu erwerbenden Forderungsbestand werden bestimmte Qualitätsanforderungen gestellt, so etwa hinsichtlich der für die Forderungen bestellten Sicherheiten, der Zahlungsfähigkeit des Schuldners, hinsichtlich geschäftlicher oder gesellschaftsrechtlicher Beziehungen des Schuldners zu dem verkaufenden Anschlußunternehmen u.a.m.

Zweitens, durch Diversifizierung. Das Anschlußunternehmen hat z. B. Forderungen vornehmlich gegen Kunden einer bestimmten Branche. Das Anschlußunternehmen trägt damit u. U. ein hohes Marktrisiko. Durch geeignete Mischung mit den Forderungen anderer Anschlußunternehmen kann dieses Risiko gesenkt werden.

Drittens, durch Fristenverknüpfung. Die Ausgabe von an die Fälligkeit der "assets" (langfristige Kredite z. B.) angepaßten Wertpapieren ermöglicht es, das Zins- und Liquiditätsrisiko zu reduzieren.

b) Neben derartige Techniken der Risikominderung treten weitere Anforderungen und Möglichkeiten, ein besseres Rating als die Anschlußunternehmen selbst zu erlangen und damit die Refinanzierung zu verbilligen:

Vom Kaufpreis, den der Fonds an das Anschlußunternehmen zu zahlen hat, wird in Höhe des zu erwartenden Ausfalls ein Abschlag vorgenommen.

Zusätzlich wird eine Ausfallgarantie einer Bank beigebracht. Hinzu treten kann eine Liquiditätsgarantie, die sicherstellen soll, daß die Anleger in jedem Fall am Fälligkeitsdatum Zahlung erhalten, oder es wird ein Reservefonds angelegt, in den das Anschlußunternehmen einen Garantiebtrag einzahlt.

Der Fonds muß vom wirtschaftlichen Schicksal des Anschlußunternehmens unabhängig sein. Das heißt, der ABS-Fonds muß rechtlich selbständig sein, und er darf von einem Konkurs des Anschlußunternehmens nicht berührt werden. Ebenso darf der Erwerb der Forderungen durch den Fonds nicht angefochten werden können. In Fällen, in denen es sich bei dem Fonds um eine Tochtergesellschaft des Anschlußunternehmens handelt, müssen u. U. besondere Garantien beigebracht werden, die von den Rating-Agenturen festgelegt werden.

c) Der ABS-Fonds seinerseits kann eine weitere Verbesserung seines Rating z. B. auch dadurch erreichen, daß Wertpapiere zweier oder mehrerer Risikoklassen ausgegeben werden, wobei die Papiere der zweiten bzw. nachrangigen Klassen Zahlung erst erhalten, wenn die Inhaber der ersten Klasse befriedigt worden sind. Im Rahmenvertrag zwischen Fonds und dem Anschlußunternehmen kann dann sogar festgelegt werden, daß dieses die Papiere der zweiten Klasse ganz oder zum Teil übernehmen muß, falls diese

nicht am Markt untergebracht werden können ("subordinated participations")²⁴.

2. **Anlegerschutz**

a) **Asset-Backed Securities** werden überwiegend von institutionellen Anlegern erworben²⁵. Für institutionelle wie private Anleger stehen neben der **Rentabilität** eines Papiers* seine Sicherheit und Liquidität im Vordergrund, Die **Liquidität** hängt von der Art des emittierten Papiers²⁷ und dessen Handelbarkeit ab. Aus den USA wird berichtet, daß auch im Hypothekengeschäft selbst tätige Institute dazu übergegangen sind, die von ihnen "erzeugten" Hypotheken durch einen Fonds zu sekurisieren" und anschließend von diesem Fonds emittierte Wertpapiere selbst zu übernehmen, und auf diesem Wege nicht liquide gegen handelbare Aktiva einzutauschen²⁸.

b) Das rechtliche Augenmerk hat sich vor allem auf die **Sicherheit der Anlage** zu richten, genauer: auf die Information des Anlegers über Risiken und Ausschluß denkbarer Mißbräuche. Dies betrifft die Frage, welchem Aufsichtsregime die Fonds unterliegen, die derartige Wertpapiere emittieren, und welche Voraussetzungen für die Emission dieser Wertpapiere erfüllt sein müssen. Darauf ist unten im einzelnen einzugehen²⁹. Hier sollen nur die Probleme angedeutet werden, die vielleicht auftreten könnten, und auf die daher besonders zu achten sein wird. Die amerikanische Securities and Exchange Commission (SEC) hat in einem im Mai diesen Jahres herausgegebenen Spezialreport die theoretisch denkbaren Gefahren für Investoren in derartigen "structured financings" aufgelistet und über ihre praktische Bedeutung berichtet³⁰.

Einen ersten Problemkreis könnte man mit "Mißbräuche seitens des Anschlußunternehmens" bezeichnen. Derartige Mißbräuche mögen vor allem dann naheliegen, wenn der Fonds eine Tochtergesellschaft des Anschlußunternehmens ist. In einem solchen Fall mag z. B. ein Anreiz bestehen, bei der Auswahl der Kreditschuldner und Festlegung der Vertragsbedingungen weniger sorgfältig zu verfahren, oder gar Forderungen mit hohem Ausfallrisiko zu unangemessenen Preisen auf den Fonds zu übertragen, ferner, Forderungen nachträglich auszuwechseln, oder durch nachträgliche Geschäfte oder Vereinbarungen mit dem Schuldner der übertragenen Forderung das Ausfallrisiko

zu erhöhen. Weitere Gefährdungen könnten entstehen, wenn das Anschlußunternehmen auch den Fonds "managt", also die Zahlungen betreibt, oder zwischen Einnahme und Weiterleitung der Zahlungen entstehende Überschüsse zu verwalten hat. Aber auch unabhängig von einer gesellschaftsrechtlichen oder sonstigen, über den bloßen Forderungsverkauf hinausreichenden geschäftlichen Beziehung zwischen Anschlußunternehmen und Fonds könnten die Investoren gefährdet werden. Die zutreffende Bewertung der erworbenen Aktiva, die die Auszahlung an die Investoren sicherstellen sollen, muß gewährleistet sein; es muß sichergestellt werden, daß die eingehenden Zahlungen auch ordnungsgemäß an die Anleger weitergeleitet werden. Und schließlich müssen nicht nur die Fälligkeiten der Wertpapiere auf die Fälligkeiten der zugrundeliegenden Aktiva abgestimmt sein; es müssen auch Maßnahmen ergriffen werden, die die Investoren vor einer vorzeitigen Rückzahlung seitens der Schuldner, deren Verbindlichkeiten auf den Fonds übertragen worden sind, schützt ("prepayment risk")³¹.

Nach dem Report der SEC haben sich diese Probleme und theoretisch denkbaren Gefährdungen trotz der hohen Emissionsvolumina bisher mit Ausnahme eines einzelnen Falles³² praktisch nicht realisiert. Dies hängt nach Ansicht der Berichtsvorfasser mit drei Gegebenheiten zusammen³³: Erstens mit dem Anlegerkreis, der ganz überwiegend aus institutionellen Investoren besteht (Versicherungen, Investmentfonds, Pensionsfonds), die über entsprechend geschulte Berater verfügen. Zweitens mit der Einschaltung unabhängiger Rating-Agenturen, wie etwa Standard & Poors oder Moody's, die ihre Ratings - von denen wiederum die Refinanzierungskonditionen abhängen - erst nach umfassender Prüfung und Bewertung des Gesamtprojekts vergeben. Der dritte Garantiefaktor ergibt sich laut dem SEC-Report daraus, daß es sich bei den Initiatoren und Betreibern derartiger Programme durchweg um renommierte Banken oder Großunternehmen handelte, die schon aus Gründen ihrer Reputation auf ordnungsgemäße Geschäftsabwicklung achten.

D. Zulässigkeit und Anforderungen nach deutschem Recht

Die Beurteilung dieser Finanzinnovation nach deutschem Recht ist am zweckmäßigsten vorzunehmen, indem man vier Komplexe voneinander unterscheidet und getrennt behandelt.

