Securitisation in der Schweiz

Dr. oec. et lic. iur. Markus J. Kroll/Dr. iur. Johannes A. Bürgi/Lic. iur. Ulrich C. Sauter



Markus J. Kroll, Dr. oec. et lic. iur., LL. M., Partner, Walder Wyss & Partner Rechtsanwälte, Zürich



Ulrich C. Sauter, lic. iur., Rechtsanwalt, LL. M., Walder Wyss & Partner Rechtsanwälte, Zürich



Johannes A. Bürgi, Dr. iur., Fürsprecher, Lehrbeauftragter an der Universität Bern, Walder Wyss & Partner Rechtsanwälte, Zürich, derzeit Stanford Law School

Inhalt

1 Hintergrund und Einleitung

1.1 Finanzmarktrecht im Wandel

1.2 Gegenstand und Definition von Securitisation

1.3 Gründe für Asset-Backed Securities

1.4 Auswirkungen der Securitisation auf den Originator

1.4.1 Risikostruktur
1.4.2 Buchhalterische Behandlung der Securitisation

1.5 Bedeutung der Securitisation

1.6 Arten der Securitisation

1.7 Securitisation in der Schweiz

2 Hintergrund: Die Mobilisierung des Kredites im Allgemeinen und des Hypothekarkredites im Besonderen

3 Verbriefung von Hypothekarforderungen

3.1 Typische Struktur einer Mortgage Securitisation

3.2 Credit Enhancement, Liquiditätssicherung und Hedging

3.3 Verkauf von Hypothekarforderungen an das SPV

3.3.1 Zession der Hypothekarforderungen
3.3.2 Übertragung der Schuldbriefe

3.4 Einziehungsbefugnis des Servicer

3.5 Bankrechtliche Aspekte

3.5.1 Bankgeheimnis
3.5.2 Weiterverpfändungsverbot

3.6 Pfandbriefgesetz

3.7 Keine Anwendung des Konsumkreditgesetzes

3.8 Bankenaufsichtsrechtliche Implikationen

3.9 Regulierung von Schweizer SPV

3.10 Insolvenzrechtliche Aspekte

3.10.1 Bankruptcy Remoteness
3.10.2 Limited Recourse
3.10.3 Pactum de non petendo

3.11 Lex Koller

3.12 Kotierung der Wertschriften

3.13 Rating-Prozess

4 Synthetische Securitisation

4.1 Ziele einer synthetischen Securitisation

4.2 Typische Struktur einer synthetischen Securitisation

4.3 Vorteile gegenüber den True-Sale-Transaktionen

4.4 Bankenaufsichtsrechtliche Aspekte

4.5 Versicherungsrechtliche Aspekte

5 Schlussbemerkungen

Literatur

Erlasse

1 Hintergrund und Einleitung

1.1 Finanzmarktrecht im Wandel

In den vergangenen Jahrzehnten haben sich die Finanzierungsinstrumente und -formen sehr stark verändert. Motor dieses Prozesses stellten und stellen sowohl in tatsächlicher als auch in rechtlicher Hinsicht die in den USA dafür entwickelten Modelle dar. Deren Übertragung in andere Rechtskreise ist nicht immer einfach[1].

Securitisations, welche sich in den USA zu einem der dominierenden Finanzierungsinstrumente entwickelt und seit einigen Jahren auch zunehmend in Europa Verbreitung gefunden haben, sind dafür ein anschauliches Beispiel[2].

1.2 Gegenstand und Definition von Securitisation

Unter securitisation oder Verbriefung wird in aller Regel die Umwandlung von nicht liquiden Finanzaktiva[3] in liquide Wertpapiere (asset-backed securities oder ABS) verstanden.

Unter dem Begriff «asset-backed securities» werden die aus einer securitisation hervorgehenden Wertpapiere verstanden, d.h. Wertpapiere, die Zahlungsansprüche gegen eine Einzweckgesellschaft (sogenanntes special purpose vehicle, SPV) beinhalten. Die Zahlungsansprüche werden dabei durch Aktiven (assets) gedeckt (backed), welche das special purpose vehicle vom sogenannten Originator erworben hat und welche im Wesentlichen den Investoren und Inhabern der asset-backed securities als Haftungssubstrat zur Verfügung stehen. Das Verpacken von illiquiden Aktiven in liquide Wertpapiere erlaubt eine vom Unternehmen, welches die Aktiven generiert hat, losgelöste Finanzierung der Aktiven.

Als mögliche Aktiven kommen praktisch alle denkbaren Finanzaktiven in Betracht. So wurden in der Schweiz bisher unter anderem folgende Aktiven verbrieft: Handelsforderungen, Leasingforderungen, Hypothekarkredite, Warenlager, Forderungen aus Sport-Vermarktungsverträgen, Settlement-Risiken, Forderungen aus der Benutzung von Warenhauskreditkarten etc. Der Phantasie ist jedoch grundsätzlich solange keine Grenze gesetzt, als ein einigermassen planbarer Cashflow vorhanden ist.[4]

1.3 Gründe für Asset-Backed Securities

Als Gründe für securitisations können aus Sicht des Originators im Wesentlichen drei verschiedene Motive unterschieden werden:[5]

(1) Die klassische Motivation liegt in der *Liquiditätsbeschaffung* für Unternehmen und staatliche Institutionen. Securitisation als Finanzierungsinstrument konkurriert hier mit traditionellen Finanzierungsmöglichkeiten. Ob sich eine securitisation lohnt, lässt sich anhand der Finanzierungskosten beurteilen. In aller Regel ist securitisation unter dem Gesichtspunkt der Finanzierungskosten lediglich bei grossen Volumina und für Unternehmen mit einem mittleren bis schlechten Rating attraktiv.[6]

(2) Eine zweite Motivation liegt im *Risikotransfer*, der mit einer securitisation verbunden sein kann. Durch den Verkauf von bestimmten Assets wird in aller Regel auch das damit zusammenhängende Risiko transferiert. Unter dem Gesichtspunkt Risikotransfer steht securitisation in direkter Konkurrenz zu anderen Risikotransfermethoden, wie Derivaten, Garantien oder Versicherungen. Die Effizienz des Instruments securitisation ergibt sich im direkten Kostenvergleich mit den alternativen Risikotransfermethoden.

(3) Eine dritte Kategorie umfasst ein ganzes Sammelsurium von möglichen Motiven, welche von Bilanzpolitik (window dressing) über die Verlagerung von Geschäften aus der Geschäftsbilanz oder Länderbilanz (Stichwort: Maastricht-Verschuldungskriterien) über Diversifikation der Geldgeber bis hin zur regulatorischen Arbitrage (Einsparung von Eigenmitteln durch Verkauf von Aktiven durch eine Bank)

1 Vgl. etwa WIEGAND, Die Rezeption amerikanischen Rechts, in: Jenni/Kälin (Hrsg.), Die schweizerische Rechtsordnung in ihren internationalen Bezügen: Festgabe zum schweizerischen Juristentag 1988, Bern 1988, 229 ff.; WIEGAND, The Reception of American Law in Europe, American Journal of Comparative Law 1991, 229.

2 Vgl. BÄR, Asset Securitisation, Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, Bern/Stuttgart/Wien 1997, 445 ff.; vgl. auch NEUE ZÜRCHER ZEITUNG vom 4. Dezember 2001, Finanznot macht erfinderisch, 31, wonach Italien mit einem Emissionsvolumen von USD 15,4 Mrd. in den ersten neun Monaten von 2001 nach Angabe der Rating-Agentur Standard & Poor's mittlerweile hinter Grossbritannien zum zweitgrössten securitisation-Markt in Europa avanciert ist.

3 Vgl. ausführlicher zu den verschiedenen Motiven aus Sicht des Originators und des Investors sogleich Abschn.1.3.

4 So erwägt die italienische Regierung offenbar, das langjährige Brückenprojekt zur Verbindung von Sizilien mit dem Festland über eine securitisation künftiger Autobahn- und Brückengebühren zu realisieren, NEUE ZÜRCHER ZEITUNG vom 4. Dezember 2001, Finanznot macht erfinderisch, 31. Vgl. auch NEUE ZÜRCHER ZEITUNG vom 15. November 2001, Champagner und Diamanten für die Anleger, Der ABS-Markt expandiert in die Luxusgüterbranche, 33.

5 Vgl. dazu KROLL, Aktuelle Rechtsprobleme.

6 Im Detail zu Rating und Kosten: KROLL, Arbitrage.

reichen.[7] Die Effizienz des Instrumentes securitisation lässt sich hier nicht mehr klar berechnen, da schlecht oder nicht quantifizierbare Aspekte eine grosse Rolle spielen.

1.4 Auswirkungen der Securitisation auf den Originator

1.4.1 Risikostruktur

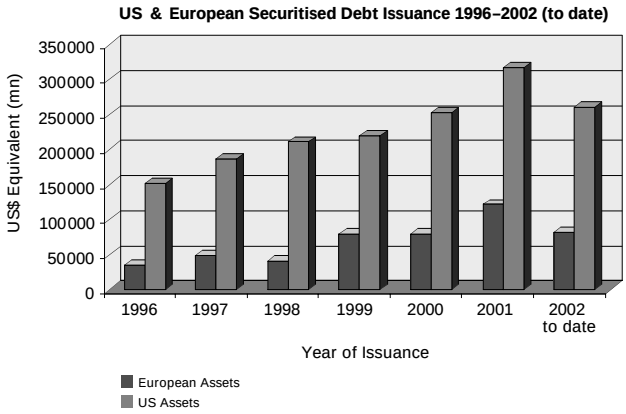
Die unmittelbare Auswirkung einer securitisation auf den Originator ist ein Aktiventausch: Der Bestand an Forderungen reduziert sich im Umfang der transferierten Aktiven, und ein entsprechender Betrag an Liquidität fliesst dem Originator zu. Selbst bei der Verbriefung nur der besten Aktiven (sogenanntes cherry picking) kommt es zu keiner Verschlechterung der Bilanz: Liquidität ist immer risikoärmer als sonst ein Aktivum. Erst die Verwendung der Liquidität erlaubt eine Beurteilung der Gesamttransaktion: Die Liquidität kann dazu verwendet werden, um Schulden abzubauen oder aber auch, um in neue Aktiven zu investieren. Nur wenn diese Aktiven schlechter als die verbrieften sind, kommt es zu einer Bilanzverschlechterung.[8] Grundsätzlich wird jedoch bei einer Investition in neue Aktiven das bestehende Eigenkapital besser (d.h. für zusätzliche Geschäfte) genutzt, womit sich Finanzkennzahlen wie Finanzierungsverhältnis, Return on Equity etc. verbessern.

