

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 144

**Kapitalmarkttransaktionen VIII**

Herausgeber: Thomas Reutter, Thomas Werlen

---

# Asset-Backed Securitisation in der Schweiz

---

Johannes A. Bürgi  
Elisabeth Moskric

Schulthess §





# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

---

Herausgeber:  
Thomas Reutter, Thomas Werlen

## Kapitalmarkttransaktionen VIII

Schulthess § 2014

---

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2014  
ISBN 978-3-7255-7035-5

[www.schulthess.com](http://www.schulthess.com)

# Inhaltsübersicht

<b>IPO – Ablauf, Struktur, Haftung und Schadloshaltung</b>	7
<i>Dr. Thomas U. Reutter, Rechtsanwalt, LL.M., Bär &amp; Karrer AG, Zürich</i>	
<b>Vorbereitung auf die Publikumsgesellschaft</b>	69
<i>Hans-Jakob Diem, Rechtsanwalt, LL.M., Lenz &amp; Staehelin, Zürich</i>	
<b>Wie verhandelt man Finanzierungsverträge – insbesondere Aktienplatzierungs-, Anleihe- und Kreditverträge?</b>	101
<i>Dr. Ralph Malacrida, Rechtsanwalt, LL.M., Bär &amp; Karrer AG, Zürich</i>	
<b>Asset-Backed Securitisation in der Schweiz</b>	165
<i>Dr. Johannes A. Bürgi, Rechtsanwalt, LL.M., Walder Wyss AG, Zürich, und Dr. Elisabeth Moskric, Rechtsanwältin, Konsulentin bei Walder Wyss AG, Zürich</i>	
<b>Credit Default Swaps (CDS)</b>	207
<i>Dr. Petra Ginter, Rechtsanwältin, Niederer Kraft &amp; Frey AG, Zürich</i>	
<b>Grossbankenregulierung: Status – Quo Vadis?</b>	255
<i>Dr. René Bösch, Rechtsanwalt, LL.M., Homburger AG, Zürich</i>	



# Asset-Backed Securitisation in der Schweiz

Johannes A. Bürgi/Elisabeth Moskric

## Inhalt

I.	Definition und Charakteristika der Asset-Backed Securitisation .....	167
1.	Begriff .....	167
2.	Charakteristika .....	168
a)	Grundstruktur .....	168
b)	Bilanzanalyse .....	169
c)	Effizienzgewinn durch Tranchierung im Besonderen.....	170
3.	Geeignete Finanzaktiven .....	171
II.	Gründe für die Asset-Backed Securitisation und ihre Auswirkungen auf den Originator.....	172
1.	Motive aus Sicht des Originators.....	172
2.	Motive aus Sicht des Investors .....	173
3.	Auswirkungen der Asset-Backed Securitisation auf den Originator.....	173
III.	Struktur und Erscheinungsformen.....	174
1.	Differenzierung zwischen True-Sale-Verbriefungen und synthetischen Verbriefungen.....	174
2.	One-Tier Term Struktur und Conduit-Struktur.....	174
a)	One-Tier Term Struktur.....	174
b)	Conduit-Struktur.....	175
3.	Credit Enhancement und Liquidity Enhancement .....	177
a)	Begriff.....	177
b)	Unterscheidung zwischen aktiven- und strukturbezogenen Risiken.....	177
c)	Beispiele verbreiteter Techniken des Credit Enhancements.....	178
IV.	Überblick über die zentralen juristischen Anforderungen an True-Sale- Transaktionen .....	178
1.	Strukturelle Anforderungen .....	179
a)	True Sale .....	179
aa)	Finalität der Übertragung der Aktiven und der Sicherheiten auf das SPV .....	179
bb)	Aufrechterhaltung der Aktiven und der Sicherheiten während der Verbriefungsdauer.....	179
cc)	Ausschluss von Einreden und Einwendungen.....	180
b)	Insolvenzresistenz des SPV .....	180
aa)	Gesellschaftsrechtliche Elemente.....	180
bb)	Vertragsrechtliche Elemente .....	181
c)	Credit Enhancement .....	182

d)	Steuerrechtliche Aspekte .....	182
2.	Konzeptionelle Anforderungen .....	183
a)	Wahrung des Bankgeheimnisses .....	183
b)	Berücksichtigung des Weiterverpfändungsverbots .....	184
c)	Berücksichtigung regulatorischer Rahmenbedingungen .....	186
aa)	Bankengesetzliche Bewilligungspflicht? .....	186
bb)	Bewilligungspflicht qua Konsumkreditgesetz? .....	187
cc)	Kollektivanlagegesetzliche Bewilligungspflicht? .....	188
V.	Aktuelle kapitalmarktrechtliche Aspekte .....	189
1.	Kotierung von ABS an der SIX Swiss Exchange .....	189
a)	Gegenwärtige Kotierungsvoraussetzungen .....	189
b)	Formelle Sonderregelung .....	189
2.	Anwendbarkeit der Bestimmungen über die Gläubigergemeinschaft bei Anleihenobligationen gemäss Art. 1157 ff. OR? .....	190
a)	Überblick .....	190
b)	Normzweck .....	191
c)	Sachlicher und örtlicher Anwendungsbereich von Art. 1157 ff. OR .....	192
d)	Internationalprivatrechtliche Qualifizierung von Art. 1157 ff. OR .....	193
e)	Fazit .....	194
VI.	Transaktionsbeispiele .....	195
1.	Vorbemerkungen .....	195
2.	Verbriefung von Autoleasingforderungen .....	196
a)	Struktur der ersten Autoleasing-Verbriefung in der Schweiz, die 2012 mit der Kotierung der dabei geschaffenen Effekten an der SIX Swiss Exchange abgeschlossen worden ist .....	196
b)	Ausgewählte Rechtsfragen .....	196
aa)	Zession von Leasingforderungen versus Vertragsübernahme im Lichte des True-Sale-Erfordernisses .....	196
bb)	Erfordernis der Zustimmung des Leasingnehmers als Gültigkeitserfordernis der Vertragsübernahme? .....	198
aaa)	Allgemeines .....	198
bbb)	Art. 261 OR .....	198
ccc)	Auswirkungen von Art. 8 revUWG? .....	199
cc)	Verrechnungsrisiko und Einlegerschutz .....	200
3.	Verbriefung von Kreditkartenforderungen .....	201
a)	Transaktionsstruktur .....	201
b)	Ausgewählte Rechtsfragen .....	201
aa)	Allgemeines .....	201
bb)	Rechtliche Qualifikation der Kreditkartenabrede .....	202
4.	Weitere Entwicklungen seit November 2012 .....	203
VII.	Schlussbemerkungen .....	204



## I. Definition und Charakteristika der Asset-Backed Securitisation

### 1. Begriff

Die Asset-Backed Securitisation bzw. Verbriefung stellt eine Refinanzierungstechnik dar, mittels derer nicht liquide Finanzaktiva eines Unternehmens (sog. Originator) von dessen übrigem Vermögen segregiert und in liquide Forderungsrechte umgewandelt werden.<sup>1</sup>

Die aus einer entsprechenden Transaktion resultierenden fungiblen Finanzinstrumente, welche Zahlungsansprüche gegen den Emittenten verkörpern, werden asset-backed securities oder kurz ABS genannt. Die Begriffskomponente „asset-backed“ verdeutlicht, dass die betreffenden Forderungsrechte, so insb. der Anspruch auf Kapitalrückzahlung und Zinsendienst, durch Vermögenswerte (engl. assets) gedeckt (engl. backed) sind, welche gleichsam das alleinige Haftungssubstrat für die in den ABS verkörperten Rechte darstellen.<sup>2</sup> Vorbehalten sind Leistungspflichten Dritter, insb. im Rahmen des sog. Credit- und Liquidity Enhancements.<sup>3</sup>

Handelt es sich bei den Vermögenswerten, die verbrieft werden, um Hypothekarkredite, spricht man von mortgage-backed securities bzw. kurz MBS.

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu BÜRGI JOHANNES A./SPANGLER EVAN/KROLL MARKUS, *Securitisation in Switzerland: A steadily developing market*, ISR Legal Guide, London 2005, 2 ff.; BÜRGI JOHANNES A./KROLL MARKUS/WIESER CHARLOTTE, *The CMBS wave finally hits Switzerland*, ISR Legal Guide, London 2006, 28 ff. sowie BÜRGI JOHANNES A./SPANGLER EVAN/KROLL MARKUS, *Securitisation in Switzerland: A steadily developing market*, *Global Securitisation and Structured Finance*, London 2006, 1 ff.

<sup>2</sup> ZOBL DIETER/KRAMER STEFAN, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Zürich/Basel/Genf 2004, Rz 1172 m.w.N.

<sup>3</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. III.3.

## 2. Charakteristika

### a) Grundstruktur

Die Segregation resp. Isolation der zu verbriefenden Aktiven vom übrigen Vermögen und Geschäftsrisiko des Originators erfolgt in der Regel durch die Übertragung dieser Aktiven auf eine sog. Einzweckgesellschaft (engl. special purpose vehicle, kurz SPV), deren alleiniger statutarischer Zweck im Halten, Verwalten und Refinanzieren dieser Aktiven besteht.

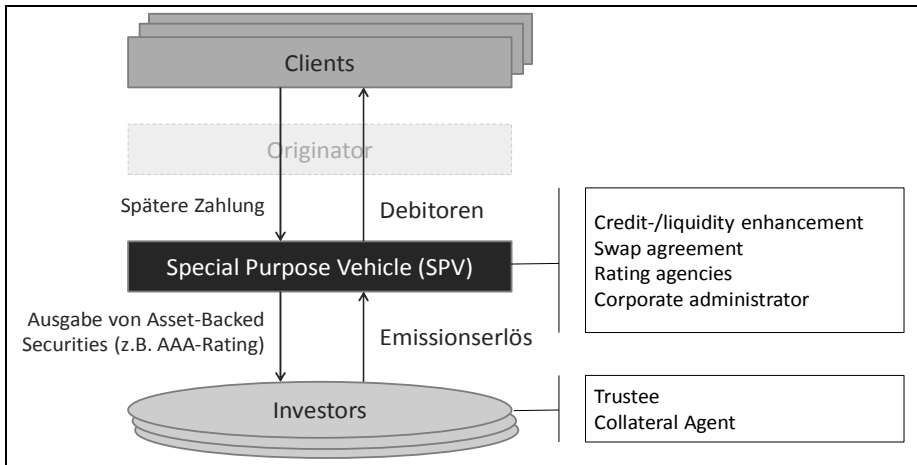
Typischerweise benötigt das SPV lediglich ein minimales Eigenkapital und kommt ohne Rückgriff auf den Originator aus, da das Haftungssubstrat der in den ABS verkörperten Forderungen auf die segregierten Finanzaktiven beschränkt ist. Zentral ist damit die klare Trennung des Kreditrisikos des sich im SPV befindlichen Aktivenpool von demjenigen des Originators.