Gegenwärtig steht praktisch im Vordergrund sicherlich nicht die Frage, ob und wie derartige Fonds im Inland errichtet und betrieben werden können, sondern, welche Rechtsfragen sich im Hinblick auf die Beteiligung an ausländischen Programmen stellen könnten. Insofern geht es vor allem um das bereits oben angesprochene Problem, ob die Benutzung dieser Technik u. a. auch zu Gefährdungen des inländischen "Anschlußunternehmens" selbst, seiner Gläubiger und seiner Schuldner, führen kann. Dies könnte insbesondere bedeuten, daß der Beteiligung inländischer Kreditinstitute als Anschlußunternehmen **aufsichtsrechtliche**³⁴ Bedenken entgegenstehen (dazu 1.). In einem weiteren Abschnitt soll dann die bisher offenbar noch nicht praktisch gewordene Frage erörtert werden, welche Anforderungen nach deutschem Recht an einen ABS-Fonds zu stellen wären (unten II.). Weitere Abschnitte behandeln Sonderfragen des Forderungserwerbs durch einen ABS-Fonds (III.) und der Ausgabe von Wertpapieren (IV.).

1. Ausländische Fonds und inländische Kreditinstitute

Die beiden bisher praktisch bekannt gewordenen Fälle einer Sekurisierung von Krediten unter Beteiligung eines deutschen Kreditinstituts wurden mit Hilfe sog. off-shore funds durchgeführt.

1. Einbeziehung in den Konsolidierungskreis

Hier ist zunächst zu beachten, daß eine etwa angestrebte Eigenkapitalentlastung des deutschen Kreditinstituts, das Forderungen auf einen solchen Fonds im Ausland überträgt, dann nicht erreicht wird, wenn der Fonds gemäß § 10 a KWG in den Konsolidierungskreis des Kreditinstituts einzubeziehen, d. h. das deutsche Kreditinstitut zu 40 % oder mehr an dem ausländischen Fonds beteiligt ist. Denn nach § 10 a Abs. 2 S. 5 Nr. 3 i.V.m. Nr. 1 KWG gelten als Kreditinstitute im Sinne der Konsolidierungsvorschrift des § 10 a KWG auch Unternehmen mit Sitz in einem anderen Staat, deren Gegenstand darauf gerichtet ist, Geldforderungen entgeltlich zu erwerben.

Ein zweites Thema, das sich beim Verkauf eines Teils des Kreditportfolios eines Kreditinstituts an einen Fonds, sei es im In- oder Ausland, stellt, wurde bereits oben angedeutet: Die Gefahr des **"Rosinenpickens"**. Man könnte wie folgt **argumentieren**³⁵: Soweit das Kreditinstitut als "Anschlußunternehmen" eines ABS-Fonds dazu angehalten wird, nur Forderungen mit einer bestimmten Qualitätseinstufung (Bonität des Schuldners; bisher kein Zahlungsverzug; Qualität der Sicherheiten u.a.m.) zu übertragen, verschlechtert sich das bei dem Kreditinstitut verbleibende Portfolio. Die Grundsätze über die Unterlegung der risikobehafteten Aktiva eines Kreditinstituts mit einem angemessenen haftenden Eigenkapital, die durch § 10 KWG i.V. mit "Grundsatz I" zu § 10³⁶ festgelegt und ausgefüllt werden, gehen aber, so könnte man argumentieren, bei ihren Festlegungen von einem durchschnittlich gemischten Portfolio aus, das nicht, infolge des Herausschneidens der Forderungen mit einer geringen Ausfallquote, mit einem vergleichsweise höheren durchschnittlichen Risiko belastet ist. Rechtliche Folge könnte z. B. sein, daß das Bundesaufsichtsamt nach § 45 KWG einschreitet.

Daß die Verwendung der ABS-Technik durch das Anschlußunternehmen dazu führen kann, daß das verbleibende Portfolio sich verschlechtert, ist nicht von der Hand zu weisen. Auf der anderen Seite darf freilich nicht außer Betracht bleiben, daß an die Stelle der verkauften Forderungen ihr Marktwert in Geld dem Anschlußunternehmen zufließt, sich also der Gegenwartswert des Unternehmens insgesamt durch die Transaktion nicht vermindert. Für ein Einschreiten des Bundesaufsichtsamts nach § 45 KWG zur Sicherstellung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung wegen **"Rosinenpickens"** dürfte daher regelmäßig kein Anlaß bestehen.

3. **Faktische Garantieübernahme?**

Ein weiteres Bedenken könnte sich aus dem Gesichtspunkt der faktischen Garantieübernahme ergeben. Das Anschlußunternehmen, das einen Forderungsbestand an einen ABS-Fonds verkauft, mag, in Höhe der historischen Ausfallquote etwa, eine Garantie übernehmen oder in ein Rückbelastungsrecht einwilligen³⁷. Ist eine solche Garantie dagegen nicht vom Anschlußunternehmen selbst, sondern von einem Dritten, einer Bank z. B., gestellt wor-

den, oder ist die Ausfallquote höher als die gestellte Garantie, so könnte sich das Anschlußunternehmen u. U. aus Gründen der Reputation gehalten sehen, diese an sich nicht abgedeckten Ausfälle zu tragen. Für ein Kreditinstitut als Anschlußunternehmen würde dies eine Realisierung von Risiken bedeuten, die nicht eigens durch hierfür gebildete Eigenmittel abgesichert wären. - Auch diese Gefahr ist theoretisch vorstellbar. Praktisch dürfte diesem Bedenken freilich das oben beschriebene Phänomen des "Rosinenpickens" widersprechen, das ja gerade auf dem Umstand beruht, daß nur qualitativ ausgewählte Forderungen mit möglichst eingrenzbarem Ausfallrisiko von ABS-Fonds angekauft werden. Dies wird von unabhängigen Rating-Agenturen oder Emissionshäusern überprüft, ohne deren Bewertung die vom Fonds emittierten Papiere nicht plaziert werden können. Praktisch dürfte dieses Bedenken daher ebenfalls nicht zu weiteren Folgerungen Anlaß geben.

4. **Kreditkundenschutz**

Bedenken gegen eine Beteiligung eines inländischen Kreditinstituts an ausländischen ABS-Fonds sind schließlich aus dem Gesichtspunkt des Schuldnerschutzes geltend gemacht worden³⁸. Die Abtretung von Forderungen ohne Zustimmung des Kreditschuldners ins Ausland begegne Bedenken, wegen des besonderen Vertrauensverhältnisses zwischen Kunden und Bank, das insbesondere eine Übermittlung personenbezogener Daten an unbekannte Dritte ausschließe, und im Hinblick auf die u. U. erschwerte Rechtsverfolgung. In der Tat müssen Beeinträchtigungen berechtigter Kreditschuldnerinteressen durch eine Abtretung vermieden werden. Die Frage ist freilich, ob und inwieweit solche Störungen zu befürchten sind.

Zunächst einmal ist sicherlich festzuhalten, daß schuldnerbezogene Daten über diejenigen Informationen hinaus, die dem Abtretungsempfänger für die Zwecke der sachgerechten Rechtsverfolgung erteilt werden müssen (vgl. § 402 BGB), nicht weitergegeben werden dürfen. Andererseits erfährt aber der Anspruch des Kreditnehmers aus seinem Schuldverhältnis mit dem Kreditinstitut auf Geheimhaltung sämtlicher das Kreditverhältnis betreffender Umstände kraft Gesetzes (§ 402 BGB) im Interesse des Kreditgebers an der Abtretbarkeit eine gewisse Einschränkung³⁹. Der Kreditschuldner muß m.a.W. hinnehmen, daß dem Zessionar gegenüber die Existenz und Höhe des Kredits mitgeteilt und erforderlichenfalls auch Angaben über Umstände

gemacht werden, die für die Beurteilung des Ausfallrisikos und der Zahlungsverzögerung von Bedeutung sind. Eine Ausnahme von der **Abtretbarkeit** sieht § 399, 1. Alt. BGB nur für den Fall vor, daß ein Gläubigerwechsel "nicht ohne Veränderung des Inhalts der Forderung erfolgen kann", also etwa bei höchstpersönlichen Ansprüchen⁴⁰. Die Ansprüche aus dem Kreditverhältnis rechnen nicht hierzu. - Der Gesichtspunkt der Erschwerung der Rechtsverfolgung für den Kreditschuldner rechtfertigt m. E., wenn er praktisch überhaupt ins Gewicht fällt, ebenfalls keine andere Beurteilung. Das Gesetz stellt den Schutz des Schuldners u. a. durch die §§ 404, 406 f. BGB sicher. Davon abgesehen wird praktisch nicht der im Ausland **belegene** Fonds, sondern die kreditgewährende Bank selbst schon im Eigeninteresse das Kreditverhältnis weiter betreuen, also insbesondere kraft Ermächtigung (§ 185 BGB) die Forderungen einziehen, über Stundungen verhandeln etc.⁴¹.

