

Johann Wolfgang Goethe-Universität  
Frankfurt am Main

Arne Klüwer / Fabian Marschall

**"WHOLE BUSINESS SECURITISATION"**

**DIE VERBRIEFUNG EINES  
UNTERNEHMENSCASHFLOWS**

Nr. 123 (7/2005)



Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

**"WHOLE BUSINESS SECURITISATION"**  
**DIE VERBRIEFUNG EINES UNTERNEHMENSCASHFLOWS**  
**Rechtsanwalt Dr. Arne Klüwer, LL.M. (Duke)**  
**Rechtsreferendar Fabian Marschall**

*Die Verbriefung des Cash Flows eines Unternehmens ist eine in Großbritannien bekannte und etablierte Form der Unternehmensfinanzierung. In Deutschland hat es bisher erst zwei Transaktionen dieser Art gegeben. Die Gründe hierfür liegen in den unterschiedlichen rechtlichen Systemen und den unterschiedlichen Möglichkeiten der Darlehensbesicherung. Dieser Aufsatz beschreibt die diesbezüglichen wesentlichen Unterschiede und stellt Strukturen vor, mit denen auch im deutschen Rechtskreis entsprechende Transaktionen umgesetzt werden können.*

## **EINLEITUNG**

Asset-Backed Securitisation hat sich in Deutschland als Technik der Unternehmensfinanzierung etabliert. Eine zunehmend diskutierte Unterform dieser Finanzierungstechnik ist die sogenannte "*Whole Business Securitisation*" ("**WBS**"), die Verbriefung des gesamten oder eines wesentlichen Teils des Cash Flows eines Unternehmens. Es handelt sich dabei um eine Mischform aus einem besicherten Darlehen und einer gewöhnlichen Asset-Backed Transaktion, die in wesentlichen Aspekten allerdings mehr mit einem besicherten Akquisitionsfinanzierungsdarlehen, als mit der klassischen Forderungsverbriefung gemein hat.

Üblicherweise basieren alle sog. True Sale<sup>1</sup> Asset-Backed Transaktionen auf der folgenden Grundstruktur. Eine juristische Person (der "**Originator**") verkauft Vermögenswerte an eine sogenannte Zweckgesellschaft, die den in diesem Zusammenhang geschuldeten Kaufpreis über Schuldverschreibungen am Kapitalmarkt finanziert. Die Schuldverschreibungen (*securities*) sind durch die verkauften und übertragenen Vermögenswerte (*assets*) besichert (*backed*) und werden daher als Asset Backed Securities ("**ABS**") bezeichnet. Die Schuldverschreibungen sind hierbei oftmals von Rating Agenturen bewertet ("*gerated*"), wobei das Rating eine Aussage darüber darstellt, wie wahrscheinlich die Rückzahlung bzw. ein Ausfall der ABS Papiere ist. Um ein möglichst positives Rating zu erhalten, werden

---

<sup>1</sup> Abzugrenzen von sogenannten synthetischen Verbriefungen. Im Rahmen einer synthetischen Verbriefung werden keine Vermögenswerte verkauft und übertragen, sondern es werden alleine die mit einem Forderungsportfolio verbundenen Risiken durch Kreditderivate auf den Kapitalmarkt übertragen. Bei synthetischen Transaktionen werden damit vermögenswertbezogene Risiken verbrieft, während bei True Sale Transaktionen die Vermögenswerte selbst verbrieft werden. Die klassische Form der True Sale Verbriefung wurde in den vergangenen vier Jahren ganz wesentlich von der synthetischen Verbriefung überlagert, ist aber zur Zeit wieder stark im Kommen. Aktuelle Gesetzesinitiativen lassen im Erfolgsfalle eine regelrechte Neugeburt dieser Finanzierungsform erhoffen.

entsprechende Mechanismen implementiert, um die von den Investoren zu tragenden rechtlichen und wirtschaftlichen Risiken zu verringern.

Die Emission der ABS kann durch die Zweckgesellschaft selbst erfolgen. Sie kann auch, wie etwa im Falle einer Multiseller-Conduit Securitisation üblich, durch eine zusätzliche, speziell zu Zwecken der Emission gegründete Gesellschaft erfolgen, die die Emission der ABS Papiere betreibt und der Ankaufszweckgesellschaft die aus der Emission erlösten Gelder über ein Darlehen oder im Rahmen eines Auftragsverhältnisses zuleitet.

Die übertragenen Vermögenswerte werden üblicherweise im Auftrag der Zweckgesellschaft vom Originator verwaltet und eingezogen. Eine Offenlegung der geänderten Eigentumsverhältnisse an den Vermögenswerten insbesondere gegenüber dem Kunden des Originators erfolgt normalerweise nicht bzw. erst dann, wenn eine Verwertung der Vermögensgüter für die Zweckgesellschaft aufgrund der Insolvenz des Originators erforderlich wird.

Zur Rückzahlung der ABS dienen die von den übertragenen Vermögenswerten generierten Cash Flows, die über die Zweckgesellschaft(en) an die Investoren zurückgeleitet werden.

Eine Whole Business Securitisation hat mit einer klassischen ABS Transaktion gemein, dass in einer derartigen Transaktion ein Cash Flow verbrieft wird, der den Investoren zur Rückzahlung einer ABS Anleihe dient. In den meisten weiteren strukturellen Aspekten unterscheidet sich das Produkt hingegen von einer klassischen ABS Transaktion.

## **GRUNDLAGEN EINER WHOLE BUSINESS SECURITISATION**

Da Gegenstand einer WBS die wirtschaftliche Verbriefung eines Unternehmenscashflows ist, sind WBS-Transaktionen mit dem Ziel einer maximalen Kontrolle über die Cash Flows des als Originator auftretenden Unternehmens strukturiert. Entscheidend ist es hierbei, dass dem Investor in der Insolvenz des Originators die Cash Flows in gleichem Maße zur Bedienung der ABS Papiere zur Verfügung stehen, wie vor dessen Insolvenz.

Einer klassischen ABS-Transaktion liegt die Verbriefung eines abgegrenzten bestimmten Forderungen zurechenbaren Cash Flows zugrunde, wobei die betreffenden Forderungen der jeweiligen Emissionszweckgesellschaft (direkt oder indirekt) zur Bedienung der von ihr emittierten Schuldtitel zur Verfügung stehen.

Im Gegensatz dazu kommt es bei einer WBS-Transaktion zu einer Verbriefung von Vermögenswerten, die den gesamten oder zumindest einen wesentlichen, selbständigen Teil des Cash Flows des Originators generieren. Im Unterschied zu klassischen Securitisation Transaktionen handelt es sich dabei allerdings um die Verbriefung zukünftiger Cash Flows, die auf den für die Vermögenswerte prognostizierten Ertrags Erwartungen beruhen. So werden von den Investoren nicht die Bonitätsrisiken hinsichtlich existierender Forderungen getragen, sondern das Risiko eines Fortbestandes des Cash Flows an sich.

Im Rahmen des Ratings wirkt sich dieser Grundgedanke so aus, daß das Ergebnis einer Bewertung nicht von der Qualität bestimmter Forderungen in einem Portfolio abhängt, sondern verstärktes Gewicht auf die Beurteilung des Cash Flow Managements des Originators gelegt wird, ebenso wie auf die Frage, ob der den Investoren im Ergebnis zur Verfügung stehende Cash Flow auch in der Insolvenz des Originators weiter fortbesteht.

## 1.2 Wurzeln im englischen Recht

WBS wurde in England vor dem Hintergrund der im angelsächsischen Recht verfügbaren Mechanismen entwickelt und beruht daher auch auf Besonderheiten des dortigen Rechts, insbesondere der *floating charge* und damit zusammenhängend auch der Figur eines *administrative receiver*.<sup>2</sup>

In der Grundstruktur einer englisch-rechtlichen WBS Transaktion emittiert eine Zweckgesellschaft eine Anleihe in den Kapitalmarkt. Die Rückzahlung der Anleihe erfolgt aus einem Darlehen der Zweckgesellschaft an den Originator als operativem Unternehmen. Das Darlehen ist durch *fixed charges* und *floating charges* besichert.

Die *fixed charge* ist ein Sicherungsrecht, welches im deutschen Recht keine unmittelbare Entsprechung findet, seinem Wesen nach aber einem besitzlosen Pfandrecht nahe kommt. Die *floating charge* ist ebenfalls ein besitzloses Verwertungsrecht, das an beweglichen und unbeweglichen Sachen sowie Rechten bestellt werden kann.<sup>3</sup> Im Gegensatz zur *fixed charge* wird sie jedoch nicht an bestimmten Sachen oder Rechten bestellt.<sup>4</sup> Vielmehr bezieht sie sich nur auf einen generisch beschriebenen Bestand an Sachen oder Rechten. Die *floating charge*

---

<sup>2</sup> Schwarcz, Structured Finance, 3. Aufl. 2005, 9-2.