Die vorstehenden Ausführungen zeigen auf, dass die Anleger, welche in ABS investieren, wirtschaftlich in die verbrieften Aktiven investieren. Es sind diese Aktiven, welche, zusammen mit etwaigen vertraglich vereinbarten Sicherheiten, als ausschliessliches Haftungssubstrat für die aus den ABS resultierenden Ansprüche dienen.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> KROLL MARKUS J./BÜRGI JOHANNES A./SAUTER ULRICH, Securitisation in der Schweiz, FStR 4/2002, 251 ff., 253; vgl. ferner BÜRGI JOHANNES A./MEISTER THOMAS/SPANGLER EVAN, An Overview of securitisation in Switzerland, Euromoney Yearbooks: Global Securitisation Review 2008/2009, London 2008, 255 ff. sowie BÜRGI JOHANNES A./MEISTER THOMAS/MÜLLER THOMAS S., Securitisation transactions in Switzerland are making a comeback, The Euromoney Securitisation & Structured Finance Handbook 2011/12, London 2012, 91 ff.

Die nachstehende Grafik zeigt die Grundstruktur einer ABS-Transaktion auf:

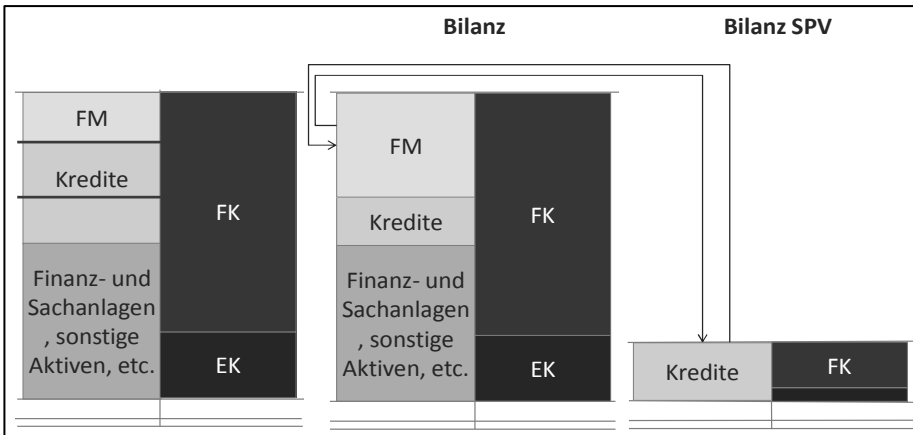


b) Bilanzanalyse

In der Bilanz des Originators bewirkt der Abschluss der Verbriefung einen Aktivtausch: Flüssige Mittel treten an die Stelle desjenigen Teils des Forderungsbestandes, der auf das SPV übertragen worden ist.

Zu beachten ist, dass die Verbriefung an sich selbst bei Verwendung nur der allerbesten Aktiven (sog. cherry picking) nicht eo ipso eine Verschlechterung der Bilanz nach sich zieht, indem Liquidität als das risikoärmste Aktivum zu qualifizieren ist, das auf der Aktivseite einer Bilanz figurieren kann. Massgeblich ist alleine die anschliessende Verwendung der zugeführten Liquidität. Grundsätzlich ist jedoch festzuhalten, dass die Verwendung zugeflossener Liquidität für Investitionen in neue Aktiven eine bessere Nutzung des bestehenden Eigenkapitals bewirkt, was sich positiv auf die relevanten Finanzkennzahlen auswirkt.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Vgl. dazu KROLL MARKUS J., Securitisation zur Verbesserung der Liquidität und Eigenmittelrendite, SB 1993, 90 ff.



c) *Effizienzgewinn durch Tranchierung im Besonderen*

Im Rahmen der individuellen Strukturierung einer Verbriefung stellt die Möglichkeit, das auszugebende Anleihevolumen in verschiedene Klassen mit unterschiedlicher Seniorität aufzuteilen, ein allokatsoptimierendes Vorgehen dar, welches die unterschiedlichen Anlegerbedürfnisse in adäquater Weise berücksichtigt. Das Konzept besteht darin, die einzelnen Klassen der betreffenden ABS untereinander in eine bestimmte Rangfolge zu stellen, so dass vorrangige und nachrangige Anleiheobligationen entstehen, welche entsprechend unterschiedliche Ratings und Risikoprämien aufweisen. Terminologisch spricht man bei der vorrangigen Tranche von der „de-leveraged tranche“, während die subordinierten Tranchen als „leveraged tranches“ bezeichnet werden. Diese beinhalten ein konzentriertes Kreditrisiko und tragen damit (in unterschiedlicher Ausprägung) den sog. first loss.

Darüber hinaus ist auch eine weitergehende Tranchierung hinsichtlich bestimmter Eigenschaften der verbrieften Vermögenswerte möglich. Beispielsweise können die einzelnen Tranchen unterschiedliche Laufzeiten aufweisen. Durch diese Massnahme lässt sich u.a. ein weiterer Anlegerkreis ansprechen,

als dies bei einer Emission von ABS mit identischen Anleihsbedingungen der Fall wäre.<sup>6</sup>

Ein Effizienzgewinn für den Originator resultiert aus der Tranchierung daraus, dass insb. die vorrangige Klasse aufgrund des minimierten Kreditrisikos ein deutlich höheres Rating als der Originator sowie das Gesamtverbriefungsportfolio erhält.

### 3. Geeignete Finanzaktiven

Konzeptionell betrachtet kommen für eine Verbriefung all jene Finanzaktiven in Betracht, die abtretbar bzw. übertragbar sind und einen verhältnismässig gut prognostizierbaren Cashflow aufweisen. Unter Berücksichtigung der Komplexität einer möglichen Strukturierung sowie aus Wirtschaftlichkeitsüberlegungen kommen aus der Fülle möglicher Vermögenswerte primär solche Aktiven in Betracht, die eine gewisse Homogenität aufweisen, standardisiert und bewertbar sind sowie insgesamt ein gewisses Forderungsvolumen erreichen.<sup>7</sup>

In der Schweiz bildeten bislang die folgenden Aktiven Gegenstand einer Verbriefung: Handelsforderungen (Debitoren), Kunden- und Kreditkartenforderungen, Autoleasingforderungen, Hypotheken, Warenlager, Eisenbahnleasingforderungen, Forderungen aus Sportvermarktungsrechten sowie Equipment Leasingforderungen, während weitere Vermögenswerte einer synthetischen Verbriefung zugeführt wurden,<sup>8</sup> so u.a. sog. cancellation insurances.

---

<sup>6</sup> BÄR HANS PETER, *Asset Securitisation*, Diss. Zürich 1997, 2. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 1998, 140.

<sup>7</sup> Vgl. dazu BÄR (FN 6), 192 m.w.N.

<sup>8</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. III.1. sowie KROLL MARKUS/BÜRGI JOHANNES A./SPANGLER EVAN, *Securitisation in Switzerland*, *Euromoney Yearbooks: Global Securitisation Review*, London 2003, 1 ff. und KROLL MARKUS/BÜRGI JOHANNES A./SPANGLER EVAN, *Swiss Securitisation in 2003*, *ISR Legal Guide*, London 2004, 37 ff.

## **II. Gründe für die Asset-Backed Securitisation und ihre Auswirkungen auf den Originator**

### **1. Motive aus Sicht des Originators**

Die Struktur sowie das der Verbriefung zugrundeliegende Konzept ermöglichen dem Originator, dieses Finanzinstrument im Hinblick auf die Erreichung unterschiedlicher Zielsetzungen zu verwenden. So dienen ABS insbesondere als Finanzierungsinstrument sowie als Instrument für Risikotransfers und die Bilanzpolitik.<sup>9</sup>

Der klassische Anwendungsbereich besteht in der Nutzung von ABS als Finanzierungsinstrument zur Beschaffung von Liquidität für die Unternehmung des Originators. Unter ökonomischen Gesichtspunkten hat dabei vorgängig eine Abwägung der mit dieser Mittelbeschaffung verbundenen Kosten gegenüber denjenigen einer direkten Kreditfinanzierung zu erfolgen. Grundsätzlich lohnt sich eine Verbriefung nur bei grossen Volumina, wobei sich in den vergangenen Jahren ABS als günstiges Finanzierungsinstrument qualifizieren konnten. Dabei ist zusätzlich dem Nutzen der durch eine Verbriefung erzielbaren Diversifikation der Finanzierungsquellen angemessen Rechnung zu tragen.

Eine weitere Motivation für eine Verbriefung besteht in ihrer Eigenschaft als Instrument für den Risikotransfer, indem mit dem Verkauf bestimmter Finanzaktiven in der Regel auch die damit zusammenhängenden Risiken transferiert werden. Die Kosteneffizienz einer Verbriefung ist unter diesem Gesichtspunkt durch einen Vergleich zu weiteren Methoden des Risikotransfers, wie bspw. Derivaten, Garantien und Versicherungen, zu berechnen.

Nicht zu vernachlässigen ist schliesslich die Facette der Verbriefung als Instrument der Bilanzpolitik. Es lässt sich damit insb. eine Verbesserung zwi-

---

<sup>9</sup> Vgl. dazu im Einzelnen KROLL MARKUS J., Securitisation in der Schweiz, in: NOBEL (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz 7/1998, Bern 1999, 173 ff. sowie KROLL/BÜRGI/SAUTER (FN 4), 253 sowie zur bankenrelevanten Ausgangslage ZÄHRES META, Kapitalmarktbasierter Bankenrefinanzierung, Deutsche Bank Research, Frankfurt a.M., 11. Juni 2012, 1 ff.

schen Eigen- und Fremdkapital sowie potentiell eine Reduktion der Eigenkapitalkosten erzielen.

## **2. Motive aus Sicht des Investors**

ABS bieten dem Anleger primär die Möglichkeit, wirtschaftlich in Finanzaktiven zu investieren, für die üblicherweise kein Sekundärmarkt besteht. Damit erfüllen ABS eine wichtige Funktion im Zusammenhang mit der Diversifikation und damit der Risikoverteilung von Anlagen. ABS weisen zudem ein klar definiertes Kreditrisiko auf und gewährleisten ein hohes Mass an Transparenz, was stark zur Attraktivität von Investitionen in diese Finanzinstrumente beiträgt. Die Tranchierung einerseits sowie die Stückelung der am Kapitalmarkt gehandelten ABS-Klassen andererseits ermöglichen dabei die Partizipation an einem kleineren Anteil der verbrieften Vermögenswerte bzw. des verbrieften Risikos, als dies insb. herkömmliche Risikotransferlösungen vorsehen. Zudem lassen sich qualitative Anlagebedürfnisse insb. institutioneller Investoren durch eine adäquate Strukturierung, insb. Tranchierung, der ABS unter Schaffung gewisser Anleihensklassen mit einem bestimmten Rating befriedigen.