III. ABS-Fonds **nach deutschem Recht**

Größere Schwierigkeiten bereitet die Frage nach der Ausgestaltung und rechtlichen Behandlung eines inländischen ABS-Fonds. Dies betrifft sowohl die Wahl der Rechtsform als auch die Frage, ob und welchem aufsichtsrechtlichen Regime (KAG, KWG, **HypothekbankG**) ein ABS-Fonds nach geltendem Recht unterfallen würde. Dabei wird im folgenden der besondere Fall ausgeblendet, daß ein deutsches Tochterunternehmen eines ausländischen, in einem EG-Staat ansässigen Kreditinstituts künftig Dienste als ABS-Fonds anbietet und Wertpapiere emittiert. Derartige Unternehmen wären Finanzinstitute im Sinne von § 1 Abs. 3 Nr. 2 der gegenwärtig im Bundestag beratenen **KWG-Novelle**⁴² und als solche u. U. von der deutschen Kreditwesenaufsicht ausgenommen⁴³. Schon im Hinblick auf evtl. von daher zu erwartenden Wettbewerb ist die Frage nach der Behandlung von ABS-Fonds nach deutschem Recht keineswegs nur von theoretischem Interesse. - Nicht vertieft wird im folgenden ferner die Frage, ob der Tätigkeit eines ABS-Fonds (Erwerb und Einziehung von Forderungen) etwa die Vorschriften über den Rechtsberatungsmissbrauch entgegenstehen. Ein Verstoß dürfte nach den für das Factoring geltenden Grundsätzen **ausscheiden**⁴⁴.

Neben den bisher noch ungeklärten wirtschaftsrechtlichen Fragen, die im folgenden vertieft werden sollen, dürften sich auch steuerliche Probleme bei einer Gründung von ABS-Fonds im Inland ergeben. In der Literatur wird in-

soweit auf die Hinzurechnung der Dauerschulden und Dauerschuldzinsen zum Gewerbekapital bzw. Gewerbeertrag eines ABS-Fonds nach den §§ 8 Nr. 1, 12 Abs. 2 Nr. 1 GewStG verwiesen⁴⁵. Hier wird aber, wenn sich diese Hinzurechnung nicht ohnehin durch die Ausgabe kurzfristiger Schuldverschreibungen (**commercial paper**) ausschließen läßt, zu prüfen sein, inwieweit ABS-Fonds gemäß § 19 GewStDV von der Hinzurechnungspflicht ausgenommen sind oder aus verfassungsrechtlichen Gründen⁴⁶ den Kreditinstituten gleichgestellt werden müssen, die ja auch insoweit von der Hinzurechnungspflicht ausgenommen sind, als sie als Aktivgeschäft den Erwerb von Geldforderungen, also dasselbe Geschäft wie ein ABS-Fonds, betreiben (§ 19 Abs. 2 GewStDV).

1. Überlegungen zur Rechtsform

Die Ausgestaltung und damit auch die rechtliche Behandlung eines ABS-Fonds hängen wesentlich von den Zielen ab, die mit einem solchen Fonds verfolgt werden. An dieser Stelle erscheint ein Blick auf die in den USA entwickelten Formen, die Gründe hierfür und deren rechtliche Behandlung sinnvoll.

a) Trust und corporation

Nach amerikanischem Recht kommen im Prinzip⁴⁷ zwei Rechtsformen für ABS-Fonds in Frage, und je nach der Wahl der Form ergeben sich unterschiedliche Konsequenzen in der steuerlichen Behandlung und der rechtlichen Stellung der Anleger⁴⁸.

aa) Vorwiegend die älteren Programme waren in der Rechtsform eines sog. **grantor trust** organisiert. Der grantor trust beruht auf einer Trustvereinbarung zwischen dem Inhaber der Forderungen (Anschlußunternehmen) und einem Treuhänder (Trustee), meist einer Bank, die die Aktiva treuhänderisch erwirbt. **Die Treuhänder-Bank stellt Anteilscheine aus, die nicht lediglich eine festverzinsliche Forderung, sondern einen Anteil am treuhänderisch gebundenen Sondervermögen verbriefen. Die auf die im Sondervermögen befindlichen Forderungen eingehenden Zahlungen werden - nach Abzug einer Gebühr für den Treuhänder und das Anschlußunternehmen, das in der Regel die Forderungen weiter verwaltet, also einzieht usw. - an die Anteilscheininhaber durchgeleitet; die Anteile werden daher auch als "pass-throughs" bezeichnet. Steuerlich wird der grantor trust ebenfalls nicht als das Subjekt, dem die**

Einkünfte zufließen würden, angesehen, sondern es werden nur die Anteilshaber besteuert. Erkauft wird diese steuerliche Behandlung freilich mit der Passivität des Trust: Er darf keinen neuen Vermögenswerte erwerben. Für revolvingende Finanzierungen eignet sich diese Konstruktion daher nicht. Insbesondere ist ein Management der Zahlungsströme, um das Risiko vorzeitiger Rückzahlung seitens der Kreditschuldner ("prepayment risk") nicht auf die Investoren durchschlagen zu lassen, nicht möglich.

bb) Aus diesen Gründen sind neuere Programme zunehmend dazu übergegangen, ABS-Fonds in Form einer corporation (Kapitalgesellschaft) zu gründen, die die assets zu Eigentum erwirbt und Schuldverschreibungen ("pay throughs"), keine Anteilscheine ausgibt. Steuerlich wird der Fonds in einem solchen Fall als Steuersubjekt behandelt; die Zinszahlungen an die Investoren sind abzugsfähig. Der Vorteil dieser Konstruktion besteht vor allem in ihrer Flexibilität: Es können mehrere Tranchen von Wertpapieren mit verschiedenen Fälligkeiten aufgelegt, und so z. B. auch Risiken vorzeitiger Rückzahlungen durch Kreditschuldner ("prepayment risk") ausgeglichen werden.

b) Fonds als Publikumspersonengesellschaft?

Theoretisch können auch nach deutschem Recht ABS-Fonds in verschiedenen Rechtsformen verfaßt werden, von denen einige freilich schon vorab, wegen ihrer mangelnden Eignung für die mit einem derartigen Fonds verfolgten Ziele - unabhängig von steuerlichen Erwägungen - ausscheiden.

aa) Dies gilt zunächst einmal für die **Gesellschaft bürgerlichen Rechts**. Sie wurde und wird zwar gelegentlich auch als Rechtsform für Investorengruppen mit einer Vielzahl von Anlegern eingesetzt. Sie steht aber nur zur Verfügung, soweit kein Grundhandelsgewerbe i.S. des § 1 Abs. 2 HGB betrieben wird⁴⁹.

Nach § 1 Abs. 2 Nr. 4 HGB gehören zu den Grundhandelsgewerben auch die "Bankiergeschäfte". Es wird unten noch ausgeführt werden, daß die Tätigkeit eines ABS-Fonds, von Sondergestaltungen abgesehen, nicht zu den Bankgeschäften im Sinne des § 1 Abs. 2 KWG zählt⁵⁰. Es besteht allerdings in der Literatur Einigkeit darüber, daß die in § 1 KWG enthaltene Aufzählung der Bankgeschäfte nur indizielle Bedeutung für § 1 Abs. 2 Nr. 4 HGB hat⁵¹.