<sup>3</sup> vgl. von Bernstorff, Einführung in das englische Recht, 2. Aufl. 2000, S. 136, der die *fixed charge* und die *floating charge* als mit dem deutschen Recht nicht vergleichbare Sicherungsrechte ansieht, die man am ehesten noch als "schwebend unwirksame Generalhypothek über das gesamte Gesellschaftsvermögen" bezeichnen könne; Tolley's, Insolvency Law, Stand: 38. Ergänzungslieferung Februar 2005, R4207/1.

<sup>4</sup> Tolley's, Insolvency Law, Stand: 38. Ergänzungslieferung Februar 2005, vgl. R4206 ff.

"schwebt" mithin, bis sie bei Eintritt bestimmter Bedingungen konkrete Sachen oder Rechte erfasst (*crystallisation*). Die *floating charge* wird dann zu einer *fixed charge* und der Schuldner verliert die Berechtigung, ohne Zustimmung des Gläubigers über die betroffenen Sachen oder Rechte zu verfügen.<sup>5</sup>

Der Nachteil der *floating charge* besteht darin, dass sie gegenüber einer *fixed charge* grundsätzlich nachrangig ist. Dies gilt auch dann, wenn der Schuldner sich vertraglich verpflichtet hat, keine *fixed charge* an seinen Vermögenswerten zu bestellen. Hinzu kommt, dass Erlöse aus der Verwertung der *floating charge* zunächst bevorzugten Gläubigern (*preferential creditors*) zugute kommen. Dies kann unter anderem Steuerschulden betreffen oder Forderungen der Arbeitnehmer aus dem Beschäftigungsverhältnis sowie Pensionszahlungen.<sup>6</sup> In einer WBS erfolgt die Besicherung daher nicht nur über eine *floating charge*, sondern soweit möglich auch über *fixed charges*. Dennoch ist die Bestellung einer *floating charge* im Rahmen einer WBS erforderlich, da sie zur Ernennung eines *administrative receiver* berechtigt.

Tatbestände, die zur *crystallisation* führen, können von den Parteien vertraglich festgelegt werden und sind zudem von der Rechtsprechung entwickelt worden.

Im Rahmen der vertraglichen Ausgestaltung werden üblicherweise Bedingungen definiert, deren Eintritt zur *crystallisation* führen (sog. trigger events). Daneben wird dem Gläubiger das Recht eingeräumt, die *crystallisation* einseitig durch eine Anzeige an den Schuldner herbeizuführen.

Nach der Rechtsprechung kommt es in den folgenden Fällen zur *crystallisation*:<sup>7</sup>

- (a) Ein Gericht beschließt die Liquidierung des betroffenen Unternehmens. Ein Antrag auf Liquidierung reicht nicht aus.
- (b) Der Sicherungsgeber stellt seine Geschäftstätigkeit ein. Dies schließt auch den Fall ein, dass der Sicherungsgeber Vermögenswerte in einem Maße veräußert, dass die Weiterführung der Geschäftstätigkeit unmöglich wird.
- (c) Der Sicherungsnehmer schreitet gegen Verfügungen des Sicherungsgebers über das Sicherungsgut ein.

---

<sup>5</sup> Tolley's, Insolvency Law, Stand: 38. Ergänzungslieferung Februar 2005, R4207.

<sup>6</sup> Tolley's, Insolvency Law, Stand: 38. Ergänzungslieferung Februar 2005, R4207.

<sup>7</sup> Tolley's, Insolvency Law, Stand: 38. Ergänzungslieferung Februar 2005, R4208.

(d) Der Sicherungsnehmer ernennt einen receiver oder *administrative receiver*.

Anders als das deutsche Insolvenzrecht sieht das englische Insolvenzrecht keinen einheitlichen Insolvenzverwalter vor. Vielmehr unterscheidet es zwischen dem *liquidator*, dem *administrator* und dem *receiver* bzw. *administrative receiver*. Die Aufgabe des *liquidators* ist es, für die Auflösung des insolventen Unternehmens zu sorgen. Der *administrator* wird ernannt, um das Unternehmen zu erhalten und aus der Insolvenz herauszuführen oder wenn es für die Gläubiger besser ist, das Unternehmen zumindest vorübergehend weiterzuführen und gegebenenfalls später zu liquidieren.<sup>8</sup> Sowohl der *liquidator* als auch der *administrator* werden von Gericht benannt.

Im Gegensatz dazu wird der *receiver* grundsätzlich in einem außergerichtlichen Verfahren von einem Gläubiger des insolventen Unternehmens bestellt. Voraussetzung dafür ist, dass dieser durch eine *fixed charge* besichert ist. Handelt es sich um eine *floating charge*, so spricht man vom *administrative receiver*.<sup>9</sup> Die Besonderheit des *administrative receiver* besteht darin, daß er sowohl dazu befugt ist, das Unternehmen weiterzuführen als auch die Liquidierung des Unternehmens einzuleiten.<sup>10</sup> Dies entscheidet er nach eigenem Ermessen.<sup>11</sup> Eine Pflicht, das Unternehmen nicht zu liquidieren, sondern es zu erhalten, besteht nicht. Vielmehr muß der *administrative receiver* auf das für die ernennenden Gläubiger beste Ergebnis hinwirken.<sup>12</sup> Ein Weisungsrecht der Parteien besteht insofern nicht. Die Bestellung eines *administrative receiver* hindert andere Parteien nicht daran, einen Antrag auf Einleitung eines Insolvenzverfahrens zu stellen.<sup>13</sup>

### 1.3 Ansatz für eine WBS Struktur nach deutschem Recht

Im deutschen Recht gibt es kein der *floating charge* vergleichbares Instrument. Bei der deutschen Variante der WBS werden daher verschiedene Sicherungstechniken zu einem Sicherheitenpaket verknüpft, das der *floating charge* insgesamt wirtschaftlich nahe zu kommen bestrebt ist.

---

<sup>8</sup> Insolvency Act 1986 Schedule B1, Sec. 3 (1).

<sup>9</sup> Insolvency Act 1986 Sec. 29 (2).

<sup>10</sup> Insolvency Act 1986, Schedule 1 para. 14 und 21.

<sup>11</sup> *Lightman & Moss*, The Law of Receivers and Administrators of Companies, 3. Aufl. 2000, S. 17.

<sup>12</sup> *Lightman & Moss*, The Law of Receivers and Administrators of Companies, 3. Aufl. 2000, S. 181.

<sup>13</sup> *Lightman & Moss*, The Law of Receivers and Administrators of Companies, 3. Aufl. 2000, S. 17.

## WIRTSCHAFTLICHER ANWENDUNGSBEREICH / RATING

WBS eignet sich insbesondere für Unternehmen, die historisch stabile Erträge nachweisen können.<sup>14</sup>

Demnach bieten sich Unternehmen an, die in Märkten mit hohen Markteintrittsschranken tätig sind wie etwa für Versorger und Betreiber von Infrastruktureinrichtungen. Gleiches gilt für Unternehmen, die über eine starke, etablierte Stellung im Markt verfügen, die das betreffende Unternehmen vor einem Preiswettbewerb schützt. Dies kann dann zutreffen, wenn potentielle Wettbewerber von einem Markteintritt durch dessen hohe Kosten und Risiken abgeschreckt werden. Hohe Markteintrittsschranken bestehen außerdem bei Unternehmen, die aufgrund von tatsächlichen (z.B. geographischen) oder rechtlichen (z.B. regulatorischen) Gründen nicht ohne weiteres ersetzt werden können.<sup>15</sup>

Das Unternehmen sollte historisch stabile Erträge über mindestens drei Jahre nachweisen können. Vorzugsweise sollte sich der Zeitraum über 10-15 Jahre erstrecken und auch Rezessions- und Wachstumsphasen einschließen. Außerdem sollten die Erträge eine geringe Volatilität aufweisen. Da WBS-Transaktionen häufig infolge von M&A-Transaktionen stattfinden, kann es vorkommen, dass die aktuelle Ertragslage von der historischen abweicht. Werden vor diesem Hintergrund Annahmen über die zukünftige Ertragslage gemacht, so werden Verbesserungen der Ertragslage nur insoweit berücksichtigt, wie sie sich eindeutig nachweisen lassen.<sup>16</sup>

Außerdem ist eine Prognose der zukünftigen Ertragslage erforderlich. Angesichts möglicher Laufzeiten der Schuldverschreibungen von bis zu 30 Jahren kann dies unter Umständen mit Schwierigkeiten verbunden sein. Berücksichtigt werden dabei auch Auswirkungen technologischer Entwicklungen sowie mögliche Änderungen des wirtschaftlichen Umfelds. Gegebenenfalls wird die Laufzeit der Schuldverschreibungen gekürzt. Insgesamt wird von konservativen Wachstumsannahmen ausgegangen.<sup>17</sup>

Die Ratingagenturen bewerten zudem die langfristige Strategie des betreffenden Unternehmens. Im Rahmen einer WBS-Transaktion wird erwartet, dass das Unternehmen die Risiken gering hält. Eine Diversifizierung des operativen Geschäfts, wesentliche

---

<sup>14</sup> Vgl. *Fitch*, Report vom 28. Januar 2004 "Criteria for Whole Business Securitisation", S. 2 ff.

<sup>15</sup> *Schwarzc*, Structured Finance, 3. Aufl. 2005, 9-7.