1.4.2 Buchhalterische Behandlung der Securitisation

Für die buchhalterische Behandlung von securitisations sind zwei Aspekte auseinanderzuhalten: Einerseits kommt es zum *Verkauf von Aktiven*, was typischerweise als Aktiventausch zu verbuchen ist. Andererseits stellt sich die Frage nach der *Konsolidierung des SPV*, insbesondere wenn der Originator der «primary beneficiary» des SPV ist oder einen «variable interest» am SPV hat. Die Entwicklung der führenden Buchhaltungsregeln ist in den letzten Jahren ganz klar in Richtung Offenlegung von securitisation-Transaktionen gegangen und führt heute meist zu einer Konsolidierung des SPV. Das Pendel scheint jedoch wieder etwas zurückzuschwingen.

1.5 Bedeutung der Securitisation

Asset-backed securities sind weltweit zum zweit-bedeutendsten Segment des Kapitalmarktes geworden, direkt nach Staatspapieren. Die Entwicklung der Volumina ist eindrücklich:[9]



Die wirtschaftliche Bedeutung ergibt sich nicht nur aufgrund des Angebotes dieses flexiblen Instrumentes, sondern auch aus der grossen Nachfrage durch Investoren.

Aus Sicht der Investoren sind asset-backed securities, welche aufgrund der Strukturierung häufig ein besseres Rating aufweisen als dasjenige des Originators, insbesondere für institutionelle Investoren interessant. Die Transaktionen führen zu einem klaren Risikoprofil, welches sich in aller Regel auf ein definiertes Portefeuille von klar umschriebenen Aktiven beschränkt (Hypotheken, Kreditkartenforderungen etc.). Managementrisiken sind in den meisten Transaktionen ausgeschlossen; ebenso ist das Risiko von Bilanzbeschönigungen deutlich kleiner als bei Unternehmensanleihen.

1.6 Arten der Securitisation

Es werden zwei grundsätzliche Arten der securitisation unterschieden: Einerseits die sogenannten *True-sale-Transaktionen* und andererseits die *synthetischen Transaktionen*. Bei den in Abschn. 2 anhand des Beispiels der Hypotheken beschriebenen True-sale-Transaktionen kommt es zu einem Verkauf der Aktiven an ein SPV. Bei den synthetischen Transaktionen (siehe Abschn. 4) erfolgt der Risikotransfer vom Originator zum SPV und letztlich zum Investor ausschliesslich auf vertraglicher Basis, in der Regel durch den Einsatz von Kreditderivaten.

Mit beiden Techniken können grundsätzlich die in Abschn. 1.3 aufgezählten Ziele verfolgt werden. Von der Abwicklung her sind die synthetischen Transaktionen in aller Regel einfacher zu dokumentieren und zu administrieren als die True-sale-Transaktionen, weshalb sie sich in den letzten Jahren einer zunehmenden Beliebtheit erfreuen. Von der Gestaltung des Risikotransfers her sind

7 Vgl. z.B. die diesbezüglichen Überlegungen des BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, Consultative Document «Asset Securitisation», Supporting Document to the New Basel Capital Accord, January 2001.

8 Vgl. KROLL, Liquidität.

9 Wir danken der Credit Suisse First Boston für die Erarbeitung dieser Übersicht.

sie jedoch wesentlich komplexer, da mangels eines eigentlichen Transfers der Aktiven die Risiken nicht per se übergehen, sondern nur jene Risiken, welche ausdrücklich vereinbart wurden. Dies kann zu einem Basisrisiko führen.

1.7 Securitisation in der Schweiz

Securitisations haben auch in der Schweiz in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen. Es gibt momentan mindestens ein halbes Dutzend Transaktionen pro Jahr; bei den meisten davon handelt es sich um sogenannte Privatplatzierungen, d.h. um Platzierungen bei institutionellen Investoren ohne Kotierung der Wertschriften. Die momentan in Revision befindlichen Kotierungsbestimmungen für asset-backed securities der Schweizer Börse SWX Swiss Exchange haben immerhin dazu geführt, dass heute einige asset-backed securities an der SWX Swiss Exchange kotiert sind. Die Mehrheit davon verbriefen ausländische Aktiven[10].

In der Schweiz standen bisher die Verbriefung von Debitoren sowie True-sale-Transaktionen im Vordergrund. Anders als in anderen Ländern dauerte es eine ganze Weile, bis die erste Hypothekarverbriefung durchgeführt wurde (1998 die «TELL»-Transaktion des damaligen Schweizerischen Bankvereins, welche Festhypotheken im Gegenwert von rund CHF 250 Millionen verbriefte[11]). Auch heute noch stellt die Hypothekarverbriefung lediglich einen sehr kleinen Teil des gesamten schweizerischen ABS-Marktes dar, da lediglich im Jahre 2001 eine weitere Transaktion folgte (Swissact-2001–1-Sub-Trust-Transaktion der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken, welche Festhypotheken der Zürcher Kantonalbank im Gegenwert von 355 Millionen Euro verbriefte).[12]

2 Hintergrund: Die Mobilisierung des Kredites im Allgemeinen und des Hypothekarkredites im Besonderen

Nicht erst heute ist sich der Gesetzgeber bewusst, dass der Mobilisierung des Kredites für die Volkswirtschaft eine grosse Bedeutung zukommt. Bemühungen zur Mobilisierung des Kredites finden sich insbesondere im schweizerischen Grundpfandrecht (Schuldbrief oder die vor allem noch im Wallis üblichen Inhaberobligation mit Grundpfandverschreibung). Durch den Schuldbrief wird eine persönliche Forderung begründet, welche grundpfandrechtlich sichergestellt ist[13]. Der Schuldbrief ist ein Wertpapier, das eine Forderung verkörpert, die bei seiner Begründung entsteht und die Novation der vorbestehenden Verpflichtungen zur Folge hat[14]. Dies erlaubt es, den Kredit samt Sicherheit wertpapierrechtlich auf einfache Weise zu übertragen. Trotz der genialen Einfachheit dieses Konzeptes hat sich kein Sekundärmarkt etablieren können, vermutlich weil es an der nötigen Standardisierung des Kreditrisikos (Bonität des Schuldners, transparente Bewertung der Liegenschaft) fehlt. Auch fürs reine Kreditgeschäft wurde das Konzept aus Gründen der administrativen Vereinfachung in Zeiten sich häufig ändernder Zinssätze von der Praxis weiterentwickelt und zunehmend der Idee des Gesetzgebers entfremdet. In der heutigen Praxis wird zunächst ein Schuldbrief geschaffen, welcher zwar zwingend eine bestimmte Forderungssumme verbrieft, aber nicht mehr das eigentliche Kreditinstrument darstellt. Die Bank gewährt einen Kredit und lässt sich den Schuldbrief zu Pfand oder zu fiduziarischem Eigentum übertragen zur Besicherung des Kredites unter einer rein obligatorischen (fiduziarischen) Rückgabe- und Abrechnungsverpflichtung[15]. Die Bank sichert durch einen Schuldbrief in der Regel nicht nur eine bestimmte Darlehensforderung, sondern einen relativ unbestimmten Forderungskreis des Bankkunden[16] (wie Kontokorrentkredit, Verpflichtungen aus anderen Verhältnissen zur Bank etc.)[17].

10 Vgl. auch die Informationsbroschüre der SWX Swiss Exchange, Asset-backed Securities, Zürich 1998/2000.

11 Vgl. dazu Kroll, Aktuelle Rechtsprobleme, 173 ff.

12 Einen aktuellen Überblick gibt: Kroll/Spangler, Securitisation in Switzerland: Recent Market Developments, in: International Securitisation Report (ISR) Nr. 7, London 2002, 32 f.

13 Art. 842 ZGB.

14 Art. 855 Abs. 1 ZGB.

15 Vgl. dazu Bär, Hypothekarkredit; Vollenweider, Die Sicherungsübereignung von Schuldbriefen als Sicherungsmittel der Bank, Diss. Freiburg i.Ue. 1994; Zobl, Zur Sicherungsübereignung von Schuldbriefen, ZBGR 68, 281 ff.

16 Wiegand, Aspekte, 853.

17 Praxisüblich ist etwa folgende Vertragsbestimmung: «Die Bank ist ermächtigt, die Forderungen aus den sicherungsübereigneten Grundpfandtiteln – abweichend von darin allenfalls statuierten anderslautenden Bestimmungen – nebst drei verfallenen Jahreszinsen und dem laufenden Zins anstelle und im jeweiligen Umfang ihrer sämtlichen Forderungen gegen bei jeder Geschäftsstelle der Bank aus bereits abgeschlossenen oder im Rahmen der bestehenden Geschäftsbeziehung mit der Bank künftig abzuschliessenden Verträge geltend zu machen, unter Einschluss von sämtlichen verfallenen und laufenden Zinsen und Kommissionen und der damit zusammenhängenden gerichtlichen oder aussergerichtlichen Spesen und Kosten.»

Auch an Finanzierungen im grösseren Rahmen hatte der Gesetzgeber vor bald 100 Jahren gedacht, als er die Anleihen mit Grundpfandrecht schuf[18]. Sowohl der Schuldbrief wie auch die Anleihe mit Grundpfandrecht zielte darauf ab, dass Private den Geldbedarf Privater finanzieren würden, ohne das Zwischenschalten eines Finanzintermediärs. Diese Bemühungen sind wohl als gescheitert zu betrachten. Als dann auch noch die Finanzintermediäre (Banken) in der Folge der grossen Depression in Schwierigkeiten gerieten, schuf der Gesetzgeber mit einer Novelle den Pfandbrief, welcher einerseits bestechend einfach ausgestaltet ist und andererseits eine gelungene Mobilisierung des Kredites darstellt. Das Pfandbriefgesetz von 1930 schafft ein spezialgesetzliches Pfandrecht der beiden Pfandbriefbanken als Darlehensgeber an der im Pfandregister der Mitglieder eingetragenen Deckung, ohne dass ein besonderer Verpfändungsvertrag und die Übergabe der Deckung an die Pfandbriefzentralen oder deren Vertreter erforderlich wären[19]. Der Pfandbrief hat sich in der Praxis dank seiner Einfachheit, Sicherheit und Liquidität hervorragend bewährt.

Während der Hochzinsphase Ende der achtziger Jahre versuchte der Gesetzgeber mit einer weiteren Novelle die Wohnbaufinanzierung effizienter und damit für Hauseigentümer und Mieter kostengünstiger zu gestalten. Die an amerikanische Verhältnisse angelehnte spezialgesetzliche Schaffung von Hypothekaranlagefonds[20] ist bis heute jedoch toter Buchstabe geblieben. Es war wohl etwas naiv zu glauben, dass der börsenmässige Kapitalmarkt zu massgeblich tieferen Zinsen führen würde als der Kapitalmarkt via eine Bankenfinanzierung. Kosteneinsparungen ergeben sich lediglich durch die Ersparnis von Eigenmitteln, welche allerdings durch Strukturkosten (insbesondere im Fall eines bewilligungspflichtigen und regulierten Anlagefonds) wohl weitgehend kompensiert werden.