Dies ergibt sich schon aus den verschiedenen Zwecken der beiden Bestimmungen sowie daraus, daß es sich bei § 1 KWG um die jüngere Norm handelt. Der gewerbliche Ankauf bestehender Forderungen und deren Refinanzierung durch Hereinnahme von Anlegergeldern dürfte zu den "Bankiergeschäften" i.S. des § 1 Abs. 2 HGB gehören. Hierfür spricht auch, daß der gewerbliche Ankauf von Forderungen selbst vom KWG als Finanzierungsgeschäft im weiteren Sinne behandelt wird⁵².

Auslegungszweifel, die insoweit verbleiben mögen, ließen sich zwar durch eine Registrierung nach § 2 HGB beseitigen. Nach § 2 HGB "gilt" unter den dort genannten Voraussetzungen eine gewerbliche Tätigkeit als Handelsgewerbe; es entstünde mit Sicherheit - bei entsprechender Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrages und Anmeldung - eine (Publikums-)Kommanditgesellschaft. Aufgrund ganz anderer Erwägungen kommt freilich auch eine Publikumskommanditgesellschaft praktisch als Trägerin eines ABS-Fonds kaum in Frage (vgl. unten bb)), und diese Gründe gelten jedenfalls teilweise für jede Personengesellschaft, in der die Investoren selbst unmittelbar als Gesellschafter beteiligt wären, ließen sich also, zusätzlich zu den erwähnten Auslegungszweifeln, auch gegen eine GbR geltend machen.

bb) Eine *Kommanditgesellschaft* läßt sich, auch in der Form der GmbH & Co, fraglos auch so ausgestalten, daß sie für zahlreiche auf dem Kapitalmarkt zu werbende Investoren als Anlageform "paßt" ("Publikumskommanditgesellschaft")⁵³. Die einfache Publikums-KG käme als Trägerin eines ABS-Fonds freilich wohl schon deshalb nicht in Frage, weil sämtliche Anleger - Kommanditisten zum Handelsregister anzumelden wären (162 HGB). Dies läßt sich durch Zwischenschaltung eines Treuhänders vermeiden, der die Anleger z. B. in Form einer GbR an seinem KG-Anteil beteiligt⁵⁴. Die Schwierigkeiten, die sich aus der Verwendung einer Personengesellschaft als Trägerin eines ABS-Fonds ergäben, liegen aber in anderen Besonderheiten begründet:

Es geht bei dieser Technik nicht lediglich darum, Anlegerkapital auf dem Kapitalmarkt für die Refinanzierung der vom Fonds erworbenen Aktiva einzusammeln. Ein wesentlicher Grund für die "securitization" ist vielmehr die Schaffung eines Sekundärmarktes für sonst nicht liquide Aktiva. Das bedeutet zwar nicht notwendig, daß die ausgegebenen Papiere auch börsenfähig sein müßten. Es bedeutet aber doch, daß sie "handelbar" sind, und dies nicht nur in dem wörtlichen Sinne, daß die Anteile verbrieft und übertragbar sein sollten. Sondern sie sollten vor allem auch in dem Sinne handelbar sein, daß das angebotene Modell nicht, je nach Programm, einen völlig verschiedenen Zuschnitt hat, der erheblichen Erklärungsbedarf mit sich bringt, und unter Umständen für den Investor sogar mit weiterem Verwaltungsaufwand

(Gesellschafterversammlung u. ä.) verbunden ist. Es kommt folgendes hinzu. Zweifellos ließen sich im Rahmen der gesellschaftsvertraglichen Gestaltungsfreiheit auch komplexe Anforderungen wie das Management der Zahlungsströme durch das Auflegen mehrerer, gleichzeitig emittierter **Tranchen** (durch Schaffung von Geschäftsanteilsgattungen mit verschiedenen Gewinnvorzügen und unterschiedlichen Laufzeiten) verwirklichen. Da es aber bei **ABS-Fonds**, anders als z. B. bei einem geschlossenen Immobilienfonds, nicht darum geht, in der Anfangsphase auflaufende Verluste steuerlich den Anlegern zukommen zu lassen, dürfte die Emission von marktgängigen, u. U. **prospektpflichtigen Papieren**⁵⁵ klare Vorzüge besitzen. Unwägbarkeiten der späteren Beurteilung "maßgeschneiderter" personengesellschaftsvertraglicher Gestaltungen und der damit verbundene Erklärungs- und Verwaltungsaufwand sowie die fehlende Prospektspflicht und -haftung dürften auch das Rating solcher Fonds und der von ihnen ausgegebenen "Zertifikate" nachteilig beeinflussen.

c) ABS-Fonds als GmbH

Die Übersicht zum amerikanischen Recht und die Überlegungen zur Publikumpersonengesellschaft haben deutlich werden lassen, daß aus handelsrechtlicher Sicht als geeignete Rechtsform für einen ABS-Fonds am ehesten wohl eine Kapitalgesellschaft in Form einer GmbH in Betracht käme, die die zu sekurisierenden Aktiva erwerben und sich durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen oder Schuldscheinen refinanzieren würde⁵⁶. Eine solche Gesellschaft könnte von Dritten wie von dem oder den Anschlußunternehmen selbst errichtet werden. Bei der Errichtung durch ein Kreditinstitut wäre freilich die Konsolidierungspflicht zu beachten⁵⁷. Bei gesellschaftsrechtlicher Beteiligung eines Anschlußunternehmens an der **Fondsgesellschaft** u. U. entstehende Risiken für die Anleger⁵⁸ können durch die Bewertung seitens unabhängiger Ratingagenturen sowie die **Prospektpflicht**⁵⁹ und -haftung eingedämmt werden.

Weitere in diesem Zusammenhang auftretende Fragen sind, ob derartige Fonds auch von Kapitalanlagegesellschaften aufgelegt werden könnten oder gar, kraft Rechtsformzwangs, ausschließlich von einer Kapitalgesellschaft im Sinne des KAG eingerichtet werden dürften; ferner, ob eine **Fondsträgerge-**

sellschaft der Kreditwesenaufsicht nach dem KWG unterstellt wäre. Darauf ist im folgenden einzugehen.

2. **ABS-Fonds keine Investmentfonds**

Nach deutschem Recht könnten ABS-Fonds nicht von Kapitalanlagegesellschaften i.S. des Investmentgesetzes⁶⁰ aufgelegt werden. Gemäß § 1 KAG dürfen die Einlagen der Anteilsinhaber von Investmentfonds nur in Wertpapieren, Beteiligungen oder Grundstücken angelegt werden. Konkretisiert und erweitert wurde dieser Anlagenkatalog durch das Finanzmarktförderungsgesetz 1990⁶¹ um die Anlagemöglichkeiten der §§ 8 ff. KAG n.F., die weitere Finanztitel (bestimmte Schuldscheindarlehen, Einlagenzertifikate) und bestimmte Geschäfte mit Wirkung für und gegen den Investmentfonds (Optionsgeschäfte, Finanzterminkontrakte) gestatten. Nach wie vor führt aber die abschließende Aufzählung der zulässigen Anlagewerte und -transaktionen im KAG dazu, daß andere Anlagewerte, wie eben z. B. ein Forderungsbestand aus Warenlieferungen, Dienstleistungen oder grundpfandrechtlich gesicherten Kreditforderungen (mit Ausnahme bestimmter eng umschriebener) Schuldscheindarlehen, § 8 Abs. 2 Nr. 2 KAG) als Anlageobjekte eines Investmentfonds nicht zugelassen sind. Dies mag sowohl vom Gesichtspunkt des Anlegerschutzes her wie unter dem Aspekt der Entwicklung von Sekundärmärkten für derartige Aktiva unbefriedigend erscheinen, ist aber de lege lata nach deutschem Recht⁶² festgeschrieben.