## **3. Auswirkungen der Asset-Backed Securitisation auf den Originator**

Eine Asset Securitisation bewirkt beim Originator einen Aktivtausch, indem an die Stelle der verbrieften, mithin veräusserten Forderungen, Liquidität im Umfang des vom SPV bezahlten Kaufpreises tritt. Damit einher geht eine durch die rechtliche Verselbständigung der betreffenden Finanzaktiven erzielte Risiko-Isolierung, indem die betreffenden Finanzaktiven nach erfolgter Verbriefung grundsätzlich nicht mehr Teil der zu bilanzierenden Vermögenswerte des Originators bilden. Dieses Ziel lässt sich selbstredend nur dann erreichen, wenn bei der Strukturierung der Verbriefungstransaktion den einschlägigen nationalen Vorschriften zu rechtlicher Trennung und wirt-

schaftlicher Unabhängigkeit des SPV sowie den Anforderungen an den „True Sale“ Genüge getan wird.<sup>10</sup>

### **III. Struktur und Erscheinungsformen**

#### **1. Differenzierung zwischen True-Sale-Verbriefungen und synthetischen Verbriefungen**

Die Gemeinsamkeit von sowohl synthetischen als auch True-Sale Verbriefungen besteht in dem zu bewirkenden Risikotransfer. Während sog. True-Sale-Verbriefungen dies konzeptionell auf dem Wege einer Veräußerung der zu verbriefenden Finanzaktiven zu erreichen suchen, kommt es im Gegensatz dazu bei synthetischen Verbriefungen nicht zu einem Aktivenverkauf durch den Originator an ein SPV. Der Risikotransfer findet dabei lediglich durch vertragliche Abreden statt, durch die sich eine Drittpartei (sog. Protection Seller) dem Originator (sog. Protection Buyer) zur Tragung des mit einem bestimmten Aktivenportfolio verbundenen Kreditrisikos verpflichtet. Eine synthetische Verbriefung liegt indes nur dann vor, wenn dabei Wertpapiere emittiert werden und der Emissionserlös zur Deckung etwaiger Zahlungen an den Protection Buyer verwendet wird.

Der schweizerische Markt wird jedoch bei weitem von True Sale Verbriefungen dominiert, weshalb an dieser Stelle nicht weiter auf die Technik der synthetischen Verbriefung eingegangen werden soll.<sup>11</sup>

#### **2. One-Tier Term Struktur und Conduit-Struktur**

##### *a) One-Tier Term Struktur*

Die One-Tier Term Struktur charakterisiert sich dadurch, dass sich das SPV selbst mittels Ausgabe von Anleiheobligationen die Mittel zur Bezahlung

---

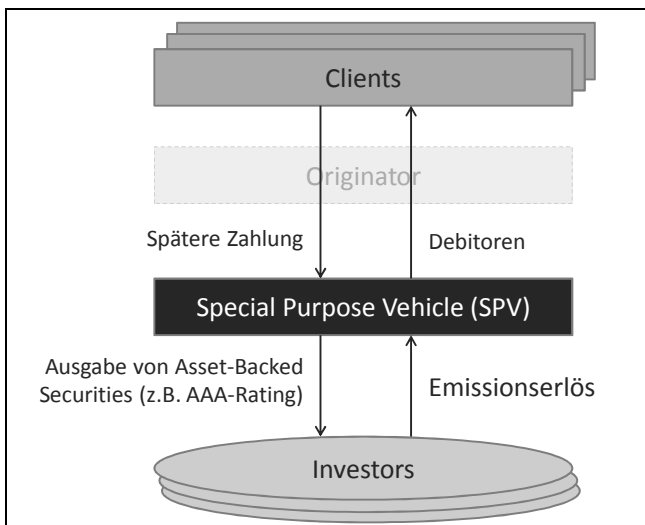
<sup>10</sup> Vgl. dazu BÄR (FN 6), 91 f. und 101 m.w.N. sowie KROLL/BÜRGI/SAUTER (FN 4), 253.

<sup>11</sup> Vgl. zu synthetischen Verbriefungen eingehend KROLL/BÜRGI/SAUTER (FN 4), 262 f.



des Kaufpreises für die zu übernehmenden Finanzaktiven beschafft. Diese können entweder durch Kotierung an der Börse öffentlich platziert oder an private Investoren ausgegeben werden.

Daneben hat sich für gewisse Asset Classes eine Doppelstruktur entwickelt, unter welcher das Swiss SPV die Assets ankauft und sich über einen in der Regel ungesicherten Kredit über ein ausländischen SPV refinanziert, welches seinerseits am Kapitalmarkt als Emittent auftritt. Historisch waren solche Strukturen v.a. im Bereich RMBS und CMBS anzutreffen.<sup>12</sup>



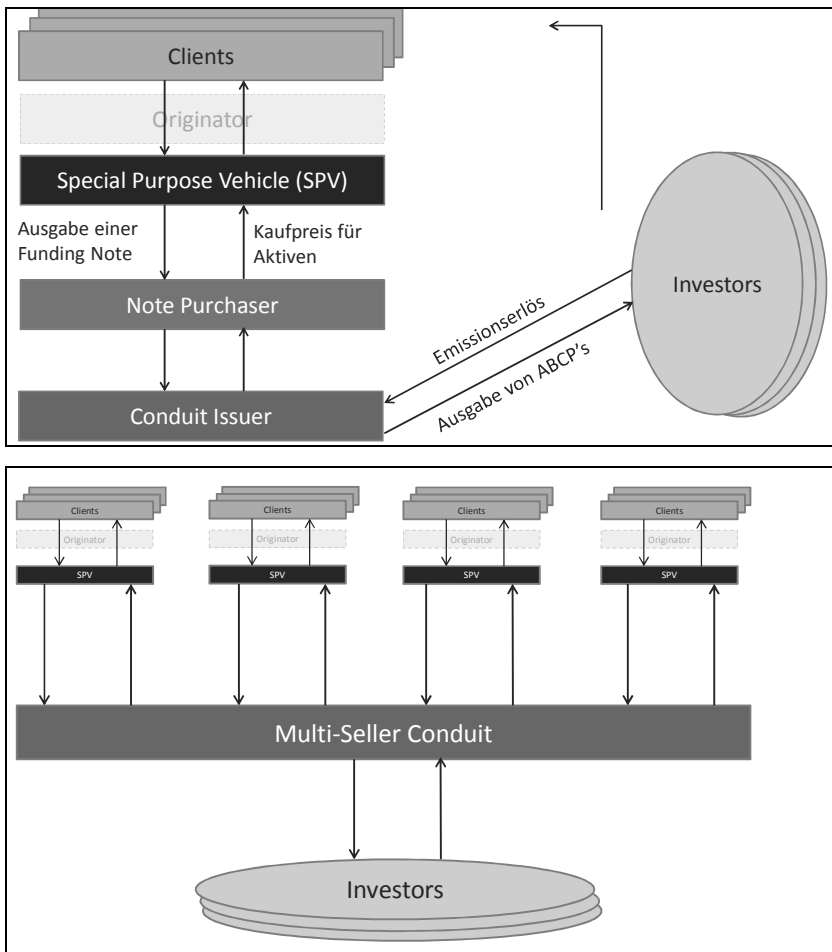
b) *Conduit-Struktur*

Eine Conduit-Struktur liegt vor, wenn nicht das SPV selbst die für die Verbriefung erforderlichen Mittel am Kapitalmarkt beschafft, sondern sich hierzu eines sog. Conduit Issuers bedient. Ein Conduit Issuer ist eine Emissionsgesellschaft, welche Anleiheobligationen in Form sog. Asset-Backed Commercial Papers (ABCP) an Investoren ausgibt und mit den aufgenommenen Mitteln eine oder mehrere ABS-Transaktionen finanziert (sog. Multi-Seller Conduit). Meist wird zwischen dem Conduit Issuer und dem SPV zusätzlich

<sup>12</sup> Vgl. dazu BÜRGI/KROLL/WIESER (FN 1), 28.

noch ein speziell für die betreffende Transaktion aufgesetzter, vom Conduit Issuer beherrschter Note Purchaser der Struktur beigefügt, welcher die vom SPV ausgegebene Funding Note zeichnet und sich seinerseits beim Conduit Issuer refinanziert.

Die Verwendung einer Conduit-Struktur ist insbesondere für solche Originators attraktiv, die eine private Transaktion ohne Publizität bevorzugen, lediglich ein geringes Emissionsvolumen aufbringen oder aber solche Aktiven der Verbriefung zuführen wollen, deren Qualität einer eigenen Platzierung am Markt entgegensteht.



### 3. Credit Enhancement und Liquidity Enhancement

#### a) Begriff

Das Rating und damit verbunden die Finanzierungskosten von ABS hängen von der Höhe der Wahrscheinlichkeit des pünktlichen und umfassenden Schuldendienstes der ABS ab. Als Credit Enhancement bezeichnet man hierbei strukturelle Sicherungsmassnahmen, welche den Ausschluss all jener Risiken bezwecken, die den vertragsgemässen Schuldendienst gefährden könnten.<sup>13</sup>

Es besteht eine Vielzahl von Techniken, mittels derer die Kreditwürdigkeit sowie die Zahlungsfähigkeit der ABS erhöht werden sollen, wobei ihre Anwendung stets auf die Art der zu verbrieften Aktiven abgestimmt wird.

Begrifflich unterscheidet man je nach Art der abgedeckten Risiken zwischen Credit Enhancement und Liquidity Enhancement: Während ersteres die Vermeidung eines Zahlungsausfalles fokussiert, soll das Liquidity Enhancement das Risiko von zeitlichen Verzögerungen im Zahlungsfluss vermeiden. Die Terminologie ist indes nicht konsistent, indem zuweilen diese Unterteilung vernachlässigt wird und generell von Credit Enhancement gesprochen wird.

Je nach Art der Risikoträger lassen sich Credit Enhancement Konzepte unterscheiden, welche verbrieftungsintern (Cash Flow-Strukturierung), originatorseitig konzernintern oder extern (durch Banken oder Versicherungen) gestellt werden.<sup>14</sup>

#### b) Unterscheidung zwischen aktiven- und strukturbezogenen Risiken

Um die transaktionsimmanenten Risiken in geeigneter Weise durch Credit Enhancement Mechanismen abdecken zu können, ist deren vorgängige qualitative und quantitative Bestimmung zentral. Die beiden Hauptkategorien bestehen dabei einerseits aus denjenigen Risiken, welche sich unmittelbar aus den Forderungen ergeben, die den Aktivenpool bilden und andererseits

---

<sup>13</sup> Vgl. KROLL MARKUS J., Securitisation – Arbitrage in der Unternehmensfinanzierung, ST 1993, 759 ff., 760.

<sup>14</sup> Vgl. zum Ganzen eingehend BÄR (FN 6), 207 ff. m.w.N.

aus den eigentlichen Verbriefungsrisiken, welche mit der Strukturierung der Transaktion als solcher zusammenhängen.<sup>15</sup>

c) *Beispiele verbreiteter Techniken des Credit Enhancements*

- Overcollateralisation: Übertragung von Finanzaktiven, deren Volumen den Nominalwert der ABS übersteigt. Im Umfang dieser Differenz werden Zahlungsausfälle durch die überschüssigen Cash Flows transaktionsintern absorbiert.
- Subordination von Anleihenstranchen: Es werden innerhalb derselben Emission Tranchen unterschiedlicher Seniorität aufgelegt. Senior- und Juniortranchen stehen einander dabei nicht pari passu gegenüber, sondern folgen einer bestimmten Subordinationsordnung, welche die Reihenfolge der Befriedigung der betreffenden Anleihegläubiger zwischen den verschiedenen Anleihensklassen regelt. Ein etwaiger Verlust ist dabei in erster Linie von der meist subordinierten Klasse zu tragen, während die Senior Class-Investoren an oberster Stelle im distribution payment waterfall stehen.
- Sicherheitenbestellung zugunsten der Investoren: Den Investoren wird häufig ein direktes oder indirektes Sicherungsrecht an Vermögenswerten des SPV eingeräumt.
- Hedging Arrangements: Einsatz von Derivaten zwecks Eliminierung bzw. Limitierung von Währungs- und Zinsrisiken.