Aktuell sind zur Zeit die Bemühungen zur Schaffung einer Eurohypothek[21] nach dem Vorbild des schweizerischen Schuldbriefes sowie die Anstrengungen zur Rechtsvereinheitlichung bei der Debitorenfinanzierung[22].

Vor einem ähnlichen Hintergrund wie das Pfandbriefgesetz entstand das Grundmodell der securitisations in den 70er-Jahren in den USA, hauptsächlich in der Form von Hypothekenfonds, welche selbst asset-backed securities ausgaben.[23] Hintergrund war eine Vertrauenskrise der Anleger in die Banken, die dazu führte, dass Wohneigentum nicht mehr genügend finanziert werden konnte. Erst die Schaffung von speziellen Fonds erlaubte die Mittelbeschaffung an den Banken vorbei. In den 80er-Jahren wurde daraus zuerst in den USA ein branchenunabhängiges Finanzmodell entwickelt, das in den 90er-Jahren eine enorme, weltweite Verbreitung fand. Trotz der Schaffung spezieller Gesetzgebung in vielen Ländern ist securitisation typischerweise eine private Lösung von spezifischen (insbesondere Finanzierungs-) Problemen durch die Mobilisierung von Krediten. Securitisation kann dank der Mobilisierung von Krediten eine wertvolle volkswirtschaftliche Aufgabe erfüllen.

3 Verbriefung von Hypothekarforderungen

3.1 Typische Struktur einer Mortgage Securitisation

Eine True-sale-Transaktion soll nachstehend anhand der Verbriefung von Hypotheken erläutert werden. Das Beispiel der Hypotheken wird nicht nur gewählt, weil es mit Abstand das grösste Segment des ABS-Marktes ist, sondern weil die Mobilisierung des Hypothekarkredites, wie oben dargestellt,[24] bereits für den historischen Gesetzgeber ein Anliegen war.

Eine Bank (Originator) verkauft definierten Kriterien entsprechende Hypothekarkredite an ein special purpose vehicle und überträgt die Kreditforderungen samt Sicherheit auf dieses. Das SPV beschafft sich den Kaufpreis durch die Ausgabe von mortgage-backed securities im Kapitalmarkt. Die Übertragung der Kredite wird typischerweise nicht notifiziert, und der Originator, nun als «servicer», überwacht die Zahlungseingänge auftrags des SPV und überweist diesem periodisch die Eingänge. Der servicer wird für seine Dienstleistungen vom SPV

18 Art. 875 ZGB.

19 Pfandbriefgesetz vom 25. Juni 1930 (PfG; SR 211.423.4).

20 Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Anlagefondsgesetz, AFG; SR 951.31), Art. 72.

21 Vgl. DÜRR, Europäischer Hypothekenmarkt und schweizerisches Privatrecht, in: Forstmoser/von der Crone/Weber/Zobl (Hrsg.), Der Einfluss des europäischen Rechts auf die Schweiz, Festschrift für Professor Roger Zäch zum 60. Geburtstag, Zürich 1999, 511 ff.

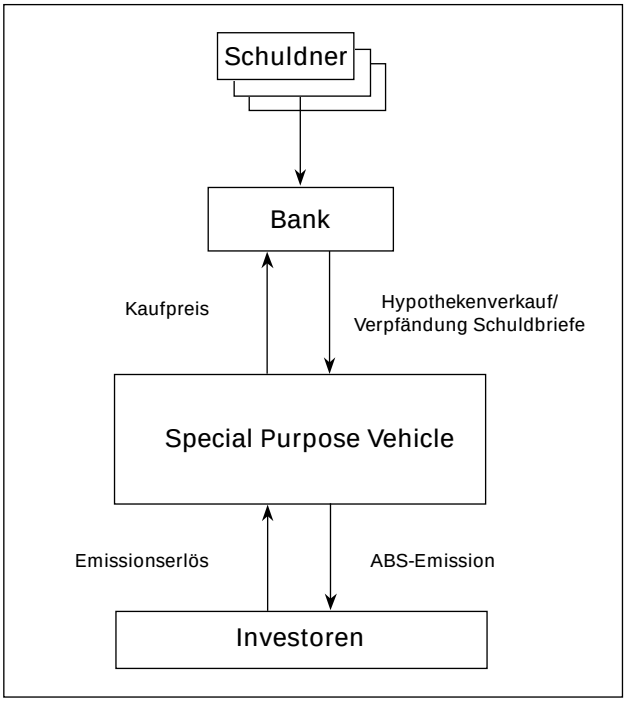
22 UNITED NATIONS, Convention on Assignment in Receivables Financing, Draft vom 16. Juli 1999, abrufbar über www.uncitral.org. Weitere Reformvorhaben auf internationaler Ebene betreffen das Leasing, Factoring, Garantien und stand-by letters of credit sowie Mobiliarsicherheiten; für weiterführende Hinweise vgl. BERGER, Registrierung von Mobiliarsicherheiten, ZBJV 138 (2002), 200.

23 Vgl. BÄR, 361 ff. m.w.Hw.

24 Vgl. oben, Abschn. 2.

entschädigt. Der Originator kann so seine Kundenbeziehungen und die aus dem zugrunde liegenden Geschäft resultierenden Erträge wahren.[25]

Graphisch lässt sich die Transaktionsstruktur wie folgt darstellen:



3.2 Credit Enhancement, Liquiditätssicherung und Hedging

Securitisation-Transaktionen werden massgeschneidert, so dass die asset-backed securities das gewünschte Rating[26] erzielen. Zu diesem Zweck sind sämtliche Risiken zu berücksichtigen. Es werden Währungs- und Zinsrisiken abgesichert und zusätzliche strukturelle Massnahmen wie Liquiditätslinien (zur Überbrückung temporärer Liquiditätsengpässe) und Kreditverbesserungsmassnahmen (sogenanntes credit enhancement) eingeführt.

Zur Strukturierung und Limitierung des Kreditrisikos werden spezielle Massnahmen in die Struktur eingebaut. Es wird zwischen internem und externem credit enhancement unterschieden. Zum externen credit enhancement gehören unterstützende Massnahmen Dritter wie zum Beispiel Garantien, letters of credit, Versicherungen oder nachrangige Kredite oder Wertschriften (Senior-/Junior-Strukturen). Beim internen credit enhancement bezahlt das SPV typischerweise den Kaufpreis in zwei Tranchen, die eine sofort, die zweite hingegen erst bei Vereinnahmung der entsprechenden Aktiven.[27]

Währungs- und Zinsrisiken werden entweder durch Derivate limitiert oder ganz eliminiert. Besteht eine ausreichende Wahrscheinlichkeit, dass die Einnahmen nicht zeitgerecht erfolgen, wird eine Liquiditätsfazilität in die Struktur eingebaut, so dass temporäre Zahlungsprobleme durch diese aufgefangen werden, bevor Investoren zu Schaden kommen.

Diese Massnahmen sind sehr wichtig, da das SPV nicht zuletzt aus Kostengründen nicht über die wirtschaftliche Substanz verfügt, um diese Risiken selber abfedern zu können.[28]

3.3 Verkauf von Hypothekarforderungen an das SPV

3.3.1 Zession der Hypothekarforderungen

Die Übertragung von Hypothekarforderungen geschieht mittels Zession, die gemäss Art. 165 OR der Schriftform, d.h. einfacher Schriftlichkeit gemäss Art. 13 Abs. 1 OR, bedarf.

Das mit einer securitisation verbundene Erfordernis eines true sale (d.h. eines unwiderruflichen und unter keinen Umständen anfechtbaren Verkaufs) bedingt unter anderem, dass die abzutretenden Forderungen bestimmt bzw. ohne Mitwirkung des Originators bestimmbar sind. Dieses *Bestimmtheitsprinzip* erfordert die genaue Bezeichnung des Verfügungsgegenstandes, damit im Zeitpunkt der Verfügungshandlung eindeutig feststeht, welcher Gegenstand von der Verfügung betroffen ist[29]. Letztlich heisst dies, dass Angaben zu Schuldner und Kredit gemacht werden müssen.

Die Abtretung der Hypothekarforderungen an das special purpose vehicle wird dem Schuldner typischerweise nicht angezeigt[30]. Damit wird der gutgläubige Schuldner weiterhin befreiend an den Originator leisten[31], welcher auftrags des special purpose vehicle nun als servicer das Inkasso und die Bewirtschaftung des Hypothekarforderungsportefeuilles betreibt.

25 Vgl. BÄR, 85 ff.

26 Zur wirtschaftlichen Bedeutung: vgl. KROLL, Arbitrage, 761.

27 Vgl. zum Ganzen: BÄR, 211 ff. m.w.Hw.

28 Vgl. KROLL, Liquidität, 89 f.

29 Mit dem Bestimmtheitsprinzip verwandt ist das *Spezialitätsprinzip*, welches über sein Hauptanwendungsgebiet Sachenrecht hinaus Bedeutung hat, vgl. WIEGAND, Akzessorietät und Spezialität – Zum Verhältnis zwischen Forderung und Sicherungsgegenstand, Probleme der Kreditsicherung, Berner Tage für die juristische Praxis (BTJP), Bern 1982, 35 ff.

30 Art. 164 OR.

31 Art. 167 OR.

Die Notifikation der Abtretung an den Schuldner der abgetretenen Forderung ist keine Gültigkeitsvoraussetzung der Zession nach schweizerischem Recht. Hinsichtlich der Transaktion kann auf eine Notifikation damit solange verzichtet werden, als der Originator und servicer seine vertraglichen Pflichten erfüllt und über eine definierte Bonität (z.B. Rating) verfügt. Erfolgt die Notifikation nicht rechtzeitig, so drohen Zahlungen von Hypothekarschuldnern in die Konkursmasse des servicer zu fallen.

3.3.2 Übertragung der Schuldbriefe

Wegen der heute in fast allen Kantonen üblichen Zweiteilung der Hypothek in einen Kredit und dessen Sicherstellung durch einen oder mehrere Schuldbriefe stellt sich die Frage nach der Übertragung der Schuldbriefe von der Bank auf das SPV anlässlich der Zession der Kreditforderungen. Dabei ist die Art der Sicherstellung des Hypothekarkredites entscheidend: Ein der Bank verpfändeter Schuldbrief folgt als akzessorische Sicherheit dem Kredit anlässlich von dessen Abtretung.[32] Anders gestaltet sich die Rechtslage bei der *Sicherungsübereignung* der Schuldbriefe. Bei der Sicherungsübereignung werden Schuldbriefe im Unterschied zur Verpfändung von Schuldbriefen dem Forderungsgläubiger (der Bank) zur Sicherstellung seiner Forderung (der Hypothekarforderung und allfälliger weiterer Forderungen der Bank) fiduziarisch zu Eigentum übertragen[33]. Dem Fiduziar wird dadurch eine im Vergleich zum Pfandgläubiger stärkere, quasi überschiessende, sachenrechtliche Rechtsposition eingeräumt, die es ihm erlaubt, gegenüber Dritten als unbeschränkter Rechtsträger aufzutreten, während er aufgrund der Sicherungsabrede dem Fiduzianten gegenüber obligatorisch verpflichtet bleibt, von dieser überschiessenden Rechtsmacht zur Sicherung seiner Forderung nur im vereinbarten Umfang Gebrauch zu machen[34].