Umgekehrt entfaltet das deutsche Investmentrecht freilich auch keinen "Rechtsformzwang": Eine GmbH, die einen ABS-Fonds einrichten und betreiben, also Kreditforderungen erwerben und gegen die Ausgabe von Schuldverschreibungen refinanzieren wollte, wäre nicht etwa gezwungen, sich nach den Vorschriften des KAG als Kapitalanlagegesellschaft zu organisieren und den Anlegerschutzvorschriften des KAG zu unterwerfen. Die Anlagebeschränkung des § 1 KAG auf Wertpapiere, Grundstücke und Beteiligungen sowie die Anlagevorschriften der §§ 8 ff. KAG fänden auf einen derartigen, etwa von einer GmbH eingerichteten und betriebenen ABS-Fonds keine Anwendung. Die Trägergesellschaft eines ABS-Fonds wäre nicht schon gemäß § 2 KAG Kreditinstitut und bereits deshalb der Kreditwesenaufsicht unterworfen⁶³. Ferner wäre kein Sondervermögen i.S. der §§ 6, 10 KAG zu bilden und zu verwalten. Andererseits dürfte eine solche Trägergesellschaft

freilich weder die Bezeichnung "Kapitalanlagegesellschaft" oder "Investmentgesellschaft" wählen noch eine Bezeichnung, in der das Wort "Kapitalanlage" oder "Investment" oder "Investor" oder "Invest" in der Firma enthalten wäre, oder diese Bezeichnungen zu Werbezwecken verwenden (§ 8 KAG). Die zwingenden Vorschriften des § 15 KAG über Inhalt und Ausgestaltung des Vertrages zwischen Fondsgesellschaft und Anleger wären nicht anwendbar.

3. *Fondsgesellschaft als Kreditinstitut?*

Eine weitere Frage ist, ob ein ABS-Fonds nach deutschem Recht als Kreditinstitut im Sinne des Kreditwesengesetzes (KWG) anzusehen wäre. Kreditinstitute sind Unternehmen, die Bankgeschäfte betreiben. Die Bankgeschäfte sind im Katalog des § 1 Abs. 1 S. 2 KWG aufgeführt. Die Tätigkeit von ABS-Fonds könnte sich unter verschiedenen Gesichtspunkten als "Bankgeschäft" darstellen.

Von vornherein ausklammern läßt sich dabei das *Investmentgeschäft*, das nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 KWG zu den Bankgeschäften rechnet. ABS-Fonds können, wie ausgeführt, nicht als Investmentfonds von Kapitalanlagegesellschaften i.S. des § 1 KAG betrieben werden⁶⁴.

Der *Ankauf von Forderungen* durch einen Fonds rechnet nicht zu den Bankgeschäften. Eingehend diskutiert worden ist diese Frage für das echte und das unechte Factoring. Nach einhelliger Ansicht ist das echte Factoring, bei dem es sich um einen Forderungskauf handelt, kein "Bankgeschäft" i.S. des § 1 Abs. 1 S. 2 KWG. Bestätigt wird dies durch § 10 a Abs. 2 S. 5 KWG, der für die Zwecke dieser Vorschrift "Unternehmen, deren Gegenstand darauf gerichtet ist, Geldforderungen entgeltlich zu erwerben", Kreditinstituten gleichgestellt⁶⁵.

Nach ganz überwiegender und in der neueren Literatur ebenfalls übereinstimmender Ansicht gilt dies auch für das unechte Factoring, das der Sache nach ein Kreditgeschäft im weiteren Sinne darstellt; die Aufsichtspraxis verfährt dementsprechend⁶⁶. Der Ankauf von Forderungen durch einen Fonds im Rahmen einer ABS-Transaktion wäre danach selbst dann nicht als Bankgeschäft i.S. des § 1 KWG zu behandeln, wenn dem Fonds ein Rückbelastungsrecht, z. B. in Höhe der üblichen Ausfallquote, eingeräumt würde.

Wesentlich schwieriger und gegenwärtig auch mit Unsicherheiten belastet ist die Antwort auf die weitere Frage, ob der Fonds im Hinblick auf seine Wert-**papieremission** als Kreditinstitut zu behandeln wäre. Zunächst einmal rechnet nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG auch das Effektengeschäft zu den Bankgeschäften. Unter "Effektengeschäft" versteht das Gesetz aber nur die Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren **für andere**; die Emission eigener Papiere wird davon nicht **erfaßt**⁶⁷. Sodann ist Bankgeschäft im Sinne von § 1 KWG auch und vor allem "die Annahme fremder Gelder als Einlagen" (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG). Ist die Emission von Wertpapieren durch einen ABS-Fonds gleichbedeutend mit einer Annahme fremder Gelder als Einlagen?

Die Praxis des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen differenzierte bisher danach, welche Papiere emittiert wurden: Die Ausgabe von Namensschuldverschreibungen oder die Aufnahme von Geldern, über die ein Schuldschein ausgestellt wurde, sollte regelmäßig ein Einlagengeschäft sein, es sei denn, daß es sich nicht um die Aufnahme von Mitteln bei einer Vielzahl von Geldgebern aufgrund typisierter Darlehensverträge oder ähnlicher Verträge ohne Bestellung banküblicher Sicherheiten **handelte**⁶⁸. Etwas anderes sollte dagegen für die Ausgabe von Schuldverschreibungen (Inhaber- und Orderschuldverschreibungen) mit staatlicher Genehmigung nach den §§ 795, 808 a (a.F.) BGB gelten. Begründet wurde diese Differenzierung mit dem Schutzzweck der Vorschrift des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG: Zweck der Vorschrift sei es, das breite Publikum, das das Risiko einer Einlage nicht selbst prüfen und beurteilen könne, vor dem Verlust seiner Mittel zu schützen. Dieser Schutzzweck gebiete, die Aufnahme von Geldern beim breiten Publikum ohne die Stellung banküblicher Sicherheiten als Einlagengeschäft i.S. des KWG auch dann anzusehen, wenn die Ansprüche der Geldgeber in einer Schuldverschreibung verbrieft seien, oder über die Verbindlichkeit ein Schuldschein ausgestellt worden **sei**⁶⁹. Eine Ausnahme sei nur dort gerechtfertigt, wo ein staatliches Prüfungsverfahren für den Schutz des Publikums **sorge**⁷⁰. Bestätigt wurde diese Differenzierung durch § 9 der VO über die Befreiung von bestimmten Pflichten nach dem Gesetz über das Kreditwesen⁷¹. Nach § 24 Abs. 1 Nr. 9 KWG hat ein Kreditinstitut die Aufnahme von Geschäften, die nicht Bankgeschäfte sind, unverzüglich dem Bundesaufsichtsamt und der Deutschen Bundesbank anzuzeigen. § 9 der Befreiungsverordnung nimmt nun die Ausgabe von Schuldverschreibungen mit staatlicher Genehmigung nach den §§ 795, 808 a BGB von dieser Anzeigepflicht aus, geht also von der bisherigen Praxis des Bundesaufsichtsamts aus, daß

es sich bei der Emission solcher Papiere nicht um ein Bankgeschäft im Sinne des § 1 KWG handelt.

Nun ist inzwischen, durch Gesetz vom 17.1. 2.1990⁷², die Genehmigungspflicht für Inhaber- und Orderschuldverschreibungen aufgehoben worden. Dies bedeutet freilich nicht, daß die Ausgabe solcher Papiere seither unter das Einlagengeschäft i.S. des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG ~~fiel~~⁷³. Der vor dem durch das Genehmigungsverfahren gewährleistete Anlegerschutz soll künftig durch andere Mechanismen, bei nicht an der Börse zugelassenen Papieren insbesondere durch die Prospektpflicht aufgrund des Verkaufsprospektgesetzes⁷⁴, gewährleistet werden.

Allerdings nimmt dieses Gesetz verschiedene Arten von Wertpapieren von der Prospektpflicht aus (Commercial Paper mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr; Schuldscheindarlehen fallen ebenfalls nicht unter die Prospektpflicht, da es sich bei den Schuldscheinen nicht um Wertpapiere handelt). Dies kann nun wiederum nicht bedeuten, daß künftig die Emission prospektpflichtiger Papiere nicht als Einlagengeschäft, die Ausgabe nicht prospektpflichtiger Papiere an das breite Publikum dagegen per se als Einlagengeschäft i.S. des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG anzusehen wäre. Denn durch die Aufnahme von Kapital unmittelbar bei den Anlegern mittels einer Emission von kurzfristigen Commercial Paper betreibt ein Industrieunternehmen zweifellos noch kein Einlagengeschäft i.S. des KWG.