#### **IV. Überblick über die zentralen juristischen Anforderungen an True-Sale-Transaktionen**

Bei der Aufsetzung einer Verbriefung gilt es, sämtliche transaktionsrelevanten Rechtsfragen adäquat zu adressieren und ihnen bei der Aufsetzung der Struktur in geeigneter Weise Rechnung zu tragen. Diese umfassen mannigfaltige Themenbereiche. Im Rahmen dieser Abhandlung können daher nur

---

<sup>15</sup> BÄR (FN 6), 196 ff. m.w.N.

einige der wichtigsten Themen aufgezeigt werden, weshalb die nachfolgenden Ausführungen keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben.

## **1. Strukturelle Anforderungen**

### *a) True Sale*

Für die Ausgestaltung der Transaktion ist entscheidend, dass die Veräusserung der Finanzaktiven auf das SPV sowohl zivil- und steuerrechtlich als auch buchhalterisch als Verkauf qualifiziert wird und nicht in eine gesicherte Darlehenstransaktion umgedeutet werden kann. Andernfalls ist die mit einer Verbriefung verfolgte Zielsetzung unerreichbar (Rating Requirement). Zu prüfen sind daher insb. die folgenden Aspekte:

#### *aa) Finalität der Übertragung der Aktiven und der Sicherheiten auf das SPV*

Die Übertragung der Finanzaktiven muss endgültigen Charakter haben und einen einem Verkauf adäquaten Risikotransfer bewirken. Dies manifestiert sich unter Schweizer Recht typischerweise durch einen Gläubigerwechsel an den übertragenen Forderungen, welcher der Zustimmung der betreffenden Drittschuldner bedarf. Verfügungen über dingliche Rechte haben dabei den einschlägigen sachenrechtlichen Bestimmungen zu genügen.

#### *bb) Aufrechterhaltung der Aktiven und der Sicherheiten während der Verbriefungsdauer*

Je nach den einschlägigen Charakteristika der verbrieften Finanzaktiven müssen diese während der Laufzeit der ABS ohne weitere Handlungen erhalten bleiben oder aber es muss durch eine entsprechende Strukturierung sichergestellt sein, dass die während der Laufzeit aus dem Pool der verbrieften Finanzaktiven ausscheidenden Assets durch neue substituiert werden, welche denselben Auswahlkriterien entsprechen. In jedem Fall muss dabei sichergestellt sein, dass ein eigentliches performance risk des Originators ausgeschlossen ist und die Verwertung der Finanzaktiven durch das SPV allein er-

folgen kann. Zulässig ist indes, dass der Originator als Servicer die Aktiven während der Verbriefungsdauer verwaltet resp. bewirtschaftet.

*cc) Ausschluss von Einreden und Einwendungen*

Zentral für verbrieft Forderungen ist, dass diese weder einrede- noch einwendungsbelastet sind, andernfalls ihre Werthaltigkeit nicht gewährleistet ist. Damit eng zusammenhängend ist der Ausschluss des Verrechnungsrechts, welches ansonsten aus Sicht des SPV den Forderungsbestand eo ipso zu gefährden vermag.

*b) Insolvenzresistenz des SPV*

Die als insolvency remoteness bezeichnete, möglichst weitreichende Abschottung des SPV gegen Drittgläubigeransprüche und Zwangsvollstreckungsmassnahmen ist eine tragende Voraussetzung für das Rating von ABS. Dieser Aspekt ist indes nicht nur für die Anleger, sondern ebenso für den Originator von grösstem Belang, soll im Rahmen einer True-Sale Verbriefung doch eine Konsolidierung im Insolvenzfall vermieden werden. Dazu bedient man sich sowohl gesellschaftsrechtlicher als auch vertragsrechtlicher Gestaltungsmöglichkeiten.

*aa) Gesellschaftsrechtliche Elemente*

Regelmässig wird der Zweck des SPV auf die für die Verbriefung erforderlichen Aktivitäten beschränkt. Dies verhindert die rechtsgültige Eingehung nicht verbiefungsbezogener Schulden durch das SPV und damit letztlich potenzielle Vollstreckungsmassnahmen durch Drittgläubiger.

Der von den Ratingagenturen geforderten Unabhängigkeit des SPV vom Originator kann im angelsächsischen Rechtskreis durch die Etablierung sog. orphan companies nachgekommen werden, deren Inhaberschaft meist gemeinnützigen Stiftungen, sog. charitable trusts, übertragen wird.<sup>16</sup> In der Schweiz besteht diese Möglichkeit nicht, doch lässt sich die Unabhängigkeit

---

<sup>16</sup> BÄR (FN 6), 106 m.w.N.

des SPV durch die Verwendung eines geeigneten Aktionariats und entsprechender Aktionärsbindungsverträge erreichen. Dieses Erfordernis ist allerdings nicht mehr sakrosankt, indem Ratingagenturen unter der Voraussetzung geeigneter anderweitiger Strukturierungsmassnahmen in der jüngeren Vergangenheit auch Tochtergesellschaften des Originators als SPV akzeptiert haben. Eine Kompromisslösung stellt hierbei die sog. „Golden Share Structure“ dar, innerhalb derer gewisse von der Muttergesellschaft des SPV unabhängige Minderheitsaktionäre eingesetzt werden, welchen in der Generalversammlung für bestimmte Entscheidungen ein Vetorecht zukommt. Eine andere typische Strukturierungsmassnahme besteht darin, in den Verwaltungsrat des SPV mindestens einen unabhängigen Vertreter zu wählen (independent board member), welcher für gewisse, zentrale Geschäfte (sog. reserved matters) seine Zustimmung abgeben muss (Gültigkeitsvoraussetzung). Letztlich überzeugten sich die Ratingagenturen in den genannten Beispielen davon, dass unter Corporate Governance Aspekten das Risiko der Investoren nicht als grösser bezeichnet werden kann, falls das SPV durch den Originator und nicht durch Drittaktionäre gehalten wird. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die schweizerische Rechtsordnung keine Konsolidierung im Konkursfall (sog. consolidation in bankruptcy) kennt, womit die Vermögenswerte des SPV unabhängig davon, ob es als Tochtergesellschaft ausgestaltet ist oder nicht, nicht in die Konkursmasse des Originators (zurück-) fallen können.<sup>17</sup>

Je nachdem ist eine regulatorische Eigenmittelbefreiung angestrebt oder nicht.

#### *bb) Vertragsrechtliche Elemente*

Vertragstechnisch ist bei der Ausarbeitung der Verbriefungsdokumentation sicherzustellen, dass mittels pacta de non petendo und limited recourse Bestimmungen die Inanspruchnahme des SPV für ausstehende Schulden während der Laufzeit der ABS begrenzt resp. ausgeschlossen wird sowie die Rangfolge der Befriedigung der beteiligten Gläubiger im Verwertungsfall der ge-

---

<sup>17</sup> Wohl aber bilden die Aktien des SPV natürlich Bestandteil der Konkursmasse des Aktionärs. Dies ist bei der Ausgestaltung des SPV mit Drittaktionären aber nicht grundsätzlich anders.

wählten Strukturierung der ABS folgend im Rahmen der getroffenen privat-autonomen Regelung gewährleistet ist.<sup>18</sup>

c) *Credit Enhancement*

Im Rahmen der Aufsetzung einer bestimmten Struktur sind vielfältigste Aspekte des Credit Enhancements zu berücksichtigen, wobei nebst der Bestellung geeigneter Sicherheiten die Sicherstellung des eigentlichen Cash Flow ein zentrales Requisit ist. Je nach Beschaffenheit der zu verbriefenden Finanzaktiven kann es sich hierzu u.U. ratingtechnisch aufdrängen, eine Liquiditätslinie eines erstklassigen Bankinstituts in die Struktur einzubauen.

d) *Steuerrechtliche Aspekte*

Ohne vorliegend auf steuerrechtliche Aspekte vertieft eingehen zu wollen, sei erwähnt, dass heute Verbriefungsstrukturen zur Verfügung stehen, welche hinsichtlich der eidgenössischen Verrechnungssteuer, allenfalls relevanten speziellen Quellensteuern für grundpfandgesicherte Darlehen (auf kantonaler und eidgenössischer Ebene), der Gewinn- und Kapitalsteuern des Originators und des SPV (Thin Cap Vorschriften etc.) und der Mehrwertsteuer durch Tax Rulings die notwendige Rechtssicherheit erhalten. Der Umstand, dass die eidgenössische Emissionsabgabe (Stempelabgabe) für die Emission von Anleihen im Zuge der TBTF-Gesetzgebung im März 2012 abgeschafft wurde, dürfte die Attraktivität des Schweizer Kapitalmarkts für ABS zusätzlich erhöht haben.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> Vgl. zu limited recourse und non petition Bestimmungen eingehend KROLL/BÜRGI/SAUTER (FN 4), 260 f. sowie BÜRGI JOHANNES A./MOSKRIC ELISABETH, Pfandbriefbasierte Kreditfinanzierungen, in: EMMENEGGER (Hrsg.), Kreditrecht, Schweizerische Bankrechtstagung 2010, Basel 2010, 103 ff., 123 ff. m.w.N.

<sup>19</sup> Aus mehrwertsteuerlicher Sicht qualifizieren Verbriefungsstrukturen, was das Verhältnis zwischen Originator und SPV anbelangt, entweder als besicherte Finanzierungen oder „stille“ Forderungsverkäufe, womit bis zum Eintritt eines sog. VAT Trigger Event für den Originator im Ergebnis „alles beim Alten bleibt“. Häufig entfällt in solchen Strukturen auch eine eigentliche Servicing Fee, da der Originator im Rahmen der fortgesetzten Forderungsbewirtschaftung und -einzahlung im eigenen Namen und im eigenen Interesse tätig wird (wie auch der Zedent unter einer Abtre-



## 2. Konzeptionelle Anforderungen

### a) *Wahrung des Bankgeheimnisses*

Die Verbriefung von Finanzaktiven in Form von Kundenforderungen führt aus zessionsrechtlichen Gründen dazu, dass Angaben über die Person des Schuldners sowie die Höhe und Beschaffenheit der betreffenden Forderungen dem SPV bekanntgegeben werden. Sofern der Originator dem schweizerischen Bankengesetz untersteht, stellt sich daher die Frage, ob die Veräusserung der betreffenden Finanzaktiven ohne Einwilligung bzw. Zustimmung des Kunden vorgenommen werden darf oder ob dies eine Verletzung des Bankgeheimnisses gemäss Art. 47 BankG darstellen würde. Diese Frage stellt sich freilich nur im Rahmen einer Zession, da die Übertragung des gesamten Vertragsverhältnisses ohnehin der Zustimmung des Bankschuldners bedarf, worin eine entsprechende Entbindung vom Bankgeheimnis erblickt werden darf.