<sup>16</sup> *Fitch*, Report vom 28. Januar 2004 "Criteria for Whole Business Securitisation", S. 2.

<sup>17</sup> *Fitch*, Report vom 28. Januar 2004 "Criteria for Whole Business Securitisation", S. 2.

Akquisitionen oder Aktivitäten im Bereich Forschung und Entwicklung sind daher ausgeschlossen. Denkbar sind aber auch Strukturen, bei denen die Geschäftsbereiche, die von der WBS betroffen sind, von anderen Bereichen im Sinne eines sogenannten "ring-fencing" abgeschirmt werden.<sup>18</sup>

Im Gegensatz zu klassischen ABS-Transaktionen erfolgt die Rückzahlung der emittierten Schuldverschreibungen nicht direkt aus an eine Zweckgesellschaft übertragenen Vermögenswerten, sondern aus dem Cash Flow des Unternehmens selbst. Daher liegt ein Schwerpunkt der Bewertung durch die Ratingagenturen auf dem Management des betreffenden Unternehmens. Stabile Managementstrukturen und etablierte Verfahren wirken sich ebenso positiv aus wie eine geringe Abhängigkeit von spezialisierten, schwer ersetzbaren Geschäftsführern und dem Vorhandensein von qualifiziertem Personal in nachfolgenden Ebenen. Erforderlich sind zudem ein Controlling- und ein Berichtswesen.<sup>19</sup>

In England haben sich Unternehmen bereits vielfach über eine WBS finanziert. Unternehmen, die WBS genutzt haben, sind beispielsweise Pflegeheime, Pubs<sup>20</sup> und Fährbetriebe.<sup>21</sup>

Wieweit sich ein Unternehmen überhaupt wirtschaftlich für eine WBS-Transaktion eignet, ist daher im Ergebnis in der Regel nur auf Basis einer detaillierten Analyse der durch das Unternehmen erwirtschafteten *Cash Flows* zu beantworten.

## **EXISTIERENDE WBS STRUKTUREN IN DEUTSCHLAND**

Bis heute wurden zwei WBS-Transaktionen mit deutschen Bezügen in der Praxis umgesetzt. Beide Transaktionen verbrieften Darlehen und die dazugehörigen Sicherheiten, die jeweils von einer Zweckgesellschaft an ein Unternehmen ausgereicht wurden und die sich auf den zukünftigen Cash Flow der jeweiligen Originatoren bezogen.

Bei der ersten, im März 2001 abgeschlossenen WBS-Transaktion mit deutscher Beteiligung handelt es sich um die Verbriefung eines Musikverlages. Die Transaktion verbrieft den über

---

<sup>18</sup> *Fitch*, Report vom 28. Januar 2004 "Criteria for Whole Business Securitisation", S. 2.

<sup>19</sup> *Fitch*, Report vom 28. Januar 2004 "Criteria for Whole Business Securitisation", S. 3; vgl. auch *Standard & Poor's*, "Principles for Analyzing Corporate Securitizations: Update" vom 18. September 2003.

<sup>20</sup> Vgl. *Fitch*, Special Report vom 26. Januar 2004, "One for the Road: Another Crawl Through UK Pub Securitizations".

<sup>21</sup> Vgl. *Standard & Poor's*, "Principles for Analyzing Corporate Securitizations: Update" vom 18. September 2003.

einen Zeitraum von 15 Jahren mit Musikverlagsrechten in fünf verschiedenen Rechtsordnungen<sup>22</sup> zusammenhängenden Cash Flow.

Bei der zweiten, November 2001 abgeschlossenen Transaktion handelt es sich um die Verbriefung von Cash Flows eines deutschen Technologieunternehmens.<sup>23</sup>

Die Verbriefung im Technologiesektor wurde über die Platzierung einer an der Luxemburger Börse notierten Anleihe finanziert, während die Finanzierung der auf Musikverlagsrechte bezogenen Transaktion über ein sogenanntes ABS Conduit strukturiert ist.<sup>24</sup> Die den beiden Transaktionen zugrundeliegenden Strukturen sind in hohem Maße unterschiedlich und untermauern die These, dass es sich bei dem Bereich Whole Business Securitisation nicht um ein standardisiertes Produkt handelt. Die wesentlichen Unterschiede beider Strukturen sind auf die unterschiedlichen Geschäftsfelder und die mit den jeweils zugrundeliegenden Cash Flows zusammenhängenden unterschiedlichen Rechtsverhältnisse zurückzuführen.

#### **1.4 Verbriefung von Musikverlagsrechten**

Bei der ersten WBS Securitisation handelt es sich um eine besicherte Darlehensstruktur, bei der jeweils unmittelbar oder – so für den deutschen Teil der Transaktion – mittelbar die Musikverlagsrechte der beteiligten Gesellschaften als Sicherheit für die Finanzierung verwendet werden.

Strukturen, mit denen Musikverlagsrechte verbrieft werden, sind wirtschaftlich und rechtlich besonders robust. Hier gewähren alleine schon die Sicherheiten eine weitgehende Kontrolle über die Cash Flows des Unternehmens, um die aufgenommenen Verbindlichkeiten ausreichend zu besichern.

##### **1.4.1 Wirtschaftliche Sicherstellung des Cash Flows**

Während der nach § 9 VerlagsG im Verlagsvertrag vereinbarten Dauer eines Musikverlagsrechts ist der auf dieses bezogene Cash Flow wirtschaftlich so lange sichergestellt, wie der Markt durch entsprechendes Verhalten Interesse an dem mit dem Musikverlagsrecht verbundenen Produkt zeigt. Das Musikverlagsrecht generiert Zahlungsansprüche durch faktisches Verhalten der Verbraucher, daher durch

---

<sup>22</sup> Deutschland, Niederlande, Schweden, UK und USA. Vgl. zu alledem Financial Times vom 2. März 2001.

<sup>23</sup> vgl. den Emissionsprospekt der Tenovis Finance Limited vom 9. November 2001.

<sup>24</sup> durch Aufnahme eines Darlehens bei einer für verschiedene ABS-Transaktionen verwendeten Zweckgesellschaft (sog. "ABS Conduit") wird.

Inanspruchnahme der wirtschaftlichen Leistung, z.B. durch öffentliche Aufführung oder Sendung der darauf bezogenen Werke. Ein rechtlicher Anspruch auf diese Inanspruchnahme besteht hingegen selbstverständlich nicht.

#### **1.4.2 Rechtliche Kontrolle über den Cash Flow**

Ein auf ein Musikverlagsrecht bezogener Cash Flow ist in Deutschland über die GEMA, die "Inkassogesellschaft der Musikindustrie" gebunden, da diese als Verwertungsgesellschaft im Sinne des § 1 Abs. 1 und 4 WahrnG die Vergütungsansprüche der Inhaber von Musikverlagsrechten durchsetzt.<sup>25</sup> Dabei sind die Rechte eines Musikverlages auf Auskehr der Inkassoerlöse gegen die GEMA selbständig im Rahmen der mit der GEMA bestehenden Vereinbarungen mit Zustimmung der GEMA abtretbar. Mit der GEMA handelt es sich um eine wirtschaftlich stabile Organisation<sup>26</sup>, so dass die Auskehransprüche eines Musikverlages gegen die GEMA wirtschaftlich als Sicherheiten in Form eines Anspruches gegen einen Schuldner mit hoher Bonität als gut geeignet angesehen werden können. Bei den jeweiligen Auskehransprüchen gegenüber der GEMA handelt es sich jedoch um zukünftige Rechte. Da die Zession zukünftiger rechtlicher Ansprüche jedoch aufgrund der Auswirkungen von § 91 InsO in der Insolvenz des Zedenten nicht insolvenzfest ist, ist die Kontrolle über den Cash Flow alleine aus der Perspektive einer WBS-Transaktion nicht ausreichend und die Kontrolle über die Musikverlagsrechte selbst ebenfalls wünschenswert/notwendig. Dies bedeutet, dass die Musikverlagsrechte jeweils vom ursprünglichen Musikverlag an eine gesonderte Gesellschaft übertragen werden sollten, um die Musikverlagsrechte selbst vom Insolvenzrisiko des Originators zu trennen.

Insgesamt eignen sich Musikverlagsrechte gerade auch im aktuellen deutschen Umfeld daher besonders zur Verbriefung, weil der über die GEMA vom Originator getrennte Forderungseinzugsmechanismus es technisch einfacher als in den meisten anderen Fällen erlaubt, einen wesentlichen Teil des Unternehmenscashflow vom Originator und dessen Fortbestehen selbst zu trennen.

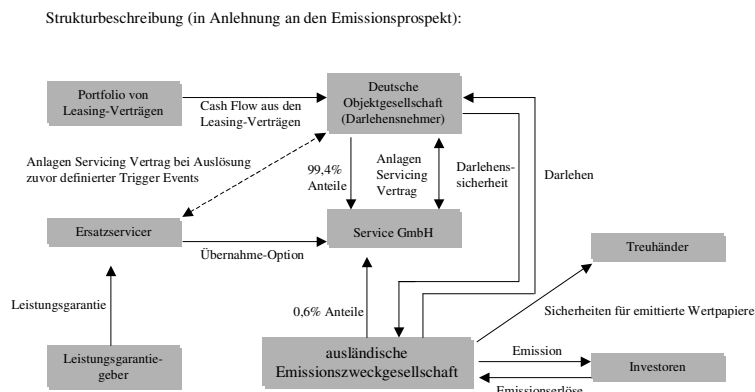
---

<sup>25</sup> vgl. *Schack*, Urheber- und Urhebervertragsrecht, 2. Aufl. 2001, Rn. 1155 ff. und 1200 ff.