Es bleibt die Frage, was dies für die Behandlung eines ABS-Fonds besagt. Darf einfach, wenn der Fonds Schuldverschreibungen emittiert, formal behauptet werden, daß dies hier ebensowenig wie im Fall der Emission durch ein beliebiges gewerbliches Unternehmen bedeuten kann, daß der Fonds damit ein Bankgeschäft betreibt? Oder ist darauf abzustellen, ob mit den auf diesem Wege aufgenommenen Geldern (auf der Aktivseite) Bankgeschäfte finanziert werden? Dies würde zwar zu einer brauchbaren Abgrenzung zwischen allgemeinen gewerblichen Unternehmen einerseits und Kreditinstituten andererseits führen, die als Aktivgeschäft ein sonstiges Bankgeschäft i.S. des § 1 Abs. 1 S. 2 KWG betreiben, würde freilich bei den ABS-Fonds dazu führen, daß sie nicht als Kreditinstitute angesehen werden könnten, eben weil ihr Aktivgeschäft (Ankauf von Forderungen) nach der derzeitigen Rechtslage nicht als Bankgeschäft im engeren Sinne anzusehen ist.

Diese wenigen Überlegungen zeigen, daß der Begriff des Einlagengeschäftes in § 1 KWG im Lichte der neueren Regulierung der Wertpapieremissionen und der Refinanzierung banknaher Geschäfte durch Wertpapiere neu überdacht werden muß, eine Aufgabe, die an dieser Stelle nicht unternommen

werden kann. Als gegenwärtiger Stand der Rechtsentwicklung läßt sich nur folgendes festhalten:

ABS-Fonds, die ihre Aktiva (Erwerb eines Forderungsbestandes) durch Emission von Inhaberschuldverschreibungen, seien es kurz- oder längerfristige Schuldverschreibungen, finanzieren wollten, würden kein Bankgeschäft im Sinne des Kreditwesengesetzes betreiben.

Etwas anderes würde dagegen für solche Fonds gelten, die "von mehreren Geldgebern, die keine Kreditinstitute im Sinne des § 1 Abs. 1 KWG sind, fremde Gelder auf Grund typisierter Verträge als Darlehen ... ohne Bestellung banküblicher Sicherheiten und ohne schriftliche Vereinbarung im Einzelfall laufend annehmen"⁷⁵, dies auch dann, wenn hierüber Schuldscheine ausgestellt werden⁷⁶.

4. *Anwendbarkeit des Hypothekbankgesetzes?*

Zum Abschluß sei ein Blick auf das Hypothekbankgesetz geworfen. ABS-Fonds, die auf einen grundpfandrechlich gesicherten Forderungsbestand Wertpapiere emittieren, sind ja, wenn man von der rechtstechnisch verschiedenen Ausgestaltung absieht, mit Hypothekbanken zu vergleichen, die ihren Bestand an Grundpfandkrediten durch die Emission von Pfandbriefen refinanzieren. Das Hypothekbankgesetz wäre freilich auf einen ABS-Fonds nicht anzuwenden. Zum einen gilt das Hypothekbankgesetz nur für Kreditinstitute (§ 1 Hypothekbankgesetz); ABS-Fonds sind aber, wie oben unter 3. gezeigt, regelmäßig keine Kreditinstitute. Vor allem aber muß der Geschäftsbetrieb eines dem Hypothekbankgesetz unterfallenden Instituts darauf gerichtet sein, Grundstücke zu beleihen und aufgrund der erworbenen Hypotheken Wertpapiere auszugeben (§ 1 HypothekbankG). Hypothekbanken sind demnach im Hauptgeschäft auf dem Primärmarkt, der "Erzeugung" von grundpfandrechlich gesicherten Krediten tätig. Der Erwerb von bereits bestehenden Grundpfandrechten ist ihnen nur als Neben- oder Hilfgeschäft⁷⁷, nicht als (ausschließliches) Hauptgeschäft gestattet (§ 5 Abs. 1 Nr. 2 Hypothekbankgesetz). Demgegenüber ist ein ABS-Fonds ausschließlich auf dem Sekundärmarkt tätig: Er vergibt keine Kredite, sondern erwirbt bereits bestehende Grundpfandrechte bzw. grundpfandrechlich gesicherte Kreditforderungen. Das Hypothekbankgesetz wäre auf einen sol-

chen Fonds nicht anwendbar. Eine praktische Folge ist z. B. die, daß der Fonds die von ihm emittierten Wertpapiere nicht als "Pfandbrief" bezeichnen dürfte (§ 5 a Hypothekendarstellungsgesetz).

III. Der Forderungserwerb durch den Fonds

Wenn, wie im Regelfall, Forderungen sekurisiert werden sollen, erfolgt dies durch Forderungskauf und Abtretung an den Fonds (§§ 433, 398 BGB). An dieser Stelle sind nur einige Besonderheiten zu erwähnen, die im Rahmen einer ABS-Transaktion beachtet werden müssen.

Damit der Fonds ein besseres Rating als das oder die Anschlußunternehmen erhalten kann, muß vor allem sichergestellt werden, daß der Fonds die nach bestimmten Qualitätskriterien⁷⁸ abstrakt bestimmten Forderungen tatsächlich und unanfechtbar erwirbt. Dies setzt mehreres voraus.

a) Zunächst einmal darf die Abtretung natürlich nicht durch Vereinbarung mit dem Schuldner ausgeschlossen sein (§ 399 BGB). Ferner muß sichergestellt werden, daß der Schuldner nicht mit befreiender Wirkung an den bisherigen Gläubiger, das Anschlußunternehmen, zahlen kann. Eine befreiende Zahlung ist möglich, wenn der Schuldner im Zeitpunkt seiner Zahlung von der Abtretung, die ja ohne sein Zutun und seine Kenntnis erfolgen kann, nichts weiß (§ 407 BGB). Das wird freilich häufig nicht erwünscht sein. Anders als im Fall des Factoring findet sich in den bisher bekanntgewordenen Programmen einer ABS-Transaktion meist die Vorkehrung, daß nicht der Forderungserwerber, der Fonds, die Debitorenbuchhaltung und die Geltendmachung der Forderung übernimmt, sondern daß diese Befugnis entweder beim Anschlußunternehmen verbleibt⁷⁹ oder einem Dritten ("collection agent"), z. B. einer Bank, übertragen wird. Jedenfalls wenn das Anschlußunternehmen selbst auch nach Abtretung den Forderungsbestand für den Fonds weiterhin verwaltet, wird eine Kundgabe der Abtretung regelmäßig nicht in Betracht kommen, und sie mag auch aus anderen Gründen untunlich sein. Dann muß der Fonds freilich sicherstellen, daß er die Abtretung selbst jederzeit aufdecken und weitere befreiende Zahlungen an das Anschlußunternehmen verhindern kann. Dies läßt sich z. B. auf dem Weg erreichen, daß sich der Fonds als Forderungskäufer bereits bei Vertragsschluß vom An-

schlußunternehmen unterzeichnete Abtretungsanzeigen aushändigen läßt, die den Schuldnern im Bedarfsfall gemäß § 409 Abs. 1 S. 2 BGB vorgelegt werden können.

b) Gehören zum verkauften Forderungsbestand bereits an Vorlieferanten des Anschlußunternehmens abgetretene Forderungen aus Warenlieferungen, so muß darauf geachtet werden, daß diese Vorlieferanten im Konkurs des Anschlußunternehmens nicht durch ein Rückgriffsrecht oder ein Rückbelastungsrecht des Fonds gegen das Anschlußunternehmen beeinträchtigt sein dürfen. Anderenfalls kann die Abtretung - nach den für das unechte Factoring geltenden Grundsätzen - nichtig sein⁸⁰.

c) Auf ein weiteres praktisches Problem im vorliegenden Zusammenhang wurde bereits oben hingewiesen⁸¹: Bei der Aushändigung individueller Kundendaten im Rahmen einer Abtretung sind u. U. das Bankgeheimnis und datenschutzrechtliche Bestimmungen zu beachten.