Die Sicherungsübereignung ist von der durch die Sicherungsübereignung gesicherten Forderung (der *Sicherungsforderung* als Grundverhältnis) unabhängig (Abstraktheit)[35]. Auch die Frage der *Akzessorietät des Sicherungseigentums* wird von der Lehre mehrheitlich verneinend beantwortet[36]; Rechtsprechung existiert zu dieser Frage, soweit ersichtlich, nicht. Demzufolge geht bei der Abtretung der Sicherungsforderung das Sicherungseigentum nicht als Nebenrecht im Sinne von Art. 170 Abs. 1 OR auf den Zessionar über. Eine Akzessorietät des Sicherungseigentums kann nach Auffassung von Zobl auch nicht vertraglich begründet werden; eine solche vertragliche Abrede hätte lediglich schuldrechtliche Bedeutung, indem der Fiduziar obligatorisch verpflichtet wäre, bei Abtretung der Sicherungsforderung das Eigentum am Sicherungsgegenstand auf den Zessionar zu übertragen[37]. Damit muss u.E. auch eine analoge Anwendung der pfandrechtlichen Akzessorietät ausser Betracht fallen.

Dies bedeutet aus praktischer Sicht, dass aufgrund der Zession der Hypothekarforderungen zwar die Kreditforderung an das SPV übergegangen ist, dass aber für den Transfer der dazugehörenden Sicherheit (Schuldbrief) eine weitere Rechtshandlung nötig ist. Eine solche Rechtshandlung ist jedoch aufgrund der Fiduzia typischerweise nicht gedeckt. Die entsprechende Zustimmung zur Übertragung ist vom Bankschuldner im Voraus bei Vertragsabschluss oder konkret vor der gewünschten Übertragung einzuholen. Es sind verschiedene Formen der Übertragung der Schuldbriefe denkbar. In der Praxis wurde bisher bei sicherungsübereigneten Schuldbriefen die Verpfändung der Schuldbriefe durch die Bank ans SPV verwendet[38]. Auf diese Weise erhält das special purpose vehicle die gewünschte dingliche Sicherheit für die erworbene Kreditforderung. Sachenrechtlich ist sicherzustellen, dass die Sicherheit aus der Rechtssphäre des Verpfänders ausgeschieden wird und der Pfandgläubiger (oder ein Dritter) daran mindestens sogenannten Mitverschluss erhält: Der Pfandgläubiger braucht dabei nicht ausschliesslichen Besitz zu erlangen; es genügt, dass der Pfandschuldner die ausschliessliche Gewalt aufgibt[39].

3.4 Einziehungsbefugnis des Servicer

Die *Einziehung und Vollstreckung der Forderung* geschieht am effizientesten und für die Kundenbeziehung am schonendsten, wenn der Originator weiterhin diese Aufgaben – nun allerdings auftrags und auf Rechnung des SPV (d.h. als servicer) – wahrnimmt. Zu diesem Zweck muss sichergestellt werden, dass die Bank im ei-

32 Art. 170 OR; BaK-Girsberger, N. 8 zu Art. 170 OR.

33 Vgl. dazu vorne, Abschn. 2.

34 Vgl. BK-Zobl, N 1300 Syst. Teil zu ZGB 884 ff.

35 Statt vieler Vollenweider, Die Sicherungsübereignung von Schuldbriefen als Sicherungsmittel der Bank, Fribourg 1995, 66.

36 BK-Zobl, N 1367 Syst. Teil zu ZGB 884 ff.; Vollenweider, 67, 69 f.

37 BK-Zobl, N 1368 ff. Syst. Teil zu ZGB 884 ff.; a.M. Blass, Die Sicherungsübereignung im schweizerischen Recht, Diss. 1953,144.

38 Vgl. Offering Circular TELL, Offering Circular Swissact.

39 BGE 89 II 319; HGer ZH, ZR 1982, 184; ZGB-Bauer, ZGB 884 N 60; BK-Zobl, ZGB 884 N 521.

genen Namen die Forderung einziehen kann[40]. Dies kann über die Einziehungsbefugnis des Pfandschuldners und Forderungsgläubigers gemäss Art. 906 ZGB erreicht werden.

Art. 906 ZGB nennt lediglich die Verpfändung von Forderungen ausdrücklich, gilt aber auch für die Leistungen Dritter, welche für die «anderen Rechte» gemäss Art. 900 Abs. 3 ZGB erbracht werden[41].

3.5 Bankrechtliche Aspekte

3.5.1 Bankgeheimnis

Aus den zessionsrechtlichen Vorgaben ergibt sich, dass bei der Vornahme der Zession sowohl die Höhe der Forderung als auch der Schuldner der Forderung genau bezeichnet werden muss[42]. Daraus ergeben sich Probleme im Hinblick auf das Bankgeheimnis und den Datenschutz[43, 44].

Die schweizerische Doktrin ist sich nicht einig, ob und unter welchen Voraussetzungen eine dem schweizerischen Bankengesetz unterstehende Bank Kundenforderungen ohne Zustimmung der Kunden abtreten darf und kann[45]. Die Auffassung, wonach die Abtretbarkeit von Bankkundenforderungen sich bereits aus der banküblichen Refinanzierungspraxis ergebe, wird in der Lehre zunehmend kritisiert[46]. Der zivil- und strafrechtliche Schutz des schweizerischen Bankgeheimnisses dürfe durch neue Finanzierungstechniken nicht ausgehöhlt oder gar beseitigt werden. Jede Offenlegung von Bankkundeninformationen, vorbehältlich der gesetzlichen Ausnahmen, bewirkt nach dieser Auffassung eine Bankgeheimnisverletzung, sofern und soweit die Zustimmung des Bankkunden nicht erhältlich gemacht werden kann[47]. Insbesondere könne die Übertragung von durch das Bankgeheimnis geschützten Daten auf eine andere Bank oder einen Beauftragten der Bank nicht schon deshalb zugelassen werden, weil auch diese dem Bankgeheimnis unterliegen[48]. Die namentlich in Deutschland praktizierte Verschlüsselung von Kundeninformationen vermag deshalb das Problem der Bankgeheimnisverletzung kaum zu lösen[49]. Eine solche Verschlüsselung drängt sich indessen aus einem grösseren Diskretionsbedürfnis der Bank heraus u.U. zusätzlich zur Einwilligung des Bankkunden auf.

Eine ohne Zustimmung des Bankkunden erfolgte Abtretung verstösst gegen Art. 47 BankG[50]. Zumindest ein Teil der Lehre erblickt in Art. 47 BankG eine Verbotsnorm im Sinne von Art. 20 OR, da die Verfügung über die Forderung unmittelbar denjenigen Erfolg bewirkt, welcher durch Art. 47 BankG verhindert werden soll. Die ohne Zustimmung des Bankkunden erfolgte Zession sei als Verfügungsvertrag deshalb ex tunc nichtig im Sinne von Art. 20 OR[51]. Dieser Auffassung ist u.E. indessen entgegenzuhalten, dass sich nach ständiger Rechtsprechung und Lehre die Annahme einer Nichtigkeit gemäss Art. 20 OR nur insofern und insoweit rechtfertigt, als diese Zivilrechtsfolge vom Gesetz ausdrücklich vorgesehen ist oder sich aus dem Sinn und Zweck der verletzten Norm ergibt[52]. Das Bankgeheimnis ist ein Bankkundengeheimnis und soll den Kunden vor unzulässigen Offenbarungen von Kundeninformationen durch die Bank oder von dieser Beauftragte schützen. Sind die Kundeninformationen offenbart, ist das Bankgeheimnis verletzt, was für die Bank zivilrechtliche Schadenersatzfolgen und für die Verantwortlichen der Bank insbesondere strafrechtliche Konsequenzen hat. Eine Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts, durch welches die Kundeninformation in Verletzung des Bankgeheimnisses offenbart wurde, nützt dem Bankkunden als Schutzobjekt von Art. 47 BankG indessen in keiner Art und Weise. Es ist deshalb fraglich, ob eine Verletzung von Art. 47 BankG «nach dem Sinn und Zweck» von Art. 47 BankG die Nichtigkeit des die unzulässige Offenbarung von Kundeninformationen bewirkenden Rechtsgeschäfts zur Folge haben soll bzw. muss.

40 Vgl. Dürr/Kroll/Peter, 187 ff., 201 ff.

41 BaK-Bauer, ZGB 906 N 2 ff.; BK-Zobl, ZGB 906 N 20 ff.

42 Vgl. vorne zur Zession der Forderungen, Abschn. 3.3.1.

43 Der Schutz des Bankgeheimnisses kann dabei als lex specialis zum allgemein gültigen Datenschutz angesehen werden. Die folgenden Überlegungen können deshalb auch mutatis mutandis auf die datenschutzrechtliche Analyse übertragen werden, auf deren nähere Darstellung vorliegend verzichtet werden soll.

44 Vgl. Kroll, Asset Securitisation.

45 Vgl. z.B. Wiegand, Aspekte, 847 ff. m.w.Hw.

46 Vgl. z.B. Steiner, Die Abtretung von Forderungen geheimhaltungspflichtiger Gläubiger, Dargestellt am Anwalts- und Bankgeheimnis, Diss. Bern 2001, 179 ff.

47 Wiegand, Aspekte, 848.

48 Berger, Outsourcing vs. Geheimnisschutz im Bankgeschäft, recht 2000, 182 ff.; Frick, Das Bankgeheimnis im Konzern und bei Übernahmen, SZW 1996, 1 ff.; Steiner, 194 ff.; Wiegand, Aspekte, 849; a.M. immerhin der führende Bankrechtskommentar Bodmer/Kleiner/Lutz, Kommentar zum Bankengesetz, Zürich 1976 ff., N 93 zu Art. 47 BankG.

49 Gl. M. Wiegand, Aspekte, 848 f.

50 Bundesgesetz vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG; SR 952.0).

51 Steiner, 189 ff.; Wiegand, Aspekte, 849; Berger, Confidentiality, 88 ff.

52 Vgl. z.B. BGE 119 II 224; OR-Huguenin, N 50 ff. zu Art. 19/20 OR; BK-Kramer, N 308 ff. zu Art. 19–20 OR.

Mit der Nichtigkeit des die Offenbarung bewirkenden Rechtsgeschäfts kann die Geheimnisverletzung nämlich gerade nicht rückgängig gemacht werden[53].