<sup>26</sup> Es handelt sich um einen wirtschaftlichen Verein, vgl. § 1 der im Internet abzurufenden Satzung der GEMA.

## 1.5 Die Verbriefung eines Cash Flows eines Unternehmens für Telekommunikationssysteme

Die deutsche Technologietransaktion bietet Telekommunikationssysteme für Geschäftskunden an, von der diese anbietenden inländischen Gesellschaft ihren Kunden im Rahmen von Leasingvereinbarungen zur Nutzung überlassen werden.



### 1.5.1 Grundlagen

Auch diese Transaktion beruht auf einem besicherten Darlehen, das die ausländische Emissionsgesellschaft an den eigentlichen inländischen "Originator", einer in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft organisierten Objektgesellschaft, ausgereicht hat. Die Bedienung des Darlehens erfolgt aus den Cash Flows, die unter denjenigen Leasingverträgen erwirtschaftet werden, welche die inländische Objektgesellschaft mit ihren Kunden abgeschlossen hat. Zur Besicherung des Darlehens wurde von der inländischen Objektgesellschaft ein Nutzungspfand über ihre Telekommunikationssysteme zugunsten der ausländischen Emissionszweckgesellschaft bestellt. Weiter trat die inländische Objektgesellschaft alle ihre Ansprüche gegen die kontoführende Bank hinsichtlich desjenigen Bankkontos zur Sicherheit an die ausländische Emissionszweckgesellschaft ab, auf dem die Zahlungen aus den Leasingverträgen eingehen. Schließlich umfasste das Sicherheitenpaket auch eine Anteilsverpfändung durch die inländische Objektgesellschaft über die von ihr

gehaltenen Anteile in ihrer Servicegesellschaft, mit deren Hilfe die Telekommunikationssysteme gewartet werden.

Die Struktur der Transaktion basiert auf verschiedenen wirtschaftlichen Annahmen. Eine dieser Annahmen ist es, dass die Telekommunikationssysteme selbst im Verwertungsfalle außerhalb ihrer aktuellen Verwendung allenfalls einen zu vernachlässigenden (Verkaufs-)Wert haben, weil diese an die Anforderungen der einzelnen Geschäftskunden individuell angepasst sind und daher eine anderweitige Nutzung (und damit auch Verwertung) schwierig wäre. Die darauf aufbauende Annahme ist es, dass allein das (Leasing-)Geschäft als Ganzes einen Wert für die Gläubiger des Unternehmens darstellt.

Aus Sicht der Investoren ist es daher entscheidend, dass das Leasinggeschäft als Ganzes fortbesteht und einen Cash Flow für die Investoren generiert, selbst wenn der Darlehensnehmer selbst insolvent ist.<sup>27</sup>

### **1.5.2 Die "Anreizstruktur" ("*incentive model*")**

Hintergrund der Bestellung des Nutzungspfandes an den Leasingverträgen zugrundeliegenden Telekommunikationssystemen ist es, einen Anreiz für den Insolvenzverwalter zu schaffen, zum einen die Leasingverträge trotz seines Wahlrechts gemäß § 103 InsO fortzuführen und damit auch den dem Unternehmen zur Verfügung stehenden Cash Flow in dessen Insolvenz zu erhalten und zum anderen auch das ausstehende Darlehen mit diesem Cash Flow zu bedienen. Hierbei ist die Fortsetzung der Bedienung der Darlehen Bedingung für die Möglichkeit, die Leasingverträge fortzusetzen und umgekehrt, da eine Verwertung der Telekommunikationssysteme gleichzeitig ein Ende der Nutzung der Telekommunikationssysteme für die inländische Objektgesellschaft zur Folge hätte.

#### **(a) Fortsetzung der Leasingverträge**

Gemäß § 103 InsO hat der Insolvenzverwalter eines Unternehmens in dessen Insolvenz die Möglichkeit, hinsichtlich noch nicht vollständig erfüllter gegenseitige Verträge Nichterfüllung zu wählen und diese damit zu beenden. Leasing und Pachtverträge fallen grundsätzlich unter § 103 InsO.<sup>28</sup> Daher ist ein wesentlicher

---

<sup>27</sup> Die Rating Agentur wird für die Zwecke ihrer Analyse die Annahme zugrundelegen, dass der Darlehensnehmer und die übrigen Servicing Gesellschaften insolvent sind und das Ergebnis dieser Analyse bei der Bewertung die Transaktion und der Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung der von der Emissionszweckgesellschaft begebenen Anleihe einfließen lassen.

<sup>28</sup> *Tintelnot*, in: Kübler/Prütting, § 103 InsO, Rn 18.

Aspekt der Struktur, dass die auf die Telekommunikationssysteme bezogenen Leasingverträge auch in der Insolvenz der inländischen Objektgesellschaft weitergeführt werden und somit die unter den Leasingverträgen generierten Cash Flows zur Bedienung der emittierten Anleihe verwendet werden können.

(b) Fortsetzung der Bedienung der Darlehen

Die Einstellung der Zahlungen unter dem Darlehen würde zur Vollstreckung in die gestellten Sicherheiten führen. Zu den gestellten Sicherheiten gehören auch die Telekommunikationssysteme, deren Nutzungswert aber trotz ihres geringen Verwertungswertes einen Anreiz schaffen soll, den Leasingvertrag weiter zu bedienen. Wird das Darlehen hingegen weiterhin bedient, so ist auch eine Vollstreckung in die zur Bedienung des Darlehens gestellten Sicherheiten nicht möglich und mithin dem Insolvenzverwalter auch der Erhalt des Cash Flows möglich. Sofern der Cash Flow ausreicht, trotz der Bedienung der Darlehen einen Überschuss auf Ebene des insolventen Unternehmens zu generieren, der den Gläubigern des Unternehmens als ein greifbarer Vorteil gegenübersteht, besteht ein wirtschaftlicher Anreiz, auch in der Insolvenz die Zahlung unter den Darlehen nicht einzustellen.

Grundsätzlich kann zwar ein Darlehensgeber während der Dauer des Insolvenzverfahrens wegen §§ 87ff. InsO, nicht in die Insolvenzmasse oder in das sonstige Vermögen des Schuldners vollstrecken, so dass dem Insolvenzverwalter während des Insolvenzverfahrens ohnehin die Möglichkeit der weiteren Nutzung der Telekommunikationssysteme offensteht, selbst wenn er das Darlehen nicht bedient. Doch ist es für eine Fortführung des Unternehmens notwendig, dass die inländische Objektgesellschaft auch längerfristig eine Nutzung der Telekommunikationssysteme ermöglicht ist.

Hier ist es das Ziel der Struktur wirtschaftliche Anreize für den Insolvenzverwalter zu schaffen, die Verpflichtungen der Gesellschaft auch im Falle der Insolvenz ("freiwillig") fortzusetzen, um eine Verwertung der Telekommunikationssysteme zu vermeiden. Zu berücksichtigen ist dabei, dass der Insolvenzverwalter nach § 60 InsO für schuldhafte Verletzungen der Pflichten eines ordentlichen Insolvenzverwalters persönlich haftet. Mittelbar ergibt sich dadurch eine Verpflichtung des Insolvenzverwalters, das Unternehmen entsprechend existierender wirtschaftlicher

Anreize zum Vorteil aller Massegläubiger fortzuführen, sofern dies wirtschaftlich sinnvoll erscheint.<sup>29</sup>

Für die Entscheidung über die Fortführung des Unternehmens wird der Insolvenzverwalter daher eine wirtschaftliche Analyse durchführen. Primär wird es dabei darum gehen, ob die Kosten der Fortsetzung der Zahlungen unter dem Darlehen den Nutzen für die Insolvenzmasse übersteigen. In die Analyse können aber auch andere Umstände einfließen, so zum Beispiel ob es möglich sein wird, Mitarbeiter zu halten, die für die Fortführung des Geschäftsbetriebs erforderlich sind bzw. ob es möglich sein wird, zur Erhaltung des Cash Flows nicht notwendige Arbeitsverhältnisse zu beenden.

Für die Leasingverträge, die der Insolvenzverwalter ebenfalls nach § 103 InsO beenden könnte, gilt insofern nichts anderes. Die beschriebene Abwägung trifft auch für sie zu. Entscheidende Bedeutung kommt dann jedoch der Frage zu, den Kundenservice einschließlich der Wartung der Telekommunikationssysteme auch in der Insolvenz sicherzustellen. Der entsprechende Geschäftsbereich der inländischen Objektgesellschaft wurde dazu in eine Service GmbH ausgegliedert. Die inländische Objektgesellschaft und die Service GmbH schlossen zudem einen Servicingvertrag, in dem die Service GmbH verpflichtet wurde, anfallende Wartungsarbeiten auszuführen.