Die herrschende Lehre betrachtet eine Zustimmung des Kunden zur Abtretung von Kundenforderungen im Lichte des Bankgeheimnisses für unabdingbar, so insb. im Bereich der Privatkundenforderungen. Diese Auffassung gründet auf der Auslegung des jeder Bank-Kunden-Beziehung zugrunde liegenden Vertrauensverhältnisses.<sup>20</sup> Eine davon abweichende Ansicht mag gegebenenfalls hinsichtlich der Zession von Forderungen gegenüber kom-

---

tung zu Sicherungszwecken weiterhin für die Bewirtschaftung der abgetretenen Forderungen zuständig bleibt). Erst mit Auftreten eines neuen Servicer/Back-Up Servicer, der im Regelfall nach Offenlegung der Verbriefung gegenüber den Schuldnern das Servicing im Namen und Interesse des SPV wahrnimmt, wird eine Servicing Fee vereinbart.

<sup>20</sup> ZOBL DIETER, Gesicherte Interbankkredite mittels Hypotheken als Refinanzierungsmittel, in: HEINEMANN/HILTY/NOBEL/SETHE/ZÄCH (Hrsg.), Kommunikation, FS Rolf H. Weber, Bern 2011, 931 ff., 934 m.w.N.; DERS., Zur Verbriefung von Hypothekarforderungen – Ein Beitrag zu den Mortgage Backed Securities, in: BURKERT/GASSER/SCHWEIZER (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey, Zürich 2001, 289 ff., 299 f. m.w.N.; KAUFMANN THOMAS, Der Einsatz eines Hypothekenportfolios einer Bank als Sicherheit bei der Refinanzierung, SSBR Bd. 81, Zürich/Basel/Genf 2006, 230 ff. unter eingehender Auseinandersetzung mit der abweichenden Meinung vertreten von KLEINER BEAT/SCHWOB RENATE/WINZELER CHRISTOPH in: ZOBL/SCHWOB/GEIGER/WINZELER (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934, Art. 47 N 335 f.

merziellen Kunden angebracht sein,<sup>21</sup> wobei auch dies u.E. insoweit fraglich ist, als auch dieses Kundensegment Anspruch darauf hat, dass keine bankgeheimnisrelevanten Daten Dritten ohne Zustimmung preisgegeben werden.

Um eine Verletzung des Bankgeheimnisses zu vermeiden, ist daher vorgängig zur Zession von Kundenforderungen durch Institute, die dem schweizerischen Bankgeheimnis unterstehen, sicherzustellen, dass die Zustimmung der betroffenen Kunden vorliegt bzw. in geeigneter Form eingeholt wird.<sup>22</sup>

Im Verhältnis zum Datenschutzgesetz, welches seinerseits die Weitergabe von Daten einschränkt, kommt dem Bankgeheimnis die Funktion einer *lex specialis* zu; das Datenschutzgesetz hat im Anwendungsbereich von Art. 47 BankG keine eigenständige Bedeutung.<sup>23</sup>

#### *b) Berücksichtigung des Weiterverpfändungsverbots*

Als Weiterverpfändung bezeichnet man die auf eigene Rechnung und in eigenem Namen erfolgende Verpfändung von Pfandobjekten durch den Pfandgläubiger zwecks Sicherstellung einer eigenen oder fremden Schuld. Gegenstand der Weiterverpfändung bildet dabei das Pfandobjekt, das dem Pfandgläubiger vom ursprünglichen Verpfänder zu Pfand übertragen worden ist, mithin nicht die Pfandforderung oder das Pfandrecht an sich. Das Gesetz erlaubt in Art. 887 ZGB die Weiterverpfändung nur gestützt auf eine dahingehende Zustimmung des Verpfänders, übersteigt doch die Weiterverpfändung als Verfügung über das Pfandobjekt ausserhalb einer Pfandverwertung die Befugnisse des Pfandgläubigers als Inhaber eines blossen Sicherungs-

---

<sup>21</sup> So implizit KLEINER/SCHWOB/WINZELER (FN 20), Art. 47 N 335 f.

<sup>22</sup> Die ohne rechtsgenügende Zustimmung des Bankkunden vorgenommene Abtretung stellt zwar eine Verletzung des Bankgeheimnisses dar, zieht jedoch gem. h.L. keine Nichtigkeit der betreffenden Abtretung nach sich (ZOBL, FS Weber [FN 20], 935 m.w.N.; a.M. KAUFMANN [FN 20], 246 ff.).

<sup>23</sup> Vgl. dazu KAUFMANN (FN 20), 257 f.

und Verwertungsrechts.<sup>24</sup> Die Bestimmung von Art. 887 ZGB ist dabei auf sämtliche regulären Fahrnispfandrechte anwendbar.<sup>25</sup>

Evident ist aus Sicht des Verpfänders die mit der Weiterverpfändung einhergehende Verschlechterung seiner Rechtsposition, indem eine gültige Weiterverpfändung dazu führt, dass eine Drittpartei am Pfandobjekt ein dingliches Sicherungsrecht erwirbt, welches keinen Bezug zur Pfandforderung aufweist.

Das Gesetz unterstellt die Zustimmung des Verpfänders in Art. 887 ZGB keiner besonderen Form. Nachdem per 31. Dezember 2009 die in der Bankengesetzgebung enthaltenen Schutzvorschriften aufgehoben worden sind,<sup>26</sup> gilt dies auch für die Weiterverpfändung durch Banken. Aus Beweisgründen ist indes darauf zu achten, dass die Zustimmung schriftlich eingeholt wird. Die Frage, ob trotz fehlender Zustimmung des Verpfänders zur Weiterverpfändung ein gültiges Pfandrecht entsteht, beantwortet sich nach den je nach Qualifikation des jeweiligen Pfandobjekts anwendbaren fahrnispfandrechtslichen Grundsätzen zum gutgläubigen Erwerb von Pfandrechten.<sup>27</sup>

Keine Anwendung finden die Weiterverpfändungsvorschriften dann, wenn das Pfandobjekt an einen Dritten unter gleichzeitiger Übertragung des Pfand- und Darlehensvertrages übertragen wird. Im Falle des Sicherungseigentums genügt dabei mithin die Übertragung des Sicherungsvertrags, da der neue Sicherungsnehmer in diesem Fall nicht berechtigt ist, das ihm übertragene Sicherungseigentum für irgendwelche anderen als die gemäss ursprünglichem Sicherungsvertrag gesicherten Forderungen in Anspruch zu nehmen. Hierin ist keine Verschlechterung der Rechtsstellung des ursprünglichen

---

<sup>24</sup> BK-ZOBL/THURNHERR Art. 887 ZGB N 1 ff. und 11 m.w.N. sowie Syst. Teil vor Art. 884 ZGB N 154 ff. m.w.N.

<sup>25</sup> ZOBL, FS Druey (FN 20), 302 m.w.N.

<sup>26</sup> Art. 17 BankG sowie Art. 33 BankV.

<sup>27</sup> Vgl. dazu BK-ZOBL/THURNHERR Art. 887 ZGB N 23; BK-ZOBL Art. 900 ZGB N 40 ff., N 85 ff. sowie Art. 901 ZGB N 51 ff., N 90 f. sowie N 103 ff. Obwohl die Regelung von Art. 887 ZGB auch auf die Sicherungsübereignung und Sicherungszession anwendbar ist, entfaltet sie Dritten gegenüber aufgrund des Vollrechtscharakters dieser pfandrechtsähnlichen Sicherungsinstrumente keine Wirkung (BK-ZOBL/THURNHERR Art. 887 ZGB N 5 m.w.N.).

Sicherungsgebers zu erblicken, was die genannten Vorgänge vom Anwendungsbereich von Art. 887 ZGB ausnimmt.<sup>28</sup>

c) *Berücksichtigung regulatorischer Rahmenbedingungen*

Bei der Aufsetzung einer Verbriefungsstruktur gilt es, der aufsichtsrechtlichen Qualifizierung der zu schaffenden Struktur Rechnung zu tragen. Insbesondere stellt sich diesbezüglich die Frage nach der Bewilligungspflicht des in der Schweiz inkorporierten SPV unter banken- und kollektivanlagerechtlichen Blickpunkten sowie gegebenenfalls unter Berücksichtigung des Konsumkreditgesetzes.

aa) *Bankengesetzliche Bewilligungspflicht?*

Als Banken im Sinne der Bankengesetzgebung gelten Unternehmen, die hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind und insbesondere (i) gewerbsmässig Publikumseinlagen entgegennehmen oder sich öffentlich dafür empfehlen bzw. (ii) sich in erheblichem Umfang bei mehreren nicht massgebend an ihnen beteiligten Banken refinanzieren, um damit je auf eigene Rechnung eine unbestimmte Zahl von Personen oder Unternehmen, mit denen sie keine wirtschaftliche Einheit bilden, auf irgendwelche Art zu finanzieren.<sup>29</sup>

Die wirtschaftliche Funktion eines Verbriefungs-SPV besteht ausschliesslich in der Transformierung illiquider Finanzaktiven in kapitalmarktfähige Finanzinstrumente. Diese Tätigkeit ist dem Finanzbereich i.S. des Bankengesetzes zuzuordnen, so dass die konzeptionelle Grundvoraussetzung für seine Unterstellung unter das Bankengesetz grundsätzlich als erfüllt zu betrachten ist. Der Bewilligungspflicht untersteht indes nur, wer kumulativ ein bankmässiges Aktiv- und Passivgeschäft betreibt. Soweit sich das SPV durch die Ausgabe von Anleiensobligationen oder anderen vereinheitlichten und massenweise ausgegebenen Schuldverschreibungen i.S.v. Art. 3a Abs. 3 lit. a BankV refinanziert, entfällt die Bewilligungspflicht, da dies keine Entgegennahme

---

<sup>28</sup> ZOBL, FS Druey (FN 20), 304 f. m.w.N.

<sup>29</sup> Art. 2a BankV.; vgl. zur Begriffsbestimmung die Übersicht bei ZOBL/KRAMER (FN 2), Rz 594 ff. m.w.N.

von Publikumseinlagen darstellt. Ein Blick auf die Aktivseite des Geschäfts führt bei einer klassischen Verbriefungsstruktur zu demselben Resultat: Es werden typischerweise lediglich ein bestimmter Originator resp. mehrere Gesellschaften desselben Konzerns „finanziert“, nicht aber eine unbestimmte Vielzahl von Personen oder Unternehmen, so dass kein bankmässiges Aktivgeschäft vorliegt.<sup>30</sup> Daneben sind indes Strukturen denkbar, die eine Bewilligungspflicht nach sich ziehen könnten.