Das zivilrechtliche Nichtigkeitsrisiko kann dadurch ausgeschlossen werden, dass vom Bankkunden für bereits bestehende oder neu begründete Forderungen eine Zustimmung zur securitisation oder allgemeiner zur Übertragbarkeit von Kreditforderung und Sicherheit oder gar des Kreditvertrages eingeholt wird. Erfolgt die Zustimmung in den allgemeinen Geschäftsbedingungen der Bank, hat die Erklärung den Anforderungen der von der Rechtsprechung entwickelten Unklarheiten- und Ungewöhnlichkeitsregel zu genügen[54].

3.5.2 Weiterverpfändungsverbot

Art. 17 BankG verlangt aus Gründen des Kundenschutzes, dass sich (i) eine Bank das Recht zur Weiterverpfändung in einer gesonderten Urkunde erteilen lassen muss und (ii) die Werte des Bankkunden für keinen höheren Betrag weitergepfändet werden dürfen, als die Bank selbst von ihrem Pfandschuldner zu fordern berechtigt ist.

Die Verpfändung eines sicherungsübereigneten Schuldbriefes stellt begrifflich keine Weiterverpfändung im Sinne von Art. 887 ZGB dar, da es an der ersten Verpfändung fehlt. Art. 17 BankG ist u.E. deshalb nicht anwendbar, wenn auch nicht verhehlt werden soll, dass sich aus Kundenschutzüberlegungen die Situation eines sicherungsübereigneten Schuldbriefs von derjenigen eines verpfändeten Schuldbriefs diesbezüglich kaum unterscheidet.

Vorsichtigerweise, und je nach konkreter Transaktionsstruktur zwingenderweise, werden in der Praxis häufig separate Erklärungen der Bankkunden eingeholt, um das Risiko einer allfälligen analogen Anwendung von Art. 17 BankG von vornherein auszuschliessen.

3.6 Pfandbriefgesetz

Soweit das special purpose vehicle Wertpapiere emittiert, die auf grundpfandrechtlich gesicherten Forderungen beruhen, weist die Transaktionsstruktur Parallelen zur Emission von Pfandbriefen der schweizerischen Pfandbriefzentralen auf. Die Unterstellung des special purpose vehicle unter das Pfandbriefgesetz ist indessen abzulehnen[55], da die vom SPV ausgegebenen Notes weder als Pfandbriefe bezeichnet noch von Pfandbriefinstituten ausgegeben werden.

3.7 Keine Anwendung des Konsumkreditgesetzes

Vom Geltungsbereich des Konsumkreditgesetzes ausgenommen sind gemäss Art. 6 Abs. 1 lit. a KKG[56] Kreditverträge oder Kreditversprechen, die hauptsächlich zum Erwerb oder zur Beibehaltung von Eigentumsrechten an einem Grundstück oder einem vorhandenen oder noch zu errichtenden Gebäude oder zur Renovation oder Verbesserung eines Gebäudes bestimmt sind[57].

Gemäss dem am 1. Januar 2003 in Kraft tretenden neuen Konsumkreditgesetz (nKKG) sind neu vom Geltungsbereich des Gesetzes ausgenommen «Kreditverträge oder Kreditversprechen, die direkt oder indirekt grundpfandgesichert sind»[58].

3.8 Bankenaufsichtsrechtliche Implikationen

Die «Gewähr für einwandfreie Geschäftsführung» gemäss Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG wird durch die EBK überwacht. Zur Beseitigung von Missständen kann die EBK die notwendigen Verfügungen erlassen und einer Bank, welche die Bewilligungsvoraussetzungen nicht mehr erfüllt oder ihre gesetzlichen Pflichten grob verletzt, sogar die Bankbewilligung entziehen[59]. Deshalb kommt dem einwandfreien Umgang mit dem Bankgeheimnis und dem Weiterverpfändungsverbot ein grosses Gewicht zu.

Weiter ist es letztlich die EBK, welche darüber entscheidet, ob der mit einer securitisation verbundene Risikotransfer genügend ist, um eine Reduktion der Eigenmittelanforderungen zu rechtfertigen. Im Umfang, in dem Risiken übertragen werden, sind keine Eigenmittel mehr zu unterlegen. Für einen echten Risikotransfer verlangt die EBK:[60]

53 Anders verhielte es sich u.U. bei Rechtsgeschäften, welche die Bank zur (widerrechtlichen) Offenbarung von Kundeninformationen verpflichten. Die Unwirksamkeit solcher Verpflichtungsgeschäfte wäre geeignet, den Schutzzweck von Art. 47 BankG als Verbotsnorm zu erfüllen.

54 Statt vieler STEINER, 203 ff.

55 Gl. M. WIEGAND, Aspekte, 852 Fn. 49; gl.M. für das deutsche Hypothekenbankgesetz BAUMS, WM 1993, 1 ff.

56 Bundesgesetz vom 8. Oktober 1993 über den Konsumkredit (KKG; SR 221.214.1).

57 Im Fall von veruntreuten Baudarlehen (vgl. z.B. BGE 124 IV 9), welche entgegen ihrer Zweckbestimmung nicht für den Bau verwendet wurden, könnte sich indessen die Frage der Anwendung des heutigen Konsumkreditgesetzes stellen.

58 Art. 6 Abs. 1 lit. a nKKG. Die bisherige Anwendungshöchstgrenze des Konsumkreditgesetzes von CHF 40 000 wird aufgehoben. Damit erhält die Beurteilung veruntreuter Baudarlehen einerseits höhere Brisanz. Andererseits legt der revidierte Wortlaut indessen nahe, dass es auf die effektive Verwendungsart des Kredits nicht mehr ankommen soll.

59 Art. 23ter und 23^{quinquies} BankG.

60 Zusammenfassung des ersten Bewilligungsentscheids einer securitisation von Bankaktiven durch die EBK vom 26. März 1998 in: KROLL, Aktuelle Rechtsprobleme, 180 f.

– Die Laufzeit der übertragenen Kreditforderungen muss kürzer sein als die Laufzeit der Transaktion (d.h. kein «Rückfall» von Forderungen an die verkaufende Bank).
– Es darf kein (bzw. nur ein klar limitiertes) Rückgriffsrecht der Investoren/SPV auf die Bank für Kreditverluste geben. Im Umfang eines bestehenden Rückgriffsrechtes (z.B. für den sogenannten first loss) sind die entsprechenden Maximalbeträge von den Eigenmitteln der Bank abzuziehen.
– Die Bank darf weitere Funktionen in der Transaktion wahrnehmen, wie z.B. Swaps bereitstellen, Notes platzieren etc. Solche Funktionen verhindern eine Eigenmittelbefreiung grundsätzlich nicht, sind aber entsprechend der normalen Grundsätze mit Eigenmitteln zu unterlegen.

Die EBK hat verlangt, über geplante Transaktionen orientiert zu werden.

Mit der Revision der Eigenmittelvorschriften im Rahmen der BIZ (Basel II) werden nun erstmals auf internationaler Ebene Vorschriften zur securitisation erlassen, welche ca. 2006/07 in Kraft treten werden. Die Haltung gegenüber securitisation und anderen Methoden zum Transfer (und damit zur Reduktion) von Kreditrisiken ist dabei sehr positiv. Da gleichzeitig die Methode der Gewichtung von Gegenparteirisiken geändert wird, ist davon auszugehen, dass es zu massiven Umschichtungen in den Kreditportefeuilles der Banken kommt. Diese Umschichtungen dürften allerdings primär über Kreditderivate[61] erfolgen und weniger über True-sale-Transaktionen.

3.9 Regulierung von Schweizer SPV

Ein schweizerisches SPV finanziert zwar durch den Erwerb von Forderungen gegenüber Dritten eine Vielzahl nicht verbundener Personen. Demgegenüber ist das zweite Kriterium gemäss Art. 1 Abs. 2 BaG, die Entgegennahme öffentlicher Gelder, nicht erfüllt. Es besteht eine explizite Ausnahme für die Ausgabe von Anleihen.

Ein schweizerisches SPV fällt auch nicht unter das Börsengesetz, da es weder den Handel mit Wertschriften für sich oder Dritte noch eine Börse betreibt[62].

3.10 Insolvenzrechtliche Aspekte

3.10.1 Bankruptcy Remoteness

Unter dem Begriff «bankruptcy remoteness»[63] wird die von den Rating-Agenturen regelmässig verlangte Fähigkeit der Struktur verstanden, das special purpose vehicle gegen Gläubigeransprüche und einen möglichen Konkurs möglichst effektiv abzuschotten.[64] Bei ausländischen special purpose vehicles kann dies über angelsächsische Truststrukturen erreicht werden. Diese Strukturierungsvariante scheidet bei einem special purpose vehicle mit Sitz in der Schweiz jedoch aus.

Durch geeignete Massnahmen kann allerdings auch ein special purpose vehicle mit Sitz in der Schweiz so strukturiert werden, dass die bankruptcy-remoteness-Kriterien der Rating-Agenturen erfüllt werden können. Zu diesen Massnahmen gehören eine enge Zweckumschreibung des special purpose vehicle, ein unabhängiges Aktionariat, welches sich vertraglich zur Einhaltung bestimmter Parameter verpflichtet, sowie vertragliche Vereinbarungen, wonach die bestehenden Gläubiger des special purpose vehicle ihre Forderungen gegenüber dem SPV limitieren (limited recourse) und auf die Betreibung und Einklagung des special purpose vehicle verzichten (non-petition).

3.10.2 Limited Recourse

Die Vertragsdokumentation stellt über sogenannte limited-recourse-Bestimmungen regelmässig sicher, dass das special purpose vehicle und/oder der Originator von vertraglichen Gläubigern nicht oder nur in jenem beschränktem Umfang belangt werden können, in dem es zu leisten im Stande ist. Rechtlich betrachtet handelt es sich dabei um Subordinationsvereinbarungen gegenüber «wichtigeren» Schulden des special purpose vehicle, wobei sich die Zahlungsprioritäten aus dem sogenannten waterfall ergeben.

Solche Subordinationsvereinbarungen, wie sie etwa auch bei verschiedenen Tranchen einer Kreditfinanzierung oder bei der Begebung von Warrants üblich sind, bestimmen den Umfang der schuldrechtlichen Leistungspflicht. Es handelt sich damit nicht um Haftungsausschlussklauseln, welche bei einer Verletzung der Leistungspflicht zur Anwendung kämen[65]. Was nicht

61 Siehe unten, Abschn. 4.

62 Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG; SR 954.1).

63 Allgemein zur Insolvenzproblematik des SPV: KROLL, Asset Securitisation, 332.

64 Kernpunkt der von den Rating-Agenturen regelmässig verlangten Bedingungen ist die vollständige Trennung des Originators vom special purpose vehicle. Daraus ergibt sich einerseits das Erfordernis der vollständigen *Unabhängigkeit des special purpose vehicle* sowie andererseits das Erfordernis der vollkommenen und definitiven Übertragung der Forderungen (sogenanntes *true-sale requirement*).