Zugleich verpflichtete sich ein Anbieter von IT-Outsourcingleistungen als sogenannter "Ersatzservicer" die Wartungsverträge für die verleasten Telekommunikationssysteme in der Insolvenz der inländischen Objektgesellschaft zu übernehmen. Außerdem erhielt der Ersatzservicer eine Kaufoption auf Geschäftsanteile der Service GmbH. Die Kaufoption wird wirksam, wenn die inländische Objektgesellschaft insolvent wird und soll auch in der Insolvenz der inländischen Objektgesellschaft Bestand haben, indem dieser Kauf als ein Bargeschäft strukturiert ist. Durch diese Struktur soll sichergestellt werden, dass der Kundenservice einschließlich der Wartungsarbeiten auch in der Insolvenz der inländischen Objektgesellschaft ausgeführt werden können.

---

<sup>29</sup> Vgl. den Grundsatz der Fortführung des Unternehmens in § 1 S. 1 InsO und hierzu zuletzt BGH, Urt. v. 9.12.04 – BGH WM 2005, 240ff. m Anmerk. WuB VI A. 105.

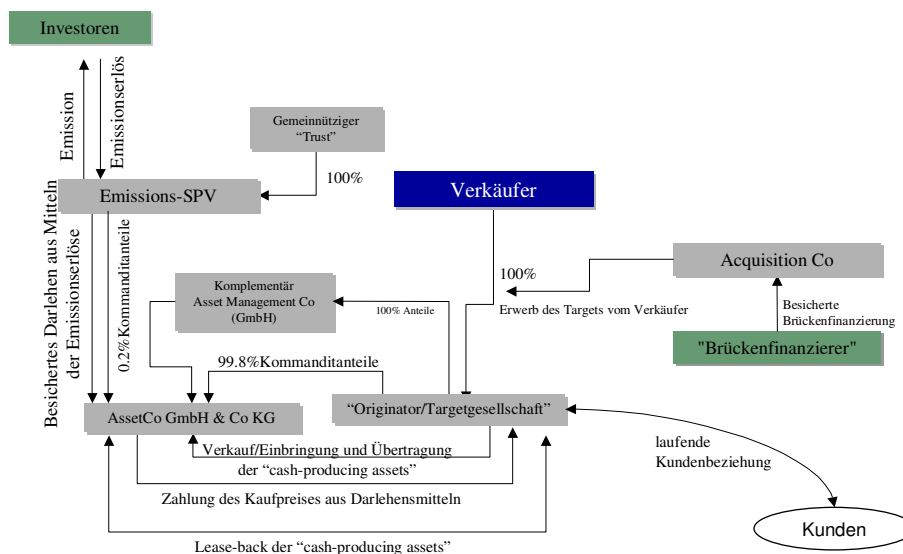
## 1.6 Fazit zu existierenden WBS Strukturen

Beide in Deutschland verwirklichte Transaktionen haben Gemeinsamkeiten. Beide Transaktionen basieren auf dem Konzept eines besicherten Darlehens und beide zielen darauf ab, die Cash Flows der jeweiligen Geschäfte zu kontrollieren. Diese Gemeinsamkeiten dürften auch für zukünftige Transaktionen wegweisend sein. Das Fehlen weiterer Gemeinsamkeiten zeigt, dass WBS für jedes Unternehmen an die jeweiligen Besonderheiten angepasste Strukturen erfordert.

## ALTERNATIVE STRUKTUREN

Auch wenn demnach für jeden Einzelfall eigene Strukturen erforderlich sind, so wird es auch in zukünftigen Transaktionen darum gehen, den Fortbestand des Cash Flow in der Insolvenz des Originators sicherzustellen und diesen zugunsten der Investoren zu kontrollieren.

Die folgende Abbildung zeigt die wesentlichen Elemente einer WBS-Struktur:



## 1.7 Struktur

Ausgangspunkt ist die Isolierung der den jeweiligen Cash Flow produzierenden Aktiva (der sogenannten "cash producing assets"), mittels der eine Fortführung der Cash Flows und deren Weiterleitung an die Investoren gewährleistet werden kann.

Die für die Generierung des Cash Flows erforderlichen Vermögenswerte werden vom Originator auf eine Zweckgesellschaft ("AssetCo") übertragen, wobei AssetCo diese dann dem Originator im Rahmen eines Nutzungsverhältnisses zur weiteren Nutzung überlässt. Die Übertragung der Vermögenswerte kann im Wege (i) eines (Bar-)Verkaufs oder (ii) einer Einlage im Austausch für Unternehmensanteile an AssetCo erfolgen. AssetCo wiederum erhält Fremdkapital in Form eines Darlehens ("SPV Darlehen") von einer Zweckgesellschaft, die sich über die Emission einer Anleihe am Kapitalmarkt refinanziert (Emissionszweckgesellschaft). Das Darlehen der Emissionszweckgesellschaft an AssetCo wird seitens AssetCo durch die an AssetCo übertragenen Vermögenswerte besichert.

Aus steuerlichen Gründen wird es sich bei AssetCo in der Regel um eine GmbH & Co. KG handeln, wobei der Originator Mehrheitskommanditist wird und die Rolle des Komplementärs eine vom Originator zu 100% gehaltene GmbH-Zweckgesellschaft übernimmt. Minderheitskommanditist wird die Emissionszweckgesellschaft oder eine weitere Zweckgesellschaft<sup>30</sup>.

Im Verhältnis zu Kunden und Geschäftspartnern des Originators ändert sich nichts. Deren Vertragspartner bleibt weiterhin der Originator.

## **1.8 Gesichtspunkte einer Insolvenz des Originators bzw. der AssetCo**

### **1.8.1 Gegenseitige Verträge in der Insolvenz des Originators**

Der Erwirtschaftung von Cash Flows mit den der Transaktion zugrunde liegenden Vermögenswerten wird üblicherweise im Rahmen von gegenseitigen Verträgen erfolgen. Beiderseitig nicht vollständig erfüllte Verträge werden in der Insolvenz eines Vertragspartners nach § 103 InsO automatisch beendet, wenn der Insolvenzverwalter sich nicht für deren Fortsetzung entscheidet.

Für den Erfolg einer WBS Transaktion ist es daher hilfreich, wenn im Falle der Insolvenz des Originators und/oder von AssetCo für den Insolvenzverwalter Anreize für eine Weiterführung der für den Fortbestand des Cash Flows wesentlichen gegenseitigen Verträge existieren.

Aus diesem Grund sind WBS Strukturen regelmäßig darauf ausgerichtet, die Entscheidung des Insolvenzverwalters über die Gestaltung der Parameter zu steuern, auf denen seine Entscheidung beruht. Dazu ist es erforderlich für den Insolvenzverwalter wirtschaftliche

---

<sup>30</sup> vgl. hierzu den Abschnitt unten unter Ziffer 1.9.1.

Anreize zu setzen, gegenseitige Verträge nicht gemäß § 103 InsO zu beenden, sondern fortzusetzen. Dies betrifft zum einen Verträge mit den Kunden und den Geschäftspartnern (beispielsweise Zulieferern) sowie den Nutzungsvertrag über die Vermögenswerte mit AssetCo.

Der Insolvenzverwalter steht damit vor der Wahl, durch die Fortsetzung des Geschäftsbetriebs weiterhin Einnahmen zu erhalten oder durch die Einstellung des Geschäftsbetriebs auf jegliche Einnahmen zu verzichten und die Gesellschaft im Ergebnis in die Liquidation zu führen.

(a) Fortsetzung der Leasingverträge über die "*Cash Producing Assets*"

Ein entsprechender Anreiz lässt sich herstellen, indem die für den Fortbestand des Cash Flow relevanten Verträge im Rahmen eines Sale and Lease Back Geschäfts ((bzw. sofern es sich um Grundstücke handelt, ein "Einbringungs- und Lease Back Geschäft") vom Originator auf eine zu gründende Zweckgesellschaft, AssetCo, übertragen werden. AssetCo wiederum finanziert sich durch die Aufnahme eines besicherten Darlehens. Der Darlehensgeber ist üblicherweise eine weitere Zweckgesellschaft, die Emissionszweckgesellschaft. Die Emissionszweckgesellschaft refinanziert sich durch die Emission einer Anleihe in den Kapitalmarkt. Die Besicherung des Darlehens der Emissionszweckgesellschaft an AssetCo erfolgt, indem die Vermögenswerte, die den Cash Flow generieren, zur Sicherheit an die Emissionszweckgesellschaft übereignet werden.

Kommt es nun zur Insolvenz des Originators, so stellt sich für den Insolvenzverwalter die Frage, ob er weiter die Mietzahlungen an AssetCo leistet und sich damit die Möglichkeit zur weiteren Nutzung der Vermögenswerte erschließt. Sofern er die Mietzahlungen einstellt, so kann AssetCo die Vermietung der übertragenen Vermögenswerte beenden. Die Vermögenswerte stehen dem Originator dann auch nicht mehr zur Verfügung, um im Verhältnis zum Kunden weitere Einnahmen zu erwirtschaften.