*bb) Bewilligungspflicht qua Konsumkreditgesetz?*

Unterstehen die dem SPV zu übertragenden Aktiven dem Konsumkreditgesetz, stellt sich ferner die Frage, ob das SPV der in Art. 39 KKG vorgesehenen Bewilligungspflicht für die Gewährung von Konsumkrediten untersteht. Die Bewilligung ist an verschiedene Voraussetzungen geknüpft, welche in Art. 4 ff. VKKG enthalten sind.<sup>31</sup> Sie beinhalten u.a. Eigenkapitalvorschriften sowie Bestimmungen zum Abschluss einer adäquaten Berufshaftpflichtversicherung bzw. einer gleichwertigen Sicherheit zur Deckung etwaiger Haftpflichtansprüche aus dem Konsumkreditgesetz. U.E. ist eine Bewilligungspflicht unabhängig davon zu verneinen, ob dem SPV lediglich Forderungen aus Konsumkreditverträgen abgetreten werden, oder ob das SPV qua Vertragsübertragung selber Vertragspartei wird, solange das SPV in jedem Fall nicht selbständig Konsumkredite vergibt. Findet keine solche selbständige Kreditvergabe statt, sondern erschöpft sich das Dasein des SPV im Halten von Vermögenswerten zu Zwecken der Verbriefung/Finanzierung, ist nicht einzusehen, weshalb das SPV zusätzlich zum Originator einer Bewilligungspflicht unterworfen werden müsste.<sup>32</sup>

---

<sup>30</sup> Vgl. zu dieser Thematik eingehend OERTLE MATTHIAS, *Asset Securitisation in der Schweiz*, SZW 1993 153 ff., 161 ff.; ZOBL/KRAMER (FN 2), Rz 1189; BAK-BAHAR/STUPP Art. 1 BankG N 36 m.w.N.

<sup>31</sup> Art. 40 KKG.

<sup>32</sup> Selbstredend ist es auch nicht Sache einer regulatorischen Aufsichtsbehörde, zivilrechtliche Fragestellungen wie z.B. die Gültigkeit von Vertragsbestimmungen im Rahmen einer Anfrage für eine negative Unterstellungsverfügung vorfrageweise zu überprüfen. Eine solche Überprüfung erfolgt ausschliesslich durch die zuständigen Gerichte im Einzelfall.

cc) *Kollektivanlagegesetzliche Bewilligungspflicht?*

Das Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen<sup>33</sup> unterstellt kollektive Kapitalanlagen einer grundsätzlichen Bewilligungspflicht.<sup>34</sup> Obwohl keine kollektiven Kapitalanlagen, unterwirft Art. 5 KAG den Vertrieb strukturierter Produkte in oder aus der Schweiz an nicht qualifizierte Anlegerinnen und Anleger gewissen Restriktionen und statuiert eine Prospektpflicht. Die kollektivanlagegesetzliche Erfassung einer Struktur ist daher bei der Aufsetzung einer Verbriefungstransaktion im Blickfeld zu behalten.

Die klassische Verbrieferstruktur führt dabei nicht zu einer Unterstellung unter das Kollektivanlagegesetz, indem hierbei eine klassische Refinanzierungstätigkeit mittels Ausgabe von Anlehensobligationen im Vordergrund steht, welche die Begriffsmerkmale der kollektiven Kapitalanlage i.S.v. Art. 7 KAG nicht erfüllt. Desgleichen sind die von Verbriefer-SPV ausgegebenen Anlehensobligationen nicht als strukturierte Produkte zu qualifizieren, indem diese lediglich einen darlehensrechtlichen Anspruch auf Rückzahlung und Verzinsung der Darlehensvaluta vermitteln, unabhängig von der Wertentwicklung und dem gegenwärtigen Wert der vom SPV gehaltenen Finanzaktiven.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> SR 951.31.

<sup>34</sup> Vgl. Art. 13 KAG, welcher neu eine Ausnahme hinsichtlich des Vertriebs an qualifizierte Anlegerinnen und Anleger vorsieht.

<sup>35</sup> Vgl. zur Abgrenzung zwischen strukturierten Produkten und Anleihen EGGEN MIRJAM, Die Regulierung von strukturierten Produkten – eine vergleichende Analyse des geltenden Rechts, SZW 2008, 380 ff., 383; ferner BAK-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB Art. 5 KAG N 14.

## V. Aktuelle kapitalmarktrechtliche Aspekte

### 1. Kotierung von ABS an der SIX Swiss Exchange

#### a) *Gegenwärtige Kotierungsvoraussetzungen*

Es besteht derzeit kein spezieller Standard für die Kotierung von ABS an der SIX Swiss Exchange,<sup>36</sup> die Kotierung erfolgt unter dem Standard für Anleihen, wobei die Praxis für das SPV als Emittentin einige wichtige Ausnahmen herausgearbeitet hat:

- Das SPV muss nicht seit drei Jahren bestehen.
- Das SPV muss nicht über eine Kapitalausstattung von CHF 25 Millionen verfügen.
- Das SPV muss über keine Mindestkapitalisierung von CHF 20 Millionen verfügen.

Auch beim Rechnungslegungsstandard dürften sich gerechtfertigte Ausnahmen finden lassen. So würde es wenig Sinn machen, das SPV zu einem anderen Rechnungslegungsstandard zu verpflichten, wenn ein Originator seine Rechnungslegung nach den Vorschriften des Schweizerischen Obligationenrechts vornimmt. Für die Investoren der ABS ist (anders als bei herkömmlichen ungesicherten Anleihen) die Qualität der verbrieften Vermögenswerte entscheidend und nicht deren buchhalterische Behandlung auf Stufe Originator und/oder SPV.

#### b) *Formelle Sonderregelung*

Es ist denkbar (und angesichts der wachsenden Zahl von Transaktionen wohl absehbar), dass die SIX Swiss Exchange in absehbarer Zeit eine formelle Sonderregelung für ABS-Transaktionen in der Form eines separaten Reglements erlassen wird.

---

<sup>36</sup> Immerhin dürfte das 1998 erstellte „Leaflet“ für ABS-Transaktionen wohl immer noch gültig sein.

## 2. Anwendbarkeit der Bestimmungen über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen gemäss Art. 1157 ff. OR?

### a) Überblick

Gemäss Art. 1157 Abs. 1 OR bilden die Gläubiger von Anleiensobligationen eines Schuldners mit Sitz oder Niederlassung in der Schweiz von Gesetzes wegen eine Gläubigergemeinschaft, wenn die betreffenden Anleiensobligationen mit einheitlichen Anleiensbedingungen unmittelbar oder mittelbar durch öffentliche Zeichnung ausgegeben worden sind. Keine Anwendung finden die Art. 1157 ff. OR auf Anleihen des Bundes, der Kantone, der Gemeinden und anderer Körperschaften des öffentlichen Rechts.<sup>37</sup>

Personell besteht die Gläubigergemeinschaft aus der Gesamtheit aller Anleiensgläubiger einer bestimmten Anleihe, wobei die Mitgliedschaft mit dem Verlust dieser Rechtsposition untergeht bzw. auf den Rechtsnachfolger übergeht. Die Gläubigergemeinschaft ist von Gesetzes wegen nicht als juristische Person ausgestaltet und gemäss h.L. nicht rechtsfähig. Nichtsdestotrotz werden ihr durch das Gesetz gewisse Befugnisse verliehen, welche es ihr gestatten, in diesem Umfang selbständig am Rechtsverkehr teilzunehmen, wozu ihr von Bundesrechts wegen Partei- und Prozessfähigkeit zukommen.<sup>38</sup>

Zu beachten ist, dass trotz Vorliegens einer Gläubigergemeinschaft das schweizerische Obligationenrecht dem einzelnen Gläubiger das grundsätzliche Recht und die Pflicht zuerkennt, seine Ansprüche aus den Anleiensobligationen dem Schuldner gegenüber selbständig und unabhängig von den anderen Anleiensgläubigern geltend zu machen und durchzusetzen. Vorbehalten bleiben ausdrückliche, abweichende Bestimmungen in den Anleiensbedingungen sowie entsprechende, rechtsgültig zustande gekommene Beschlüsse der Gläubigergemeinschaft.<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> Art. 1157 Abs. 3 OR.

<sup>38</sup> BAK-REUTTER/STEINMANN Art. 1157 OR N 13 und 15 m.w.N.

<sup>39</sup> BK-ZIEGLER Art. 1157 OR N 13; BAK-REUTTER/STEINMANN Art. 1157 OR N 13.



*b) Normzweck*

Den gesetzlich vorgesehenen Zweck der Gläubigergemeinschaft erhellen die Befugnisse, welche das schweizerische Obligationenrecht der Gläubigergemeinschaft in Art. 1164 ff. OR einräumt. Gemäss Art. 1164 OR ist die Gläubigergemeinschaft befugt, in den Schranken des Gesetzes die geeigneten Massnahmen zur Wahrung der gemeinsamen Interessen der Anleiensgläubiger, insbesondere gegenüber einer Notlage des Schuldners, zu treffen. Die Befugnisse der Gläubigergemeinschaft beschränken sich dabei auf das Anleiensverhältnis und umfassen insbesondere die Initiierung von Änderungen der Anleiensbedingungen und die Ergreifung von Massnahmen, die für die Erhaltung des Haftungssubstrates des Anleiensschuldners angebracht erscheinen. Hierbei müssen stets die gemeinsamen Interessen aller Anleiensgläubiger als Massstab herangezogen werden, welche gemeinhin dann gewahrt sind, wenn die fragliche Handlung objektiv, vom ausschliesslichen Obligationärsstandpunkt betrachtet als das vernunftgemässe Verhalten dem Anleiensschuldner gegenüber erscheint.<sup>40</sup> Hierbei ist der Gleichbehandlung der Obligationäre Rechnung zu tragen.<sup>41</sup>

Damit stellt die Gläubigergemeinschaft ein Instrument dar, welches erlaubt, mittels Mehrheitsbeschluss die zur Wahrung der gesamthaften Anleiensgläubigerinteressen gebotenen Massnahmen zu treffen. Ihr Zweck besteht mithin in der Bündelung und gebündelten Wahrnehmung der Interessen der Anleiensobligationäre.<sup>42</sup> Dies führt zu übersichtlichen Rechtsverhältnissen und ermöglicht damit im Bedarfsfall eine effiziente Handlungsweise der Gesamtgläubiger, ohne dass es hierzu eines staatlichen Eingreifens bedürfte.<sup>43</sup>

---

<sup>40</sup> ZOBL DIETER, Änderungen von Anleiensbedingungen, SZW 1990, 129 ff., 133 m.w.N.

<sup>41</sup> Vgl. Art. 1174 OR.

<sup>42</sup> HUBER FELIX M., in: BOEMLE/GSELL et al. (Hrsg.), Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002, 514 ff.; vgl. ferner die Botschaft des Bundesrates vom 12. Dezember 1947 zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen, BBl 1947, 869 ff., 874.

<sup>43</sup> STRÄSSLE PETER, Die Vorschriften über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen (Art. 1157-1186 OR) in ihrer Anwendbarkeit auf die Gläubigergemeinschaft bei Genussscheinen nach Art. 657 Abs. 4 OR, Diss. Freiburg i.Ue., Freiburg 1961, 26 ff.

Inwieweit man hierunter auch volkswirtschaftliche Interessen erblickt,<sup>44</sup> dürfte wohl eher einzelfallbezogen zu beurteilen sein, da nicht zwingend jede öffentliche Anleihe von einem Unternehmen begeben wird, welches für die Schweiz von volkswirtschaftlicher Bedeutung ist.