65 Damit sind auch die Beschränkungen von Art. 100 und 101 OR u.E. auf limited-recourse-Bestimmungen nicht anwendbar.

Leistungsgegenstand darstellt, stellt keine Nichterfüllung dar und braucht auch nicht von der vertraglichen Haftung ausgeschlossen zu werden.

3.10.3 Pactum de non petendo

Nebst limited-recourse-Bestimmungen kommen regelmässig Stundungsabreden zur Anwendung, um zu verhindern, dass ein Gläubiger das SPV in ein Konkursverfahren verwickeln kann. Eine *Stundungsabrede* (pactum de non petendo in tempus) zwischen Gläubiger und Schuldner kann jederzeit getroffen werden und steht einem Betreibungsverfahren zu praktisch jedem beliebigen Zeitpunkt entgegen[66]. Wird die Stundungseinrede gemäss Art. 85, 85a oder 172 Ziff. 3 SchKG erhoben, wird die Betreibung sistiert.

Der pactum de non petendo ist zusammen mit limited-recourse-Bestimmungen und weiteren strukturellen Massnahmen geeignet, auch schweizerische SPV genügend bankruptcy remote zu machen.

3.11 Lex Koller

Der Erwerb von in der Schweiz gelegenen Grundstücken durch Personen im Ausland ist gesetzlich eingeschränkt. Personen im Ausland bedürfen für den Erwerb solcher Grundstücke einer Bewilligung der zuständigen kantonalen Behörde. Ohne Bewilligung eines bewilligungspflichtigen Geschäfts bleibt dieses in zivilrechtlicher Hinsicht unwirksam[67].

Als Personen im Ausland gelten u.a. natürliche oder juristische Personen mit Wohnsitz/Sitz im Ausland, aber auch juristische Personen mit Sitz in der Schweiz, in denen Personen im Ausland eine beherrschende Stellung innehaben.[68] Die Beherrschung einer juristischen Person durch Personen im Ausland wird nach Gesetz vermutet, wenn diese der juristischen Person rückzahlbare Mittel zur Verfügung stellen, die mehr als die Hälfte der Differenz zwischen den Aktiven der juristischen Person und ihren Schulden gegenüber nicht bewilligungspflichtigen Personen ausmachen[69].

Die Wahrscheinlichkeit ist also hoch, dass ein SPV als «Person im Ausland» gilt.

Es könnte daher vorkommen, dass auf ein ausländisches SPV zu übertragende Hypothekarforderungen, welche grundpfandrechtlich durch in der Schweiz gelegene Grundstücke gesichert sind, unter die Bewilligungspflicht gemäss Lex Koller fallen. Dies würde die Transaktion des betroffenen Hypothekarverhältnisses verunmöglichen, was durch vorgängige Prüfung ausgeschlossen werden muss.

Als bewilligungspflichtiger Erwerb eines Grundstückes im Sinne der Lex Koller gilt nämlich auch der Erwerb anderer Rechte, die dem Erwerber eine ähnliche Stellung wie jene des Eigentümers eines Grundstückes verschaffen[70]. Als anderes Recht in vorgenanntem Sinne gilt u.a. die Finanzierung des Kaufes oder der Überbauung eines Grundstückes, wenn die Abreden, die Höhe der Kredite oder die Vermögensverhältnisse des Schuldners den Käufer oder Bauherrn in eine besondere Abhängigkeit vom Gläubiger bringen[71]. Die Bewilligungspflicht ist in der Regel zu bejahen, wenn die Belastung des Grundstücks das verkehrsübliche Mass deutlich übersteigt und der Eigentümer ein entsprechendes Darlehen von einem unbeteiligten Dritten – in der Regel einer Schweizer Bank – nicht erhalten hätte[72]. Nach Wegleitung des Bundesamts für Justiz an die Grundbuchämter liegt diese Belastungsgrenze zur Zeit bei rund 80 Prozent des Verkehrswertes[73].

3.12 Kotierung der Wertschriften

Asset-backed securities bilden heute das zweitgrösste Segment der internationalen Kapitalmärkte. Viele Emissionen, insbesondere in Europa, werden öffentlich begeben, was zu einer Kotierung oder einem Listing der ABS an einer Börse führt. Die für die Kotierung von Eurobonds führenden Börsen haben alle spezielle Kotierungsvorschriften für ABS eingeführt, um die Transparenz für die Anleger sicherzustellen. Auch die Schweizer Börse (SWX Swiss Exchange) hat im Jahre 1997 Vorschriften erlassen[74]; sie sind zur Zeit in Revision.

3.13 Rating-Prozess

Angesichts der oft komplexen Strukturen und des nicht immer leicht verständlichen Risikos der verbrieften Aktiven ist ein Rating der ABS durch eine der führenden Agenturen für eine erfolgreiche Platzierung zwingend.

66 Vgl. z.B. Art. 81 Abs. 2, 82, 85, 85a, 172 Ziff. 3 SchKG.

67 Es ist anzumerken, dass die Lex Koller gegenüber der früheren Lex Friedrich u.a. grundsätzlich den Erwerb von gewerblich und geschäftlich genutzten Grundstücken von der Bewilligungspflicht ausnimmt (Art. 2 Abs. 2 lit. a. BewG).

68 Art. 5 Abs. 1 lit. c. BewG

69 Art. 6 Abs. 2 lit. d. BewG.

70 Art. 4 Abs. 1 lit. g. BewG.

71 Art. 1 Abs. 2 lit. b. BewV.

72 BGE 107 Ib 12 Erw. 4.

73 Bundesamt für Justiz, Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland, Wegleitung für die Grundbuchämter, Bern 2002, N. 77. (Die Wegleitung bindet allerdings die kantonalen Behörden und Instanzen nicht.)

74 Siehe: Informationsbroschüre SWX Swiss Exchange, Asset-backed Securities, Zürich 1998; Zusammenfassung bei: Kroll, Aktuelle Rechtsprobleme, 176 f.

Jede der drei führenden Rating-Agenturen hat einen klar definierten Prozess, der zur Vergabe eines Ratings für ABS führt. Dabei werden die zu verbriefenden Aktiven, die Transaktionsstruktur samt Drittparteien sowie die vorhandenen rechtlichen Risiken analysiert. Das Resultat ist eine Art Benotung der Wertpapiere, welche die Wahrscheinlichkeit ausdrückt, dass der Schuldner (d.h. das SPV) in der Lage ist, die Zinsen pünktlich zu bezahlen und das Kapital letztendlich zurückzubezahlen.

4 Synthetische Securitisation

4.1 Ziele einer synthetischen Securitisation

Das Ziel des Risikotransfers steht bei synthetischen Verbriefungen im Vordergrund. Insbesondere sollen Kreditrisiken vom Originator auf den Kapitalmarkt transferiert werden. Aufgrund ihrer Bilanzstruktur nehmen daher fast ausschliesslich Banken diese Art der securitisation in Anspruch[75]. Bei einer entsprechenden Strukturierung kann eine Bank Eigenmittel freisetzen. Ebenso ist es möglich, eine synthetische Verbriefung als Finanzierungstransaktion zu strukturieren. Von einer synthetischen securitisation wird nur gesprochen, wenn Wertschriften emittiert werden und der Emissionserlös zur Deckung allfälliger Zahlungen an den Originator verwendet wird.

4.2 Typische Struktur einer synthetischen Securitisation

Anders als in einer true-sale securitisation kommt es bei einer synthetischen Verbriefung nicht zum Verkauf von Aktiven durch den Originator an ein SPV. Damit werden viele der oben (insbesondere Abschn. 3.3 und 3.5) beschriebenen Probleme hinfällig.

Typischerweise schliesst der Originator mit dem SPV einen Vertrag ab, dessen Gegenstand der Transfer des Kreditrisikos eines definierten Referenzportefeuilles darstellt. Für den Risikotransfer werden in aller Regel Kreditderivate eingesetzt. Kreditderivate sind vertragliche Absprachen, wonach der protection buyer (Originator) mit dem protection seller (SPV) vereinbart, dass dieser das Kreditrisiko eines oder mehrerer Kredite in einem bestimmten Umfang trägt. Obwohl es diverse Typen von Kreditderivaten gibt,[76] soll hier lediglich auf die für die synthetische securitisation typischen credit default swaps (CDS) eingegangen werden: Entgegen der Bezeichnung als Swap sind CDS reine Optionen[77]. Der protection seller gewährt dem protection buyer gegen Bezahlung der Optionsprämie unwiderruflich das Recht, Kreditverluste zu «putten», d.h. dem protection seller zu übertragen und von ihm eine Entschädigung zu erhalten, wenn die Optionsbedingungen eingetreten sind. Es ist weder nötig, dass der Originator die dem Referenzportefeuille angehörenden Kredite tatsächlich besitzt, noch muss zwingend ein Zahlungsverzug auf den Krediten eingetreten sein.

Kreditderivate funktionieren genau gleich wie andere Derivate und werden meist unter standardisierten Derivat-Modellverträgen dokumentiert.[78]

Um mögliche anfallende Zahlungen an den protection buyer unter dem CDS finanzieren zu können, emittiert der protection seller eine Anleihe, welche öffentlich oder privat platziert wird. Der protection seller investiert den Emissionserlös, um ein Einkommen zu generieren, welches es ihm zusammen mit der Optionsprämie erlaubt, die Anleihe zu verzinsen. Die Art der Investition ist abhängig von Rating- und allenfalls regulatorischen Überlegungen. In der Regel werden nur erstklassige Wertpapiere in Frage kommen. Die Investitionen werden einerseits an den protection buyer und andererseits an die Anleger verpfändet. Die Anleihensbedingungen sind so ausgestaltet, dass im Falle von Zahlungen des protection seller an den protection buyer der Nennwert der Anleihe reduziert wird. Damit ist die Verknüpfung mit dem Kreditrisiko geschaffen: Via den CDS und die Anleihe wird das Kreditrisiko an die Investoren übertragen. Fallen Kredite im Referenzportefeuille des protection buyer aus, werden Zahlungen des protection seller an den protection buyer fällig. Gleichzeitig werden die vom SPV ausgegebenen ABS «heruntergeschrieben», d.h. im Nennwert reduziert. Dadurch tragen die Investoren das Kreditrisiko des Kreditportefeuilles des protection buyer. Je mehr Kredite im Portefeuille des protection buyer

75 So transferierte die UBS AG im Jahre 2000 eine Tranche des Kreditrisikos eines CHF 2500 Millionen umfassenden Portefeuilles von KMU-Krediten an den Kapitalmarkt.