(b) Fortsetzung der Kundenverträge

Ebenso wie die Fortsetzung der Leasingvereinbarung Voraussetzung für die Fortsetzung des Cash Flows ist, gilt dies auch für die Fortsetzung der Kundenverträge. Dieser Faktor lässt sich hingegen nur schwer im Rahmen der Strukturierung steuern,

da sich der kundenseitig gezahlte Preis für die Inanspruchnahme der jeweiligen Leistung nicht im Vorhinein bestimmen lässt. Sofern die Kosten der Bereitstellung der Leistung den kundenseitig bezahlten Preis übersteigen, und eine Fortsetzung der Kundenbeziehung nicht gewinnbringend ist, ist die Beendigung der Kundenbeziehung wahrscheinlicher.

Wie der Insolvenzverwalter sich entscheidet, wird unter anderem (neben der Frage der allgemeinen Sanierungsfähigkeit der Gesellschaft) auch von der Frage abhängen, ob die Erlöse aus den Beziehungen mit den Kunden, die Kosten für die Miete der Vermögenswerte sowie weitere Kosten übersteigen. Die Entscheidung setzt also letztlich voraus, daß der Originator im operativen Betrieb Einnahmen erwirtschaftet. Sollte dies nicht der Fall sein und der Originator strukturell defizitär arbeiten, so wird der Insolvenzverwalter die Beendigung der Verträge wählen.

### **1.8.2 Fortführung der Kundenbeziehung durch AssetCo**

Auch wenn dieser Fall bei einer WBS-Transaktion gerade vermieden werden soll, so bedeutet eine Insolvenz des Originators noch nicht zwangsläufig das Scheitern der Transaktion. Vielmehr kann AssetCo oder ein von dieser mit Zustimmung der Emissionszweckgesellschaft bestellter Dritter, ein sogenannter "Ersatzservicer" gegebenenfalls die Verträge des Originators weiterführen. Dies setzt jedoch voraus, dass AssetCo diesbezüglich Eintrittsrechte hinsichtlich der Kundenverträge zustehen oder dass es faktisch möglich ist, mit den Kunden und anderen notwendigen Geschäftspartnern Verträge zur Fortführung des Geschäftes abzuschließen.

Da im Rating Prozeß unterstellt wird, dass der Originator oder ein Gläubiger bereits kurz nach der Unterzeichnung der WBS Dokumentation einen Insolvenzantrag stellt, wird in diesem Zusammenhang seitens der Rating Agenturen immer wieder verlangt, dass die Bestellung eines Ersatzservicers bereits zu Beginn der Transaktion erfolgt. In einigen Fällen reicht es aber auch, Ereignisse (sog. *trigger events*) zu definieren, die eine Pflicht des Originators begründen, einen Ersatzservicer zu benennen.

In einer Krise von Originator und der AssetCo gibt es schließlich auch die Möglichkeit für AssetCo's Insolvenzverwalter, in Abstimmung mit der Emissionszweckgesellschaft als dem wesentlichsten Gläubiger von AssetCo auch einen Verkauf der Vermögenswerte nebst der Eintrittsrechte in existierende Verträge mit Bezug zu den "Cash Producing Assets" an einen

Investor zu wählen. Neben der Rückzahlung der von der Emissionszweckgesellschaft emittierten Anleihe durch die Weiterführung des Geschäftsbetriebes stehen also noch alternative Methoden zur Generierung des Rückzahlungsbetrages zur Verfügung.

## **1.9 Einzelne Strukturelemente**

### **1.9.1 Gesichtspunkte einer Insolvenz des Originators**

Im Rahmen der oben beschriebenen Struktur ist die Emissionszweckgesellschaft als Kommanditistin mit einem Anteil von 0.2% an AssetCo beteiligt.

Bei Auslösung zuvor definierter Ereignisse im Vorfeld der Insolvenz des Originators kann die Emissionszweckgesellschaft die Anteile des insolventen Originators übernehmen. Die Satzung von AssetCo und der ihres Komplementärs hat diesbezüglich zu bestimmen, dass der Originator nicht zur Abstimmung berechtigt sein wird, wenn über die Übernahme von Gesellschaftsanteilen abgestimmt wird.

Zu berücksichtigen ist für eine derartige Konstruktion allerdings, dass das Darlehen der Emissionszweckgesellschaft gemäß § 172a HGB i.V.m. § 32a Abs. 1 GmbHG gegenüber anderen Verbindlichkeiten der AssetCo als Gesellschafterdarlehen nachrangig wird, wenn die Emissionszweckgesellschaft entweder mehr als 10% der Kommanditanteile hält oder Geschäftsführer der Gesellschaft ist. Für eine Kommanditistenstellung der Emissionszweckgesellschaft die kleiner wäre als 10% gälte dies gem. § 32a Abs. 3 Satz 2 GmbHG jedoch nicht, es sei denn, die Emissionszweckgesellschaft führte formal oder faktisch die Geschäfte der AssetCo<sup>31</sup>.

Da die Beteiligung der Emissionszweckgesellschaft an AssetCo nur zu dem Zweck erfolgt, die Übernahme von AssetCo im Falle der Insolvenz zu ermöglichen, braucht die Emissionszweckgesellschaft zunächst nur zu einem geringen Teil an AssetCo beteiligt zu sein. Im Falle einer Übernahme würde die 10%-Schwelle aber überschritten werden.

Um die Folge der Nachrangigkeit des Darlehens der Emissionszweckgesellschaft zu vermeiden, ist es denkbar, dass sich eine zusätzliche Zweckgesellschaft als "Reservezweckgesellschaft" an AssetCo beteiligt.

---

<sup>31</sup> vgl. *Heidinger*, in: Michalski, GmbHG, 1. Aufl. 2002, §§ 32a, 32b Rn. 210 ff.

In jedem Fall sind jedoch bei einem Ausscheiden des Originators aus der Zweckgesellschaft Auseinandersetzungsansprüche des Originators zu berücksichtigen und deren wirtschaftlichen Folgen ggf. strukturell aufzufangen bzw. eine Nachrangigkeit vor dem Hintergrund in Kauf zu nehmen, dass sich der strukturelle Aufwand zur wirtschaftlichen Eliminierung von Auseinandersetzungsansprüchen im Verhältnis zu dem daraus erzielbaren Nutzen nicht lohnt.

### **1.9.2 Vorrangige Forderungen/ Nachrangigkeit des SPV Darlehens**

Eine Nachrangigkeit des Darlehens der Emissionszweckgesellschaft an AssetCo muss nicht zwangsläufig schädlich sein. Sofern AssetCo neben dem SPV Darlehen der Emissionszweckgesellschaft keine (wesentlichen) weiteren Verpflichtungen hat, stellt sich die Frage der Nachrangigkeit nicht in gleicher Schärfe. Im Idealfall einer WBS-Transaktion bestehen neben dem SPV Darlehen der Emissionszweckgesellschaft daher kaum bzw. überhaupt keine Verbindlichkeiten.

Praktisch denkbar sind aber insbesondere die folgenden Verbindlichkeiten: Sofern der Originator in dessen Insolvenz aus der Gesellschafterstellung in AssetCo ausscheidet, steht ihm ein Auseinandersetzungsanspruch zu.<sup>32</sup> Weitere Verpflichtungen können in Betriebs- und Unterhaltskosten für die Vermögenswerte bestehen, die der Transaktion zugrunde liegen. Letztlich sind auch steuerliche Verpflichtungen von AssetCo zu berücksichtigen.

#### **(a) Auseinandersetzungsanspruch**

Scheidet der Originator durch eine Übernahme seiner Anteile an AssetCo durch einen anderen Gesellschafter aus seiner Gesellschafterstellung aus, so entsteht gegenüber AssetCo selbst und den verbleibenden Gesellschaftern ein Auseinandersetzungsanspruch. Sieht der Gesellschaftsvertrag keine Abfindung vor, so erfolgt die Abfindung zum Verkehrswert.<sup>33</sup>

Üblicherweise wird die Abfindung jedoch Gegenstand der Bestimmungen des Gesellschaftsvertrages sein. In den Abfindungsklauseln kann grundsätzlich auch die Höhe des Auseinandersetzungsanspruchs geregelt werden. Dabei ist es zulässig und

---

<sup>32</sup> Vgl. hierzu *Lutter/Hommelhoff*, GmbHG, 16. Aufl. 2004, § 34 Rn. 49 ff.

<sup>33</sup> BGHZ 9, 157, 168; 116, 359, 370 f.

praktisch auch erforderlich, die Berechnung der Abfindung zu pauschalieren und die Notwendigkeit einer umfassenden Unternehmensbewertung abzubedingen.<sup>34</sup>

Naheliegender wäre es damit, die Höhe der Abfindung auf den Buchwert zu beschränken. Dies ist grundsätzlich auch zulässig.<sup>35</sup> Im Einzelnen bestehen jedoch Grenzen.