Diese Ausführungen erhellen, dass der primäre Zweck in der Vereinfachung der privatrechtlichen Rechtsbeziehungen zwischen Anleihensgläubigern und Anleihenschuldnern besteht. Eine öffentlich-rechtliche Motivierung ist daneben höchstens am Rande erfasst.<sup>45</sup> Daneben spielen prozessuale Überlegungen eine Rolle, indem man vermeiden will, dass im Ernstfall mangels unübersichtlichen Rechtsverhältnissen und praktischen Schwierigkeiten gegebenenfalls wichtige Rettungsmassnahmen unterbleiben.

c) *Sachlicher und örtlicher Anwendungsbereich von Art. 1157 ff. OR*

In sachlicher Hinsicht bildet die öffentliche Emission einer Obligationenanleihe mit einheitlichen Anleihensbedingungen durch einen privaten Emittenten (bzw. eine Pfandbriefzentrale<sup>46</sup>) die Voraussetzung für die Anwendbarkeit von Art. 1157 ff. OR.<sup>47</sup>

Örtlich sieht das Gesetz die Anwendbarkeit der Bestimmungen zur Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen im innerstaatlichen Verhältnis zwingend vor, wenn der Anleihenschuldner seinen Sitz oder eine Geschäftsniederlassung in der Schweiz hat.<sup>48</sup>

Die Frage nach der zwingenden Anwendbarkeit von Art. 1157 ff. OR auf ausländischem Recht unterstehende Anleihen schweizerischer Schuldner ist

---

<sup>44</sup> So STRÄSSLE (FN 43), 35.

<sup>45</sup> Gegen eine primär öffentlich-rechtliche Qualifizierung der besagten Normen spricht auch deren Einordnung durch den Gesetzgeber ins Wertpapierrecht (vgl. dazu BBl 1947 [FN 42], 875).

<sup>46</sup> Vgl. dazu Art. 30 PfG, wonach die Vorschriften über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen auf die Pfandbriefgläubiger anzuwenden sind.

<sup>47</sup> BAK-REUTTER/STEINMANN Art. 1157 OR N 4 ff. m.w.N.

<sup>48</sup> BAK-REUTTER/STEINMANN Art. 1157 OR N 17 m.w.N.; DAENIKER DANIEL, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, SSHW Bd. 142, Zürich 1992, 58.

in der Lehre umstritten, wird jedoch teilweise bejaht.<sup>49</sup> Höchststrichterliche Rechtsprechung zu dieser Frage ist bis dato, soweit ersichtlich, noch immer ausstehend.

Für die Beantwortung dieser Frage entscheidend ist insbesondere, ob es sich bei den Bestimmungen von Art. 1157 ff. OR internationalprivatrechtlich um *lois d'application immédiate* i.S.v. Art. 18 IPRG handelt.

*d) Internationalprivatrechtliche Qualifizierung von Art. 1157 ff. OR*

Während gewisse Autoren ohne nähere Begründung die zwingende Anwendbarkeit von Art. 1157 ff. OR auf ausländischem Recht unterstellte Anleihen schweizerischer Schuldner befürworten, hält insbesondere VISCHER explizit dafür, dass es sich hierbei um direkte Eingriffsnormen handle, welche einen starken öffentlich-rechtlichen und prozessualen Einschlag aufwiesen.<sup>50</sup> Diese Auffassung überzeugt u.E. indes nicht restlos.

Als *lois d'application immédiate* i.S.v. Art. 18 IPRG gelten solche Bestimmungen der nationalen Rechtsordnung, welche unbeachtlich einer etwaigen Rechtswahl der Parteien wegen ihres besonderen Zweckes zwingend anzuwenden sind. Hierunter fallen Bestimmungen, die für den Staat und die Rechtsgemeinschaft von fundamentaler Bedeutung sind. Diese lassen sich herkömmlicherweise in verschiedene Gruppen einteilen, so insb. in staats- und wirtschaftspolitisch motivierte Normen sowie sozialprotektive Schutznormen. Bei der Qualifizierung einer Gesetzesbestimmung unter dem Blickwinkel von Art. 18 IPRG sind dabei stets die Interessen, welche für die zwingende Anwendbarkeit inländischen Rechts sprechen und jene, welche für die umfassende Anwendung der berufenen Rechtsordnung sprechen, gegeneinander abzuwägen. Insbesondere ist die *lex causae* dahingehend zu überprüfen, ob sie die mit der inländischen Rechtsbestimmung verfolgten Ziele

---

<sup>49</sup> Für die Anwendung der Bestimmungen von Art. 1157 ff. OR auf ausländischem Recht unterstellte Anleihen schweizerischer Emittenten ZK-VISCHER Art. 156 IPRG N 12; BAK-REUTTER/STEINMANN Vor Art. 1157-1186 OR N 34; VISCHER FRANK, Zur Stellung der Anleihegläubiger bei Zahlungsunfähigkeit des Schuldnerstaates, SZIER 2011, 243 ff., 253; a.M. BaK-WATTER Art. 156 IPRG N 34.

<sup>50</sup> ZK-VISCHER Art. 156 IPRG N 12.

nicht ebenso gut oder besser verwirklichen kann.<sup>51</sup> Des Weiteren gilt es zu beachten, dass das Verständnis internationalprivatrechtlich zwingend anzuwendender Bestimmungen dem Wandel der Zeiten unterliegt.

Im vorliegenden Fall führt das Gesagte zu folgender Analyse:

Der grundlegende Zweck des Instituts der Gläubigergemeinschaft besteht, wie vorgängig dargelegt<sup>52</sup>, darin, ein Instrument bereitzustellen, welches die Rechtsbeziehung zwischen der Anleihensgläubigerschaft und dem Anleihenschuldner erleichtert und die Fällung gewisser Entscheide unter Anwendung des Mehrheitsprinzips erlaubt. Dies stellt u.E. keine primär öffentlich-rechtliche Ausrichtung dar, während gewisse Züge prozessualer Natur erkennbar sind. Dominierend sind indes privatrechtliche Aspekte, welchen kein Schutznormcharakter zukommt. Unter dem Blickwinkel der Interessenabwägung ist zudem das berufene Recht dahingehend zu untersuchen, ob es dem mit dem Institut der Gläubigerversammlung verfolgten Zweck anderweitig Rechnung trägt, so beispielsweise mit der Implementierung eines Trustee-Konzepts, wie dies das englische Recht vorsieht. In einem solchen Szenario besteht keine sachliche Rechtfertigung dafür, dem schweizerischen Recht unter Berufung auf Art. 18 IPRG Nachachtung zu verschaffen. Nicht übersehen werden darf dabei auch, dass die (zusätzliche) Anwendung der betreffenden schweizerischen Rechtsnormen im Norm- und Vertragsgefüge der Anleihe gegebenenfalls zu Rechtsunklarheit und prozessualen Diskrepanzen führt, so insb. wenn das ausländische Recht eine von dem schweizerischen Konzept der Gläubigerversammlung strukturell abweichende Lösung vorsieht.

e) *Fazit*

Während die Bestimmungen von Art. 1157 ff. OR im nationalen Verhältnis zwingend zur Anwendung kommen, erheischen sie im internationalen Ver-

---

<sup>51</sup> Vgl. zu dieser Thematik die Übersicht sowie Beispiele bei BAK-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER Art. 18 IPRG N 10 ff. m.w.N.

<sup>52</sup> Oben, V.2.b).

hältnis keine zwingende Anwendung und können u.E. grundsätzlich durch eine umfassende Rechtswahl derogiert werden.<sup>53</sup>

## VI. Transaktionsbeispiele

### 1. Vorbemerkungen

Im März 2012 wurde die erste öffentliche Auto-Lease Securitisation Transaktion der Schweiz an der SIX Swiss Exchange kotiert. GE Money Bank übertrug ein Portfolio von Auto-Leasing-Vermögenswerte an die Swiss Auto Lease 2012-1 GmbH (SPV), welche durch Ausgabe von CHF 200 Mio. Asset-Backed Securities am Kapitalmarkt den Kaufpreis für die übertragenen Vermögenswerte teilweise finanzierte.<sup>54</sup>

Im Juni 2012 wurde die erste öffentliche Credit Card Securitisation Transaktion der Schweiz an der SIX Swiss Exchange kotiert. Credit Suisse/Swisscard übertrugen ein Portfolio von Kreditkartenforderungen an die Swiss Payments Assets AG, welche durch Ausgabe von CHF 370 Mio Asset-Backed Securities am Kapitalmarkt den Kaufpreis für die übertragenen Vermögenswerte teilweise finanzierte. Die Transaktion wurde als Plattform (Programm) ausgestaltet, um weitere Emissionen zu erleichtern.<sup>55</sup>

Zwei Folgetransaktionen fanden 2013 statt.

---

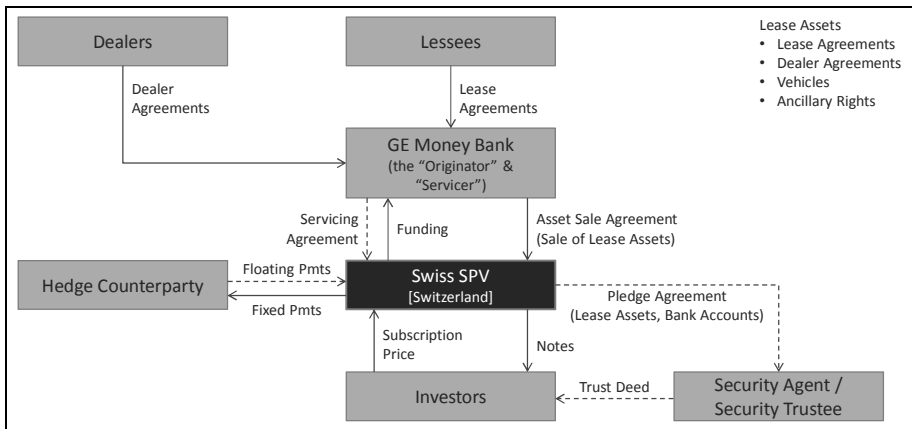
<sup>53</sup> Ebenso BAK-WATTER Art. 156 IPRG N 34. Dies dürfte umso mehr gelten, wo die eigentliche Emission über eine ausländische Zweigniederlassung eines Schweizer Emittenten erfolgt. Dafür sprechen auch praktische Bedürfnisse der Anleger. Die unter Schweizer Recht potentiellen Schwierigkeiten bei der Abänderung von Anleihebedingungen und die fehlende Gerichtspraxis zu diesen Bestimmungen sind wenig attraktiv; ausländisches Recht (z.B. Englisch Recht) ist hier häufig viel flexibler und für die Interessen von ABS Investoren letztlich besser geeignet und besser akzeptiert.

<sup>54</sup> Vgl. dazu BÜRGI JOHANNES A./WYSS LUKAS/MÜLLER THOMAS S., *Swiss securitisation is picking up speed*, *The Euromoney Securitisation & Structured Finance Handbook 2012/13*, London 2012, 69 ff., 69; ferner MOODYS INVESTOR SERVICE, *assignment of provisional ratings to ABS to be issued by Swiss Auto Lease 2012-1 GmbH*, press release March 6, 2012.