IV. Die Ausgabe von Wertpapieren durch den Fonds

Abschließend soll ein Blick auf die Anforderungen geworfen werden, die das deutsche Recht an die von einem ABS-Fonds emittierten Wertpapiere stellen würde.

a) Bei Emissionen von DM-Wertpapieren durch ausländische Emittenten ist die Erklärung der Deutschen Bundesbank zu DM-Auslandsemissionen vom 3. Juli 1992 zu beachten⁸². Soweit Schuldverschreibungen im Inland öffentlich angeboten werden und nicht zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, muß der Anbieter nach Maßgabe des Gesetzes über Wertpapier-Verkaufsprospekte vom 13.12.1990⁸³ einen Verkaufsprospekt veröffentlichen. Die Prospektpflicht besteht allerdings nicht, wenn die Papiere nur einem begrenzten Personenkreis, z. B. einzelnen institutionellen Investoren, angeboten werden (§ 2 Nr. 2 des Gesetzes), wenn es sich um Schuldverschreibungen mit einer vereinbarten Laufzeit von weniger als einem Jahr (commercial paper-) oder um eine Euro-Emission handelt, sowie wenn nur

Stückelungen von mehr als achtzigtausend DM angeboten werden (§ 2 Nr. 4, § 4 Abs. 1 Nr. 1 i.V. mit Abs. 2 und § 4 Abs. 1 Nr. 8 des Gesetzes).

b) Ein ABS-Fonds könnte, statt oder neben der Emission von Schuldverschreibungen, auch zur Ausgabe von Schuldscheinen greifen. Für sie gilt die Prospektpflicht nach dem Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz nicht; Schuldscheine sind keine Wertpapiere, sondern bloße Beweisurkunden im Sinne des § 371 BGB. Allerdings ist die Handelbarkeit dieser Papiere gegenüber Schuldverschreibungen eingeschränkt; und vor allem würde die Ausgabe von Schuldscheinen einen im Inland belegenen Fonds, wie oben näher ausgeführt wurde⁸⁴, zum Kreditinstitut i.S. des KWG machen. Denn anders als einem Verkauf von Inhaberschuldverschreibungen liegt der Aufnahme von Kapital gegen Ausstellung von Schuldscheinen ein Einlagengeschäft im Sinne des § 1 KWG zugrunde, sofern dies aufgrund typisierter Verträge und ohne Bestellung banküblicher Sicherheiten geschieht⁸⁵.

- * Erweiterte Fassung eines Vortrages, den der Verfasser am 20. Mai 1992 im Seminar für deutsches und internationales Kreditrecht der Joh. Gutenberg-Universität Mainz gehalten hat.
- 1 S. nur **Büschgen**, Finanzinnovationen - Ein Überblick, in: Gutowski (Hrsg.), Neue Instrumente an den Finanzmärkten: Geldpolitische und bankenaufsichtliche Aspekte (1988) S. 18 ff. und die Beiträge von Dombret, Herrhausen, Kuntze, Mainz und Ochynski in der Zeitschrift **f.d.ges. Kreditwesen** 1987 Heft 8.
- 2 Aus der Fülle an Literatur s. insbesondere: Rosenthal, James A./Ocampo, Juan M., *Securitization of Credit*. (Wiley & Sons 1988); Zweig, Phillip L. (Hrsg.), *The Asset Securitization Handbook*. (Dow Jones - Irwin 1989); Lederman, Jess (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*. (New York Institute of Finance 1990); Norton, Joseph J./Spellman, Paul R., *Asset Securitization. International and Legal Perspectives*. (Blackwell 1991); SEC Staff Report "Protecting Investors: A Half-Century of Investment Company Regulation", Report 1504, Extra Edition, May 29, 1992; Fabozzi, Frank J./Modigliani, Franco, *Capital Markets. Institutions and Instruments* (Prentice-Hall 1992) S. 567 - 605.
- 3 Vgl. Arbeitskreis "Finanzierung" der Schmalenbach-Gesellschaft, *Asset Backed-Securities - ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen?*, *Zfbf* 1992, 495, 521 ff. (zit.: Arbeitskreis).
- 4 Handelsblatt vom 23.9.1992; Arbeitskreis (N. 3) S. 523 ff.
- 5 Lerbinger, *Asset Backed Securities am US-Kapitalmarkt*, *Die Bank* 1987, 310; Benner, *Asset Backed Securities - eine Finanzinnovation mit Wachstumschancen?*, *BFuP* 1988, 403; Meiswinkel, *Asset-Backed Securities*, *Mitteilungen aus dem Bankseminar der Rhein. Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn* Nr. 75; Berndsen, *Asset Backed Securities - Ein interessantes Refinanzierungsinstrument für deutsche Finanzgesellschaften?*, *FLF* 1991, 190; Pollock/Stadum/Holtermann, *Die Sekuritisierung und ihre Zukunft in Deutschland*, *RIW* 1991, 275; Eichholz/Nelgen, *Asset Backed Securities - ein Finanzierungsinstrument auch für den deutschen Markt?*, *DB* 1992, 793; Arbeitskreis der Schmalenbach-Gesellschaft (N. 3).
- 6 Dazu etwa Meiswinkel (N. 5) S. 47 f.; Eichholz/Nelgen, *DB* 1992, 792, 796, s. aber auch noch unten Text zu N. 45, 46.
- 7 Zur Entstehungsgeschichte etwa Freeman, in: Williamson (Hrsg.), *The Investment Banking Handbook* (1988) S. 183, 199 f.; Goodman, ebenda S. 271 ff.; SEC-Report (N. 2) S. 5 ff.
- 8 Vgl. Kollmann, *Der US-Kapitalmarkt. Instrumente, Finanzinnovationen* (1988) S. 206 ff.
- 9 Darstellung und Analyse der S & L-Krise etwa bei K. Scott, *Never Again: The S & L Bailout Bill*, in: Furubotn/Richter (Hrsg.), *The Economics and Law of Banking Regulation*, Universität des Saarlandes, Occasional Paper Vol. 2, **1989/90** S. 33 ff.

- 10 Kollmann (N. 8) S. 214 ff.; eingehend Hourican, Rating Agency Criteria for Auto-Backed Securities, in: J. Lederman (Hrsg.), Handbook (N. 2) S. 243 ff.; Rosenthal/Ocampo (N. 2) S. 79 ff.
- 11 Baron, Fundamentals of Securitization, in: Fitch Investors Service Inc., Structured Finance (Special Report 1. Juli 1991) S. 2.
- 12 Dazu etwa Kollmann (N. 8) S. 216 ff.; Barmat, Credit Card Receivable-Backed Securities, in: Lederman, Handbook (N. 2) S. 273 ff.; Rosenthal/Ocampo (N. 2) S. 119 ff.
- 13 Überblick dazu bei Baums, Verbindungen von Banken und Unternehmen im amerikanischen Wirtschaftsrecht (1992) S. 5 ff., 20 ff.
- 14 Baums ZBB 1991, 73, 77 m.w.Nachw.
- 15 SEC-Report (N. 2) S. 2 f., 5, 12.
- 16 Eingehend dazu Arbeitskreis (N. 3) S. 519 f.; Meiswinkel (N. 5) s. 20 f.
- 17 S. etwa Rosenthal/Ocampo (N. 2) S. 232 ff. mit einem Rechenbeispiel; dazu auch Arbeitskreis (N. 3) S. 517 ff.
- 18 Rosenthal/Ocampo (N. 2) S. 40; Arbeitskreis (N. 3) S. 517; Meiswinkel (N. 5) S. 21.
- 19 Meiswinkel a.a.O.
- 20 S. dazu aber noch unten D.III.
- 21 S. Meiswinkel a.a.O. S. 25.
- 22 Vgl. dazu Arbeitskreis (N. 3) S. 521.
- 23 Eingehend Meiswinkel (N. 5) S. 22 ff.)
- 24 Vgl. Baron (N. 11) S. 3.
- 25 SEC-Report (N. 2) S. 81.
- 26 Dazu etwa Meiswinkel (N. 5) S. 27 f.
- 27 Vgl. dazu noch unten D.IV.; für die USA Meiswinkel (N. 5) S. 28 f.
- 28 Goodman, Investment Bankers in the Mortgage Markets, in: J. Peter Williamson (Hrsg.), The Investment Banking Handbook (1988) S. 276.
- 29 Unten D.
- 30 SEC Staff Report (N. 2) S. 78 ff. und passim.
- 31 S. speziell zum prepayment risk unten D.III.I .a) am Ende.
- 32 S. dazu SEC Staff Report (N. 2) S. 64 - 66.
- 33 Vgl. Report a.a.O. S. 81 ff.