Bei WBS-Transaktionen ist insbesondere zu beachten, dass eine für den Fall einer Gesellschafterinsolvenz im Sinne von § 131 Abs. 3 Nr. 2 HGB vorgesehene Abfindungsklausel, wegen Gläubigergefährdung sittenwidrig und deswegen nach § 138 BGB nichtig ist.<sup>36</sup>

Im Ergebnis sind die wirtschaftlichen Folgen eines Abfindungsanspruches gemeinsam mit den Nachteilen einer Nachrangigkeit des Gesellschafterdarlehens den Nachteilen einer Fortsetzung der Kommanditistenstellung des Originators gegenüberzustellen. Sofern dieser nicht weiter über die Komplementär-GmbH die Kontrolle über AssetCo ausübt, sollte diese grundsätzlich unschädlich sein. Es mag daher ausreichen, lediglich die Gesellschafterstellung des Originators in AssetCo's Komplementär-GmbH zu beenden, dessen Kommanditistenstellung jedoch nicht zu berühren.

#### (b) Unterhaltskosten und Betriebskosten

Je nachdem was für Vermögenswerte vom Originator auf AssetCo übertragen werden, kann es erforderlich sein, Substanzerhaltungs-/Unterhaltskosten für die Vermögenswerte aufzubringen.<sup>37</sup> Hierbei sind in der Struktur Vorkehrungen dafür zu treffen, dass AssetCo ausreichend Reserven für derartige Kosten zur Verfügung stehen.

Kosten, die über die für den Betrieb einer Zweckgesellschaft notwendigen Grundkosten hinausgehen<sup>38</sup>, können auf der Ebene der AssetCo entstehen, wenn AssetCo selbst zu einer operativen Gesellschaft wird. Dies kann erforderlich werden,

---

<sup>34</sup> K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, S. 1063.

<sup>35</sup> Lutter/Hommelhoff, GmbHG, 16. Aufl. 2004, § 34 Rn. 54.

<sup>36</sup> K. Schmidt, 4. Aufl. 2002, S. 1485.

<sup>37</sup> sogenannte "Capital Expenditures".

<sup>38</sup> Die für eine ABS Zweckgesellschaft üblichen Grundkosten sind neben den Buchführungskosten die Kosten eines sog. "Corporate Service Provider", also eines Anbieters, der Geschäftsführer und (über einen Briefkasten hinausgehende) Geschäftsräume nebst Bürodienstleistungen zur Verfügung stellt. Darüber hinausgehende Kosten wären die Kosten für weiteres Personal und andere Ausgaben.

wenn AssetCo in der Insolvenz des Originators die aus den "Cash Producing Assets" folgenden Cash Flows erhalten soll. In diesem Fall kann AssetCo (entsprechende vertragliche Eintrittsmöglichkeiten in die Verträge des Originators vorausgesetzt) die zur Fortsetzung des Cash Flow erforderlichen Verträge vom Originator übernehmen. Hierfür ist insbesondere der Zugang zu den Kunden des Originators erforderlich sowie die (teilweise) Übernahme seiner Beschäftigten. Beides ist mit Kosten verbunden, die über ein (Nachrang-)Darlehen finanziert werden können, es sei denn, die Anfangsfinanzierung (zum Beispiel über das Darlehen der Emissionszweckgesellschaft) hält eine ausreichende Liquiditätsreserve bereit.

(c) Steuerliche Verpflichtungen

Zum Zeitpunkt der Insolvenz kann AssetCo steuerlichen Verpflichtungen unterliegen. Auch diese wären in der Insolvenz gegenüber einem eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen vorrangig.

### **1.9.3 Zusammenfassung**

Der finanzielle Umfang von im Verhältnis zu dem Darlehen der Emissionszweckgesellschaft vorrangigen Verbindlichkeiten der AssetCo ist vor der tatsächlichen Insolvenz des Originators nur eingeschränkt abschätzbar.

### **VERKAUF VS. EINLAGE**

Die Übertragung der Vermögenswerte vom Originator auf AssetCo dient dazu, die Vermögenswerte vom Insolvenzrisiko des Originators zu isolieren.

Der Originator kann die Cash Producing Assets hierbei entweder an AssetCo verkaufen oder aber in Form einer Einlage in AssetCo gegen Kommanditanteile einbringen.

Auch eine Ausgliederung eines Geschäftsteils gemäß § 123 UmwG wäre grundsätzlich denkbar, wobei diese allerdings gemäß § 133 UmwG eine Nachhaftung der AssetCo für die Verbindlichkeiten des Originators im Zeitpunkt der Ausgliederung auslösen würde, so dass diese Variante insgesamt zwar die Ausgliederung der Cash Producing Assets vereinfachen könnte, die damit verbundenen Nachteile die gewonnene Simplizität im Übertragungskontext deutlich überwiegen könnten.

## **1.10 Steuerliche Aspekte**

Sofern es sich bei den zu übertragenden Vermögenswerten um Grundstücke handelt, löst ein Verkauf Grunderwerbsteuer<sup>39</sup> aus. Die Grunderwerbsteuer fällt im Falle einer Einbringung durch den Originator in eine Kommanditgesellschaft so lange nicht an, wie der Originator die Kommanditanteile für 5 Jahre nach Einbringung weiter hält. Weiter kann es bei der Aufdeckung stiller Reserven zur Besteuerung der Differenz zwischen Übertragungswert und Buchwert kommen.

## **1.11 Insolvenzrechtliche Aspekte**

Sofern ein Verkauf als Bargeschäft strukturiert wird, ist die Gefahr einer Anfechtung des Rechtsgeschäfts gemäß §§ 129 ff. InsO wohl geringer als im Falle einer Einbringung im Austausch gegen illiquide Kommanditanteile.

Nach § 142 InsO ist der Insolvenzverwalter grundsätzlich nicht zur Anfechtung einer Leistung berechtigt, wenn der Schuldner unmittelbar eine gleichwertige Gegenleistung erhalten hat, wenn es sich also um ein Bargeschäft handelt. Sinn und Zweck des § 142 InsO ist es, einem insolventen Schuldner die Weiterführung des Geschäftsbetriebs zu ermöglichen, indem der Schuldner die Möglichkeit erhält, weiterhin Geschäfte abzuschließen, ohne den Interessen seiner Gläubiger zu schaden. Eine Schädigung der Gläubigerinteressen kann bereits dann vorliegen, wenn die Verwertung einer Gegenleistung schwieriger ist, als die Verwertung des vom Schuldner geleisteten Gegenstands.<sup>40</sup> Dies gilt auch dann, wenn Leistung und Gegenleistung im Übrigen tatsächlich in einem angemessenen Verhältnis stehen.

Die Gefahr einer Anfechtung durch den Insolvenzverwalter läßt sich demnach verringern, wenn die Übertragung der Vermögenswerte vom Originator auf AssetCo nicht als Sacheinlage, sondern als Verkauf strukturiert wird. Für die Gewährung von Gesellschafteranteilen im Gegenzug für die Sacheinlage der Vermögenswerte besteht eine erhöhte Wahrscheinlichkeit, dass diese nicht als unmittelbare, gleichwertige Gegenleistung angesehen wird.

Wird die Übertragung der Vermögenswerte als Bargeschäft im Sinne des § 142 InsO strukturiert, so kann eine Anfechtung durch den Insolvenzverwalter nur unter den Voraussetzungen des § 133 InsO erfolgen. Demnach ist eine Anfechtung lediglich dann

---

<sup>39</sup> Gem. § 11 i.V.m §§ 8 und 9 Grunderwerbsteuergesetz in Höhe von zur Zeit 3.5% vom Kaufpreis.

<sup>40</sup> *Frege/Keller/Riedel*, Insolvenzrecht, 6. Aufl. 2002, Rn. 1411.

möglich, wenn der Schuldner die angefochtene Rechtshandlung mit dem Vorsatz der Gläubigerbenachteiligung vorgenommen hatte. Eine Gläubigerbenachteiligung scheidet indes aus, weil die WBS-Transaktion die Insolvenz des Originators gerade verhindern soll. Die Durchführung einer WBS-Transaktion führt zu Einnahmen, welche die finanzielle Situation des betroffenen Unternehmens deutlich verbessern.

Eine Übertragung der Vermögenswerte im Wege eines Verkaufs ist allerdings nicht in jedem Fall günstiger als eine Sacheinlage. Vielmehr ist dies für den Einzelfall zu entscheiden. Insbesondere können steuerliche Erwägungen für eine Einbringung der Vermögenswerte sprechen.

## **ARBEITSRECHTLICHE FRAGEN**

### **1.12 § 613a BGB**

Gemäß § 613a BGB tritt der neue Inhaber eines Betriebs oder eines Betriebsteils in die Rechte und Pflichte aus den im Zeitpunkt des Übergangs bestehenden Arbeitsverhältnisse ein. § 613a BGB dient in erster Linie dem arbeitsrechtlichen Bestandsschutz. Der Arbeitnehmer soll durch einen Betriebsübergang keine Nachteile erleiden.<sup>41</sup> Daneben bezweckt § 613a BGB aber auch die ausreichende Information der Belegschaft über den Inhaberwechsel sowie die Kontinuität des Betriebsrates und der kollektivrechtlich geregelten Arbeitsbedingungen.<sup>42</sup>

Die Übertragung der Cash Producing Assets vom Originator auf AssetCo bedeutet alleine noch keinen Übergang der Arbeitnehmer auf AssetCo, solange die Cash Producing Assets von AssetCo an den Originator zurückverleaset werden.<sup>43</sup> Sobald jedoch der Leasingvertrag zwischen dem Originator und AssetCo beendet wird (gleich von wem), würden die Mitarbeiter des Originators gem § 613a BGB das Recht haben, einen Übergang ihrer Arbeitsverträge auf AssetCo zuzulassen.