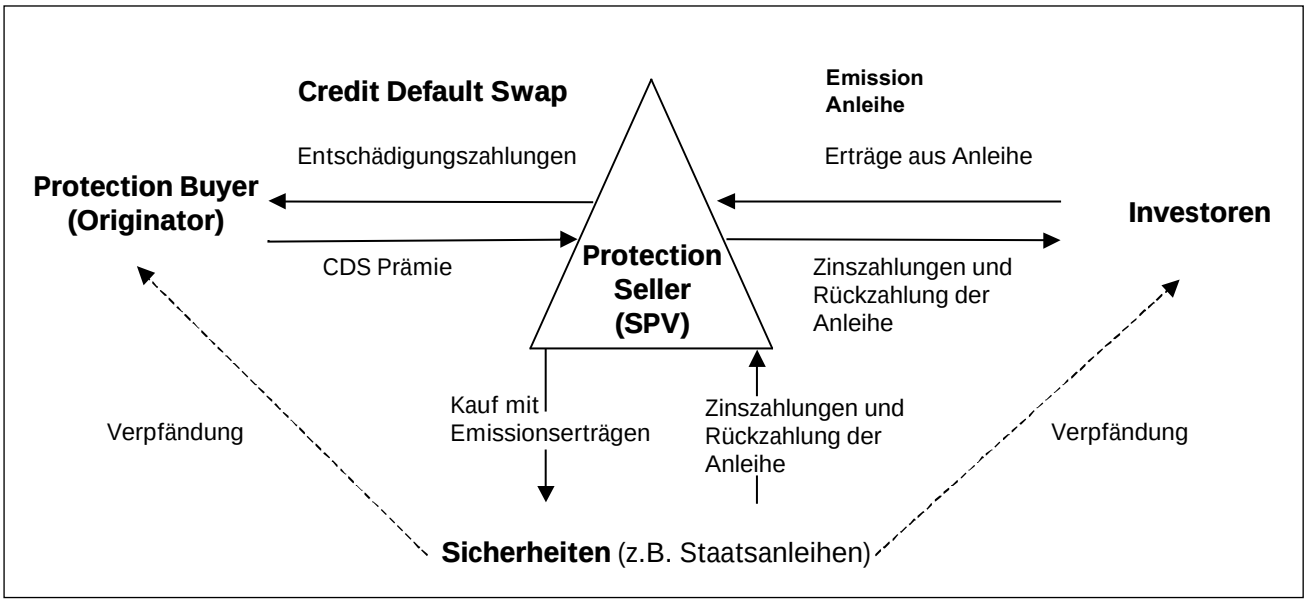
76 Zu weiteren Kreditderivaten vgl. Banz, Rechtsprobleme der Allfinanz, Zürich 1999, 261 ff.

77 Klassische Swaps sind z.B. Fremdwährungs- oder Zinsswaps: Dabei werden über einen Zeitraum hinweg unterschiedliche Geldströme ausgetauscht, die den unterschiedlichen Erwartungshaltungen oder Bedürfnissen der beteiligten Parteien entsprechen.

78 Die meisten credit default swaps basieren auf der Standarddokumentation der ISDA (International Securities and Derivatives Association), welche die für Swaps und andere Derivattransaktionen weltweit verwendeten standardisierten Vertragsformulare entwickelt und zur Verfügung stellt. Diese Dokumentation kann jeweils gemäss den Bedürfnissen der Parteien und der Rechtslage in den relevanten Jurisdiktionen angepasst werden.

notleidend sind, desto weniger erhalten die Investoren am Schluss einer Transaktion zurückerstattet. Um die Anreizstruktur einer solchen Transaktion zu optimieren (Vermeidung von moral hazard), ist der protection buyer meist verpflichtet, einen ersten Teil des Verlustes auf dem Kreditportefeuille selbst zu tragen (first loss). Dank der rein vertraglichen Ausgestaltung des Kreditderivates kann der Risikotransfer beliebig definiert bzw. an Bedingungen geknüpft werden.

Eine synthetische Transaktionsstruktur lässt sich grafisch folgendermassen darstellen:



Kombination kostengünstiger als eine fully funded Transaktion. Das Kreditrisiko wird auch bezüglich des unfunded CDS von der Bank wegtransferiert, wenn auch nicht mehr an den Kapitalmarkt, sondern lediglich an eine ausgewählte Gegenpartei. Darum ist hier auch nicht mehr von einer Verbriefung zu sprechen; es handelt sich lediglich um ein vertragliches Zweiparteienverhältnis, welches heute weitgehend im Interbankenverhältnis abgewickelt wird.

4.3 Vorteile gegenüber den True-Sale-Transaktionen

Eine synthetische securitisation weist für einen Originator verschiedene Vorteile auf. Die Problematik der Übertragung der Kreditforderung samt ihrer Sicherheit und allenfalls ihrer Administration wird vermieden. Informationen an den protection seller werden nur über das Kreditportefeuille als Ganzes in einer anonymen und aggregierten Form weitergegeben. Das Bankkundengeheimnis und der Datenschutz sind somit nicht betroffen und eine Zustimmung der Schuldner ist nicht notwendig.[79] Die Aktiva des Originators müssen damit nicht allen Kriterien eines true sale genügen.

Ein Risikotransfer kann selbstverständlich auch ohne Emission von Wertschriften erfolgen, sofern der protection seller in den Augen des protection buyer in der Lage sein wird, seinen Verpflichtungen unter dem CDS nachzukommen. In synthetischen securitisations kommt es sehr oft zu einer Kombination von «funded» (d.h. durch die Ausgabe von Wertschriften gesicherten) CDS und «unfunded» CDS. Das Kreditrisiko wird in Tranchen von CDS aufgeteilt, wobei die unfunded CDS dabei in der Regel für das allerbeste Kreditrisiko reserviert sind (sogenannte super senior swaps). Oft ist eine solche

Eine Individualisierung der Kredite im Portefeuille des Originators muss gleichwohl erfolgen. Dies kann bei bestimmten Kreditvertragsstrukturen zu Schwierigkeiten führen, so wenn etwa mehrere Kredite unter einem Rahmenvertrag vergeben werden, aber nur ein Teil dieser Kredite ins Referenzportefeuille überführt werden soll.

4.4 Bankenaufsichtsrechtliche Aspekte

Unter bestimmten Voraussetzungen können Kreditderivate wie Garantien für Eigenmittelzwecke behandelt werden. Bezweckt die Bank mit einer synthetischen Verbriefung die Freisetzung von Eigenmitteln, ist die Risikogewichtung des protection seller als Gegenpartei des CDS, und damit Art. 12a BankV[80], massgebend. Will die

79 Vgl. KROLL/SPANGLER, 34. GI. M. BERGER, Confidentiality, 100 ff.

80 Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972 (Bankenverordnung; SR 952.02).

Bank das Idealziel einer Null-Prozent-Risikogewichtung gemäss Art. 12a Abs. 1 BankV erreichen, ist die Forderung gegen den protection seller unter dem CDS mit «gleichwertig sichergestellten Bareinlagen» (Ziff. 4 von Art. 12a Abs. 1 BankV) oder durch sonstige adäquate Besicherung (Art. 12a Abs. 2) sicherzustellen. Dies geschieht mit oben aufgezeigter Struktur durch die Verpfändung der Emissionserträge.

Die EBK wird Ende Jahr ein Rundschreiben erlassen, worin verschiedene Aspekte von Kreditderivaten im Zusammenhang mit der Eigenmittelunterlegung angesprochen werden.

4.5 Versicherungsrechtliche Aspekte

Wirtschaftlich betrachtet ist das Schreiben einer Put-Option, wie dies der protection seller für den protection buyer macht, einer Versicherung sehr ähnlich. Somit stellt sich die Frage nach einem bewilligungspflichtigen Versicherungsgeschäft im Sinne des Versicherungsaufsichtsgesetzes[81]. Die vom Bundesgericht für den Versicherungsbegriff aufgestellten, kumulativ notwendigen Merkmale[82] können nämlich, rein formell betrachtet, durchaus auf eine synthetische Verbriefung zutreffen[83]. Diese Meinung wird denn auch in der Literatur vertreten[84].

Diese Ansicht ist jedoch abzulehnen. Kreditderivate, insbesondere CDS, sind auf den internationalen Kapitalmärkten verbreitete Finanzprodukte und lassen sich bezüglich ihrer Struktur und Verwendung grundsätzlich nicht von anderen Derivaten unterscheiden. Würden Kreditderivate einer Versicherung gleichgesetzt, wäre jeder Schreiber (Verkäufer) einer Option in der Schweiz als Versicherer im Sinne des VAG zu werten. Dies scheint schon allein angesichts des gewaltigen Volumens der Derivatmärkte im Generellen und des starken Wachstums der Kreditderivate im Speziellen weder sinnvoll noch durchführbar[85]. Für die versicherungsaufsichtsrechtliche Betrachtungsweise kann es dabei keine Rolle spielen, ob ein Derivat an einer Börse oder over the counter gehandelt wird[86] oder ob der Basiswert eine Aktie, eine Fremdwährung oder eben Kredite sind. In Zeiten des Financial Engineering wäre es ohnehin verfehlt, der Gestaltung von Finanzprodukten durch einen Versicherungszwang Einhalt zu gebieten. Will zum Beispiel eine ausländische Bank in Schweizer Hypotheken investieren, ohne diese selbst zu erwerben und dann auch verwalten zu müssen, so kann sie dies synthetisch tun, indem sie ein Kreditderivat auf ein Schweizer Hypothekarportefeuille abschliesst (d.h. einen CDS schreibt) und dieses mit einer risikofreien Anlage kombiniert. Die Einsatzmöglichkeiten sind unbeschränkt.

Zu beachten ist, dass insbesondere bei einer Transaktion wie der oben dargestellten letztlich die einzelnen Anleger das Kreditrisiko tragen und damit die eigentlichen «Versicherer» sind. Das SPV (als protection seller) trägt selbst kein Risiko. Eine Unterwerfung von Investoren unter die Versicherungsaufsicht ist nicht angebracht, was für Kleininvestoren auch direkt aus dem VAG abgeleitet werden kann[87]. Viele institutionelle Investoren sind zu-

81 Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über die privaten Versicherungen vom 23. Juni 1978; SR 961.01 (VAG); gemäss Art. 1 VAG übt der Bund, insbesondere zum Schutze der Versicherten, die Aufsicht über die privaten Versicherungseinrichtungen aus. Versicherungseinrichtungen, die der Aufsicht unterstehen, bedürfen für jeden einzelnen Versicherungszweig einer Bewilligung des Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartementes (Art. 7 Abs. 1 VAG). Ein guter Überblick über die Versicherungsaufsicht in der Schweiz findet sich bei NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 1997, § 7.