- 34 Nicht behandelt wird dagegen die in der Literatur (Schneider/Eichholz/Ohl, ZIP 1992, 1452, 1456 ff.) aufgeworfene Frage, inwieweit die Beteiligung an ausländischen ABS-Fonds die Geldschöpfung beeinflussen und damit künftig zu einer Anpassung der Instrumente der Währungspolitik zwingen könnten.
- 35 Vgl. Rosenthal/Ocampo (N. 2) S. 17; U. H. Schneider/Eichholz/Ohl, ZIP 1992, 1452, 1458 f. m.w.Nachw. in N. 15.
- 36 Demnächst - nach Inkrafttreten der 4. KWG-Novelle - in der den Vorschriften der Solvabilitäts-Richtlinie der EG angepaßten Form.
- 37 S. dazu Arbeitskreis (N. 3) S. 506; aus rechtlicher Sicht Soergel/Huber BGB 12. Aufl. 1991 § 438 Rz. 8, 12.
- 38 Schneider/Eichholz/Ohl ZIP 1992, 1452, 1455 f.
- 39 Canaris, in: Staub, Großkommentar HGB, 4. Aufl. 1988, Rz. 61 a.
- 40 S. dazu etwa Roth, Münchkomm. BGB, 2. Aufl. 1985, § 399 Rz. 20 f.
- 41 Vgl. noch unten D.III.
- 42 Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des KWG, BT-Drucks. 12/3377.
- 43 Vgl. § 53 b Abs. 7 des Entwurfs.
- 44 Vgl. BGHZ 58, 364; BGHZ 76, 119; Altenhoff/Chemnitz, RBerG, 9. Aufl. 1991, 5. AVO RBerG § 1 Rz. 962.
- 45 Eichholz/Nelgen, DB 1992, 793, 796 f.
- 46 Vgl. dazu die Erwägungen in BVerfGE 42, 374, 388 ff.
- 47 Zu Sonderformen Rosenthal/Ocampo (N. 2) S. 58 ff.
- 48 Eingehende Darstellung zum folgenden bei Rosenthal/Ocampo (N. 2) s. 47 ff.
- 49 Es wird unterstellt, daß kein minderkaufmännisches Gewerbe (vgl. § 4 As. 2 HGB) betrieben wird.
- 50 S. unten 3.
- 51 S. etwa Brüggemann, in: Staub, HGB, 4. Aufl. 1983, § 1 Rz. 87.
- 52 Vgl. §§ 10 a Abs. 2 S. 5 Nr. 1, 19 Abs. 1 Nr. 1 KWG; s. auch die Definition des "Finanzinstituts" in § 1 Abs. 3 KWG in der künftig geltenden Fassung.
- 53 S. dazu statt aller Schilling, in: Staub, HGB, 4. Aufl. 1987, Anh. § 161; Martens, in: Schlegelberger, HGB, Bd. III/2, 5. Aufl. 1986, § 161 Anm. 128 ff.
- 54 Maartens a.a.O. Rz. 132.
- 55 Im einzelnen dazu unten IV.

- 56 Dazu noch unten IV.
- 57 Dazu oben D.I.I.
- 58 S. oben C.II.2.
- 59 S. dazu unten IV.
- 60 Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften i.d.F. der Bekanntmachung vom 14.1.1970, BGBl. I, 127.
- 61 Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen der Finanzmärkte (Finanzmarktförderungsgesetz) vom 22.2.1990, BGBl. I, 266.
- 62 Zur Anwendbarkeit des amerikanischen Investment Company Act auf ABS-Fonds SEC-Report (N. 2) S. 66 ff.
- 63 Eingehend zur Behandlung von ABS-Fonds als Kreditinstitute i.S. des KWG unten 3.
- 64 Oben 2.
- 65 Vgl. auch die Klarstellung durch § 1 Abs. 3 KWG in der Fassung der derzeit im Bundestag beratenen KWG-Novelle. Danach ist der gewerbliche entgeltliche Erwerb von Forderungen kein Bankgeschäft eines Kreditinstituts, sondern die Geschäftstätigkeit eines "Finanzinstituts".
- 66 Canaris, HGB, Großkommentar Bd. 3, 3. Teil, Bankvertragsrecht (2. Bearbeitung 1981) Rz. 1658 m.w.Nachw. auch zu älteren Auffassungen, Bähre/Schneider KWG-Kommentar (3. Aufl. 1986) § 1 Anm. 5; Reischauer/Kleinhans KWG Kommentar I. Band (Loseblattsig.) § 1 Anm. 23 a.E.; Szagunn/Wohlschieß, Gesetz über das Kreditwesen (5. Aufl. 1990) § 1 Rz. 12.
- 67 Bähre/Schneider (N. 66) § 1 Anm. 10.
- 68 Vgl. Szagunn/Wohlschieß (N. 66) § 1 Rz. 17, 18 m.Nachw.; Bähre/Schneider (N. 66) § 1 Anm. 7; Reischauer/Kleinhans (N. 66); bestätigt durch OVG Berlin vom 20.2.1980, Abdruck bei Beckmann/Bauer Bankaufsichtsrecht (Entscheidungssammlung) § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 [Nr. 141. Kritisch dazu etwa Canaris BB 1978 S. 227 ff. m.w.Nachw.
- 69 OVG Berlin a.a.O.
- 70 Bähre/Schneider (N. 66) § 1 Anm. 7.
- 71 VO vom 20.8.1985, BGBl. I S. 1713.
- 72 BGBl. I S. 2839.
- 73 Ebenso Reischauer/Kleinhans (N. 66) § 1 Anm. 14 a.E.
- 74 Gesetz über Wertpapier-Verkaufsprospekte und zur Änderung von Vorschriften über Wertpapiere vom 13.12.1990, BGBl. I S. 2749.

- 75 Vgl. Staudinger/Hopt/Mülbert, BGB (12. Aufl. 1989) Vorbem. zu §§ 607 ff. Rz. 19 m.w.Nachw.
- 76 Szagunn/Wohlschieß (N. 66) § 1 Rz. 18 m.w.Nachw.
- 77 Eingehend dazu etwa Fleischmann/Bellinger/Kerl, Hypothekbankgesetz (3. Aufl. 1979) Anmerkungen zu § 5.
- 78 Praktisch werden derartige Qualitätskriterien in einer Liste ankaufsfähiger Forderungen festgehalten, die dann dem Forderungskaufvertrag zugrunde gelegt wird. Solche Qualitätskriterien können etwa folgende Anforderungen aufstellen: Forderungen nur in DM; nur Forderungen gegen inländische Schuldner; Forderungen, die noch nicht fällig sind, und deren Fälligkeit nur von einer einfachen Rechnungserstellung abhängt; Forderungen gegen Schuldner, die ihren Zahlungsverpflichtungen bisher nachgekommen, und die nicht mit dem Anschlußunternehmen gesellschaftsrechtlich verbunden sein, u.a.m.
- 79 Nach deutschem Recht: mittels einer Ermächtigung gemäß § 185 BGB.
- 80 BGHZ 82, 50; Soergel/Huber BGB, Bd. 3, 12. Aufl. 1991, Vor § 433 Rz. 303 m.Nachw.
- 81 Oben D.I.4.
- 82 Abdruck WM 1992, 1211.
- 83 Gesetz über Wertpapier-Verkaufsprospekte und zur Änderung von **Vorschriften** über Wertpapiere vom 13.12.1990, BGBl. I, 2749.
- 84 Oben 11.3.
- 85 Eingehend oben 11.3.