### **1.13 Fortsetzung des operativen Geschäfts in der Insolvenz des Originators**

Im Falle einer Krise des Originators stellt sich aber neben § 613a BGB die eher praktische Frage, inwiefern es dem Originator gelingt, die zur Fortsetzung des Cash Flows notwendigen Mitarbeiter zu halten bzw. ob es AssetCo oder einem Dritten gelingt, Mitarbeiter des Originators zu übernehmen.

---

<sup>41</sup> Weidenkaff, in: Palandt, 64. Aufl. 2005, § 613a BGB, Rn. 2.

<sup>42</sup> Müller-Glöge, in: MüKo, 3. Aufl. 2005, § 613a BGB, Rn. 6.

<sup>43</sup> Weidenkaff, in: Palandt, 64. Aufl. 2005, § 613a BGB, Rn. 10.

Hier ist nach dem Stadium des Insolvenzverfahrens zu differenzieren. Während des vorläufigen Insolvenzverfahrens ist die Fortzahlung des Arbeitslohnes noch gesichert, weil Arbeitnehmern nach § 183 SGB III ein Anspruch auf Zahlung von Insolvenzgeld gegen die Bundesagentur für Arbeit zusteht.<sup>44</sup> Der Anspruch besteht für die der Eröffnung des Insolvenzverfahrens vorausgehenden drei Monate, sofern für diesen Zeitraum noch Ansprüche des Arbeitnehmers auf Arbeitsentgelt bestehen. Während dieser Phase ist zwar damit zu rechnen, dass sich gut vermittelbare und leistungsstarke Arbeitnehmer beruflich schon neu orientieren, doch gewährleistet diese Regelung auch für eine WBS Struktur, dass ggf. der Back-Up Servicer oder AssetCo diesen Mitarbeitern Angebote unterbreiten können, ihre Tätigkeit mit ihnen fortzusetzen, um Kontinuität zu gewährleisten.

Nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens können Arbeitsverhältnisse sowohl vom Insolvenzverwalter als auch vom Arbeitnehmer nach § 113 InsO mit dreimonatiger Frist gekündigt werden, sofern keine vertraglich kürzere Frist vorgesehen ist.<sup>45</sup> Entgeltansprüche für die Zeit nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens sind nach §§ 108 Abs. 1, 55 Abs. 1 Nr. 2 InsO aus der Insolvenzmasse zu befriedigen. Ist der Insolvenzverwalter mangels Masse nicht in der Lage, die Entgeltansprüche der Arbeitnehmer zu befriedigen, so erhält der Arbeitnehmer nach § 143 Abs. 3 SGB III Arbeitslosengeld. In diesem Fall geht der Anspruch auf Arbeitsentgelt als aus der Insolvenzmasse zu befriedigender Anspruch nach § 115 SGB X auf die Bundesagentur für Arbeit über.

## **DUE DILIGENCE**

Im Rahmen der Strukturierung einer WBS-Transaktion ist die Struktur insoweit auf die jeweilige Realität abzustimmen. Dabei ist es ein Erfordernis der Rating Agenturen und der Investoren, sämtliche tatsächlichen, wirtschaftlichen und rechtlichen Annahmen auf ihre Richtigkeit zu überprüfen, die Cash-Flow relevanten rechtlichen und wirtschaftlichen Risiken zu identifizieren und die Struktur dann auf dieser Grundlage an die Realitäten anzupassen.

## **FAZIT**

WBS stellt ein innovatives Instrument der Unternehmensfinanzierung dar, welches sich grundsätzlich auch im deutschen Rechtsumfeld umsetzen lässt. Dabei handelt es sich allerdings nicht um ein standardisiertes Produkt. Vielmehr sind Lösungen für das jeweilige

---

<sup>44</sup> Vgl. Koch, in: Schaub, Arbeitsrechtshandbuch, 11. Aufl. 2005, § 95.

<sup>45</sup> Irschlinger, in: Eickmann u.a., 3. Aufl. 2003, § 113 InsO Rn. 3 ff.

Unternehmen individuell zu entwickeln und zu strukturieren und hierbei eine Vielzahl rechtlicher Aspekte bei einer breiten Palette von Rechtsgeschäften zu berücksichtigen.

### Arbeitspapiere

(internet: <http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/index.html> /)

(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany  
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],  
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993, S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.  
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financiewezen 1992, S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus  
deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and  
Corporate Governance  
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford  
1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/  
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?  
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994, S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994, S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.  
Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy  
Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA  
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994, S. 126 ff.)
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den  
Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen  
("earn-outs")  
(publ. in: Der Betrieb 1993, S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments  
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance  
[Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe  
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance:  
The German Experience and a New Approach  
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional  
Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)

- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften  
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1, S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten  
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft.  
Eine empirische Untersuchung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen  
(publ. in: ZIP 1995, S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach  
amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG  
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design:  
Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996, S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende  
Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker  
[1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und  
kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996,  
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des  
AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996, S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996]  
S. 318 ff.)

- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996, S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996, S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff. sowie in: Blair/Roe [Hrsg.], Employees and Corporate Governance, 1999, S. 206 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997, S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die Aktiengesellschaft 1997, S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997, S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:

A Comparative Study

(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)

- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche equity note?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998, S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -  
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998, S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des "kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998, S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge/  
Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkommentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128)
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)

- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und  
Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden  
Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur  
Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ. in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter  
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität  
Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and  
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, S. 33 ff.)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der  
Börsenkursmanipulation  
in: Wertpapier-Mitteilungen 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual  
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges  
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International  
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance  
– Summary of Recommendations –

- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte  
(publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/  
Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR,  
Heidelberg 2002, S. 13 ff.)
- 90 Theodor Baums/  
Mathias Stöcker Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG  
(publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)
- 91 Stefan Berg/  
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum  
Deutschen Corporate Governance Kodex  
(publ. in aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen 2002, S. 1569 ff.)
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/  
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)  
(publ. in: Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 779 ff.)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed  
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates  
(publ. in: The International Lawyer, Vol. 36, 2002, S. 1229 ff.)
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform  
(publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen  
(publ. in: Festschrift für Carl Christian von Weizsäcker, 2003, S. 295 ff.)
- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des  
Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 2002, S. 670 ff.)
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt  
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht  
2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany  
(publ. in: The Corporate Law Studies, Vol. 3, 2003, S. 181 ff.)
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe:  
the Example of Germany  
(publ. in Giurisprudenza Commerciale, Vol. 30, 2003, 53-69)
- 103 Theodor Baums General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities
- 104 David C. Donald US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance  
nach Enron  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 705 ff.)
- 105 Theodor Baums Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers  
aus deutscher Perspektive
- 106 Alessandra Daccò Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien
- 107 Ronald J. Gilson Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American  
Experience  
(publ. in: Stanford Law Review, Vol. 55, 2003, S. 1067 ff.)

- 108 Jeffrey N. Gordon An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990-2000
- 109 Jan Liersch Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte (publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 473 ff.)
- 110 Wolfgang Drobetz/  
Andreas Schillhofer/  
Heinz Zimmermann Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany
- 111 Mark Devlin/  
Stephan Hutter U.S. Laws and Regulations Applicable to Research Reports
- 112 Theodor Baums Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes (publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 167 (2003), S. 139 ff.)
- 113 Michael Gruson/  
Matthias Kubicek Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (publ. in: Die Aktiengesellschaft 2003, S. 337 ff.)
- 114 Hanno Berger/  
Kai-Uwe Steck Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland – Bestandsaufnahme, praktische Erkenntnisse und Ausblick (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2003, S. 192 ff.)
- 115 Theodor Baums/  
Christian Fischer Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern (publ. auszugsweise in: Baetge/Lutter [Hrsg.], Abschlußprüfung und Corporate Governance, 2003, S. 23 ff.)
- 116 Mario Hecker Die Beteiligung der Aktionäre am übernahmerechtlichen Befreiungsverfahren – Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt am Main, Beschl. vom 27.5.2003 - WpÜG 01/03 („ProSiebenSat.1/Haim Saban“) –
- 117 Mathias Stöcker Widerruf und Rücktritt von Ankündigungen eines Übernahmeangebots
- 118 Theodor Baums/  
Roger Kiem Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital (publ. in: Festschrift für Walther Hadding, 2004, S. 741 ff.)
- 119 Theodor Baums/  
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously?  
Corporate Governance in the United States and Germany
- 120 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Transparenz von Vorstandsvergütungen (publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, S. 1877 ff.)
- 121 Theodor Baums Anerkennungsprämien für Vorstandsmitglieder
- 122 Theodor Baums Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen
- 123 Arne Klüwer/  
Fabian Marschall "*Whole Business Securitisation*"  
Die Verbriefung eines Unternehmenscashflows (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2005, S. 255 ff.)