82 Die fünf kumulativ begriffsnotwendigen Merkmale einer Versicherung sind: (i) das Risiko oder die Gefahr, (ii) die Leistung des Versicherten (Prämie), (iii) die Leistung des Versicherers, (iv) die Selbständigkeit der Organisation und (v) die Kompensation der Risiken nach den Gesetzen der Statistik, also der planmässige Geschäftsbetrieb (BGE 107 Ib 56; 114 Ib 247; 108 Ib 289; KUHN/MÜLLER-STUDER/ECKERT, Privatversicherungsrecht, Zürich 2002, 117; MAURER, Schweizerisches Privatversicherungsrecht, Bern 1995, 94). Zuweilen wird in der Literatur zwar die Ansicht vertreten, dass die Planmässigkeit des Geschäftsbetriebes für die privatrechtliche Definition des Versicherungsbetriebes nicht notwendig sei. Die bundesgerichtliche Rechtsprechung lässt aber keine Zweifel offen, dass die Erfüllung aller fünf Merkmale notwendig ist. Dem ist beizupflichten, ansonsten würde eine übertriebene Ausdehnung der Aufsicht erfolgen.

83 In den meisten Fällen dürfte aber das Merkmal des planmässigen Geschäftsbetriebes bei einer synthetischen Verbriefung nicht erfüllt sein: Ein systematischer Risikoausgleich beim Versicherer ist nicht vorhanden. Ein Ausgleich im Kollektiv mit nur einer einzigen versicherten Partei ist nicht möglich. Ein versicherungsrechtlich notwendiger Grossbetrieb liegt nicht vor (vgl. KUHN/MÜLLER-STUDER/ECKERT, 145).

84 BANZ, 271, 273; wobei dies die allerdings einzige uns bekannte Meinung darstellt.

85 Die ISDA stellte Ende 2001 fest, dass das weltweit ausstehende Volumen von Kreditderivattransaktionen für das erste Semester 2001 mehr als USD 631 Milliarden betrug (http://www.isda.org/press/press2001.html). Der Derivatemarkt hat insgesamt ungeahnte Grössen angenommen. Die offenen Positionen im weltweiten OTC-Bereich («over the counter»), wozu auch Kreditderivate zählen, summierten sich im Juni 2001 auf USD 100 Billionen (vgl. dazu den Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2001, BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAUSGLEICH, März 2002, einsehbar auf www.bis.org).

86 BANZ, 271, 259/260.

87 Art. 4 Abs. 1 lit. b VAG: Von der Aufsicht ausgenommen sind die Versicherungseinrichtungen von geringer wirtschaftlicher Bedeutung, nämlich solche, die keinen grossen Kreis von Versicherten haben und deren versicherte Leistungen nicht erheblich sind; darunter sind insbesondere die Retail-Investoren zu subsumieren, welche von einem SPV ausgegebene Anleihen kaufen; so auch BANZ, 251.

dem ohnehin schon reguliert. Der Wille, einen Versicherungsvertrag abzuschliessen, fehlt zudem in allen Fällen: Die Investoren erwerben verbriefte Aktiva mit der Absicht, ihr Portefeuille zu diversifizieren, und nicht, um ein Risiko einer Drittperson zu versichern.

Letztlich hat das VAG seinem Zweck entsprechend die protection buyers (Versicherungsnehmer) zu schützen. Auch diese sind in synthetischen Verbriefungen fast ausschliesslich Institutionen, welche bereits einer staatlichen Aufsicht unterstehen und zudem a priori nicht des Schutzes bedürfen. Eine Ausdehnung der Versicherungsaufsicht auf Bankgeschäfte ist auch unter diesem Gesichtspunkt nicht angebracht. Sind die protection buyers nicht regulierte Einheiten, dann schliessen auch sie derart komplexe Transaktionen nur mit der Unterstützung von renommierten Beratern (Investment Banken, Anwaltskanzleien, Wirtschaftsprüfern) ab. Ein Eingriff des VAG wäre auch hier fehl am Platz und nicht im Sinne seiner Konzeption[87].

5 Schlussbemerkungen

Der Markt für asset-backed securities ist im Gegensatz zum Markt für Unternehmensanleihen in der Lage, Investoren erstklassige Anleihen in vergleichsweise grosser Zahl und mit klar definiertem Kreditrisiko anzubieten und damit eine wachsende Nachfrage zu decken.

Es wird gemeinhin erwartet, dass der Markt für asset-backed securities in Europa und auch in der Schweiz generell noch stark wachsen und nicht zuletzt durch die Vereinheitlichung von Strukturen im Zuge der Europäischen Währungsunion weitere Impulse erhalten wird. Insbesondere die Verbriefung von Bankaktiven dürfte weiter zunehmen, einerseits wegen zunehmender Professionalität der Banken im Kreditportefeuille-Risikomanagement und andererseits als Folge der Einführung von Basel II, welche zu Umschichtungen in den Kreditportefeuilles führen dürfte.

88 Durch die Versicherungsaufsicht soll der Versicherungsnehmer insbesondere vor technischer und finanzieller Insuffizienz und Insolvenz der Versicherungseinrichtung, vor Täuschung durch unklare Einrichtungen, unwahre Kundgebungen sowie falsche Angaben und vor zu hoher Prämienbelastung geschützt werden (BGE 108 Ib 283 m.Hw. auf BBl 1976 II 873, Botschaft zum VAG).

Literatur

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAUSGLEICH, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2001, März 2002, einsehbar auf www.bis.org

BANZ, Rechtsprobleme der Allfinanz, Zürich 1999

BÄR, Asset Securitisation, Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, Bern/Stuttgart/Wien 1997

– Der indirekte Hypothekarkredit – Zur Sicherungsübereignung und Verpfändung von Schuldbriefen, in: Theorie und Praxis der Grundpfandrechte, Berner Bankrechtstag (BBT), Bd. 3, Bern 1996, 105 ff. (zit.: Hypothekarkredit)

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, Consultative Document «Asset Securitisation», Supporting Document to the New Basel Capital Accord, January 2001

BAUER, in: Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht/Hrsg. Honsell/Vogt/Wiegand, 2. A. Basel 1996, Zivilgesetzbuch 2 (Art. 457–977 ZGB) (BaK-BAUER)

BAUMS, WM-Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 1993, 1 ff.

BERGER, Duty of Confidentiality and its Impact on Asset Securitization in the Banking Business, Bern 2002 (zit.: Confidentiality)

– Outsourcing vs. Geheimnisschutz im Bankgeschäft, recht 2000, 182 ff.

– Registrierung von Mobiliarsicherheiten, ZBJV 138 (2002), 200

BLASS, Die Sicherungsübereignung im schweizerischen Recht, Diss. 1953

BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zum Bankengesetz, Zürich 1976 ff.

BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland, Wegleitung für die Grundbuchämter, Bern 2002

DÜRR, Europäischer Hypothekenmarkt und schweizerisches Privatrecht, in: Forstmoser/von der Crone/Weber/Zobl (Hrsg.), Der Einfluss des europäischen Rechts auf die Schweiz, Festschrift für Professor Roger Zäch zum 60. Geburtstag, Zürich 1999, 511 ff.

FRICK, Das Bankgeheimnis im Konzern und bei Übernahmen, SZW 1996, 1 ff.

GIRSBERGER, in: Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht / Hrsg. Honsell / Vogt / Wiegand, 2. A., Basel 1996, Obligationenrecht 1 (Art. 1–529 OR) (Zit.: BaK-GIRSBERGER)

HUGUENIN, in: Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht/Hrsg. Honsell/Vogt/Wiegand, 2. A., Basel 1996, Obligationenrecht 1 (Art. 1–529 OR) (Zit.: BaK-HUGUENIN)

KRAMER, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht/Hrsg. Meier-Hayoz, Bern 1991, Bd. VI (Art. 19–22 OR) (Zit.: BK-KRAMER)

KROLL, Asset Securitisation in Switzerland, in: Norton/Dupler/Spellman, International Asset Securitisation, London 1995, 335 (zit.: Asset Securitisation)
– Securitisation in der Schweiz, in: Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 7, Bern 1998, 174 f. (zit.: Aktuelle Rechtsprobleme)
– Securitisation zur Verbesserung der Liquidität und Eigenmittelrendite, Schweizer Bank Nr. 10, Küsnacht/Zürich 1993, 90 (zit.: Liquidität)
– Securitisation – Arbitrage in der Unternehmensfinanzierung, ST 1993, 761 (zit.: Arbitrage)

KROLL/SPANGLER, Securitisation in Switzerland: Recent Market Developments, International Securitisation Report (ISR) Nr. 7, London 2002, 32 f.

KUHN/MÜLLER-STUDER/ECKERT, Privatversicherungsrecht, Zürich 2002

MAURER, Schweizerisches Privatversicherungsrecht, Bern 1995

NEUE ZÜRCHER ZEITUNG vom 15. November 2001, Champagner und Diamanten für die Anleger, Der ABS-Markt expandiert in die Luxusgüterbranche, 33
– vom 4. Dezember 2001, Finanznot macht erfinderisch, 31

NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 1997

STEINER, Die Abtretung von Forderungen geheimhaltungspflichtiger Gläubiger, dargestellt am Anwalts- und Bankgeheimnis, Diss. Bern 2001

SWX SWISS EXCHANGE, Asset-Backed Securities, Zürich 1998/2000

UNITED NATIONS, Convention on Assignment in Receivables Financing, Draft vom 16. Juli 1999, abrufbar über www.uncitral.org

VOLLENWEIDER, Die Sicherungsübereignung von Schuldbriefen als Sicherungsmittel der Bank, Diss. Freiburg i.Ue. 1994, Freiburg 1995

WIEGAND, Akzessorietät und Spezialität – Zum Verhältnis zwischen Forderung und Sicherungsgegenstand, Probleme der Kreditsicherung, Berner Tage für die juristische Praxis (BTJP), Bern 1982, 35 ff.
– Bankrechtliche Aspekte der Asset Backed Securities, in: Horn/Lwoswki/Nobbe (Hrsg.), Bankrecht – Schwerpunkte und Perspektiven, Festschrift für Herbert Schimansky, Köln 1999, 837 ff. (zit.: Aspekte)
– Die Rezeption amerikanischen Rechts, in: Jenni/Kälin (Hrsg.), Die schweizerische Rechtsordnung in ihren internationalen Bezügen: Festgabe zum schweizerischen Juristentag 1988, Bern 1988, 229 ff.
– The Reception of American Law in Europe, American Journal of Comparative Law 1991, 229 ff.

ZOBL, in: Berner Kommentar, Systematischer Teil und Art. 884–887 ZGB, Bern 1982 (zit.: BK-Zobl)
– Zur Sicherungsübereignung von Schuldbriefen, ZBGR 68, 281 ff.

Erlasse

Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über die privaten Versicherungen vom 23. Juni 1978 (VAG; SR 961.01)

Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Anlagefondsgesetz, AFG; SR 951.31)

Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG; SR 954.1)

Bundesgesetz vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG; SR 952.0)

Bundesgesetz vom 8. Oktober 1993 über den Konsumkredit (KKG; SR 221.214.1)

Pfandbriefgesetz vom 25. Juni 1930 (PfG; SR 211.423.4)

Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972 (Bankenverordnung; SR 952.02)