<sup>55</sup> Vgl. dazu BÜRGI/WYSS/MÜLLER (FN 54), 71.

## 2. Verbriefung von Autoleasingforderungen

a) *Struktur der ersten Autoleasing-Verbriefung in der Schweiz, die 2012 mit der Kotierung der dabei geschaffenen Effekten an der SIX Swiss Exchange abgeschlossen worden ist*



b) *Ausgewählte Rechtsfragen*

aa) *Zession von Leasingforderungen versus Vertragsübernahme im Lichte des True-Sale-Erfordernisses*

Die bloße Zession der Leasingforderungen an das SPV wäre im Konkurs des Originators u.U. problematisch:

Bei Qualifikation der in Zukunft fällig werdenden Leasingzahlungen als künftige Forderungen, würden diese nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts im Konkurs des Zedenten in dessen Konkursmasse fallen (Durchgangstheorie). Gemäss (umstrittener) Auffassung des Bundesgerichts sind auch in der Zukunft fällige Mietzinse unter einem Mietvertrag als künftige Forderungen im Sinne dieser Rechtsprechung zu qualifizieren.<sup>56</sup>

Leasingforderungen sind u.E. aber keine künftigen Forderungen:

<sup>56</sup> BGE 130 III 238.

Beim Leasing steht die Finanzierung im Vordergrund.

Die Leasingrate berechnet sich nach Höhe und Kosten der Finanzierung und nicht nach dem Gegenwert der Gebrauchsüberlassung für eine bestimmte Zeit.

Die Leasinggeberin ist vorleistungspflichtig, der Anspruch der Leasinggeberin entsteht bereits im Zeitpunkt der Finanzierung ungeachtet späterer Fälligkeiten der einzelnen Ratenzahlungen.

Trotzdem bleibt eine gewisse Rechtsunsicherheit der Gültigkeit der Zession bezüglich Leasingraten im Konkurs des Originators. Auch das Schicksal der Leasing-Verträge ist in diesem Fall ungewiss. Dieses „Restrisiko“ mag für gewisse Bankenfinanzierungen akzeptabel sein, eine Kapitalmarkttransaktion mit einem AAA Rating kann dagegen nicht mit einem risikobehafteten Transfer leben, da dieser Transfer das Herzstück der Ratinganalyse darstellt. Im Gegensatz zu den meisten anderen Asset-Kategorien (z.B. Kreditkartenforderungen oder Hypothekenzinsen) genügt deshalb eine blosser Zession der Leasing-Forderungen dem Erfordernis eines True-Sale nicht. Es war vielmehr erforderlich, die Leasing-Verträge mitsamt den Fahrzeugen auf das SPV zu übertragen.

Der Transfer der Leasing-Verträge und Fahrzeuge erfolgte mittels Vertragsübernahme durch das SPV. Die Zustimmung der Leasingnehmer wurde in den Leasingverträgen vorab eingeholt. Eine entsprechende Klausel ist heute in den meisten Leasingverträgen üblich (und keineswegs ungewöhnlich) und deckt zudem auch datenschutzrechtliche Erfordernisse sowie einen Verzicht auf das Bankgeheimnis (wo relevant) ab. Die Notifikation der Leasingnehmer ist keine zusätzliche Transfervoraussetzung. Eine detaillierte Legal Due Diligence über die unterliegende Vertragsdokumentation gibt Aufschluss über allfällige rechtliche Risiken des Portfolios.

Die Bewirtschaftung des Portfolios (Inkasso, Kundenbetreuung) übernimmt weiterhin der Originator im Auftrag des SPV.

Ein Nachteil der Vertragsübernahme ergibt sich daraus, dass mögliche Gewährleistungsansprüche nun gegen das SPV geltend gemacht werden könnten. Entsprechend ist eine detaillierte Analyse möglicher Gewährleistungsansprüche und weiterer Ansprüche notwendig, um dieses Risiko für das SPV

bzw. die Investoren praktisch auszuschliessen, verfügt das SPV doch in der Regel über keine zusätzlichen finanziellen Mittel.

*bb) Erfordernis der Zustimmung des Leasingnehmers als Gültigkeitserfordernis der Vertragsübernahme?*

*aaa) Allgemeines*

Wie oben dargestellt, erfolgt der Transfer der Leasing-Verträge und Fahrzeuge mittels Vertragsübernahme durch das SPV. Die Zustimmung der Leasingnehmer wurde in den Leasingverträgen vorab eingeholt. Eine entsprechende Klausel ist heute in den meisten Leasingverträgen üblich (und keineswegs ungewöhnlich) und deckt zudem auch datenschutzrechtliche Erfordernisse sowie einen Verzicht auf das Bankgeheimnis (wo relevant) ab. Die Notifikation der Leasingnehmer ist keine zusätzliche Transfervoraussetzung.

*bbb) Art. 261 OR*

Art. 261 OR bestimmt, dass Mietverträge über eine bewegliche oder unbewegliche Sache bei Eigentumsübertragung der Mietsache automatisch mit auf den Erwerber übergehen. Diese mietrechtliche Bestimmung muss sinnvollerweise auch für Leasingverträge gelten, macht es doch wenig Sinn, das Leasingobjekt (ähnlich wie ein Mietobjekt) ohne den dazu gehörenden Leasingvertrag (ähnlich wie den dazu gehörenden Mietvertrag) auf einen Dritten übertragen zu können. Nach wohl zutreffender Auffassung würden die Leasingverträge damit auch ohne Zustimmung des Leasingnehmers durch Übertragung des Eigentums an den Fahrzeugen eo ipso auf den Erwerber übergehen. Da sich unseres Wissens bisher aber noch kein Schweizer Gericht zu dieser Fragestellung äussern konnte, besteht ein gewisses Subsumptionsrisiko insbesondere vor dem Hintergrund, dass andere mietrechtliche Bestimmungen in der Regel nicht geeignet sind, analog auf Leasingverträge angewandt zu werden.



Auch eine Notifikation der Eigentumsübertragung ist bei einem Verkauf des Fahrzeuges nicht zwingend, sofern sie nicht als Sicherungsübereignung resp. Verpfändung zu qualifizieren ist.<sup>57</sup>

*ccc) Auswirkungen von Art. 8 revUWG?*

Der revidierte Art. 8 UWG hat eine wahre Flut von Publikationen hervorgerufen, in denen in aller Regel die Meinung vertreten wird, der revidierte Art. 8 UWG führe zu einem eigentlichen Paradigmenwechsel in der Vertragsinhaltskontrolle unter Schweizer Recht.<sup>58</sup> Teilweise wird dabei u.E. klar über das vom Gesetzgeber realistischerweise Beabsichtigte hinausgegangen.<sup>59</sup>

Nach der hier vertretenen Auffassung hat Art. 8 revUWG keine materiellen Auswirkungen auf die hier diskutierten Fragestellungen, weil insbesondere die in Frage stehenden Zustimmungsklauseln nach unserem Verständnis schon heute in aller Regel unmissverständlich und klar formuliert sind und einem ausgewiesenen Bedürfnis (Refinanzierung) entsprechen, das keineswegs gegen Treu und Glauben verstösst.<sup>60</sup>

<sup>57</sup> BK-STARK Art. 924 ZGB N 19 ff., 29 und 43 sowie BAK-ERNST Art. 924 ZGB N 9, 15 und 19.

<sup>58</sup> A.M. ABEGGLEN THOMAS/COENDET THOMAS/GROSS DOMINIQUE, Aspekte der AGB-Kontrolle im Bankbereich, in: EMMENEGGER (Hrsg.), Das Bankkonto, Schweizerische Bankrechtstagung 2013, Basel 2013, 83 ff.

<sup>59</sup> Vgl. dazu u.a. KOLLER THOMAS, Art. 8 UWG: eine Auslegeordnung, in: EMMENEGGER (Hrsg.), Das Bankkonto, Schweizerische Bankrechtstagung 2013, Basel 2013, 17 ff., 26 ff. sowie SCHMID JÖRG, Grundpfandrechte und der neue Art. 8 UWG, in: EMMENEGGER (Hrsg.), Immobilienfinanzierung, Schweizerische Bankrechtstagung 2012, Basel 2012, 71 ff., 88 ff. je m.w.N.

<sup>60</sup> So ist insbesondere die in der einschlägigen Publikation von JÖRG SCHMID vertretene Ansicht (SCHMID [FN 59], 118), dass eine in den AGB enthaltene Zustimmung zur Weiterübertragung von Schuldbriefen gegen Art. 8 UWG verstösst, kaum gedeckt von den Materialien und Diskussionen im Gesetzgebungsprozess. Gleichzeitig gilt festzuhalten, dass die Revision von Art. 8 UWG ebensowenig auf die Unterbindung der Zustimmung zu Vertragsübertragungen in AGB abzielte. In diesem Sinne ist bei der Reflektion von Art. 8 UWG grundsätzlich mehr Vorsicht geboten. (Zu) vieles wird u.E. etwas vorschnell hineininterpretiert, insb. ohne dass das bestehende Normengefüge in systematischer Weise mitberücksichtigt würde. Hierzu sei

cc) *Verrechnungsrisiko und Einlegerschutz*

Ein wesentliches Risiko jeder ABS-Transaktion ist das Verrechnungsrisiko. Es muss sichergestellt werden, dass die Schuldner der verbrieften Forderungen ihre Schuld nicht mit anderweitigen Forderungen gegen das SPV verrechnen können.

Art. 169 Abs. 1 OR statuiert, dass der Schuldner Einreden, die ihm gegenüber dem Zedenten zustanden, auch gegenüber dem Zessionar geltend machen darf, wenn sie schon zu der Zeit vorhanden waren, als der Schuldner von der Abtretung Kenntnis erhielt. Damit wird das von Art. 120 OR verlangte Erfordernis der Gegenseitigkeit von Haupt- und Verrechnungsforderung im Bereich des Zessionsrechts aufgehoben.

Häufig beinhalten Standarddokumentationen deshalb Verrechnungsverzichtserklärungen der Kunden wie z.B. der Leasingnehmer. Erfolgt ein solcher Verrechnungsverzicht generell und nicht im Hinblick auf eine zu erfolgende Abtretung, hält ein Verrechnungsverzicht nach der hier vertretenen Auffassung auch vor Art. 19 KKG stand, insbesondere wenn es sich bei den Gegenforderungen um Forderungen handelt, welche nicht dem Konsumkreditgesetz unterstehen.<sup>61</sup> Dazu kommt bei einer Vertragsübertragung (statt einer blossen Zession von Forderungen), dass zumindest fraglich sein kann, ob Art. 19 KKG auf solche Sachverhalte überhaupt Anwendung findet. An diesem Ergebnis ändert u.E. auch der revidierte Art. 8 UWG nichts.<sup>62</sup>

Der überarbeitete Einlegerschutz Schweizer Banken kann hier eine zusätzliche Hilfe sein, reduziert der Einlegerschutz doch praktisch betrachtet den Anreiz der Schuldner, nach Verrechnungsmöglichkeiten zu suchen. Rating-

---

an dieser Stelle auf die Analyse von AHMET KUT und DEMIAN STAUBER verwiesen (KUT AHMET/STAUBER DEMIAN, Die UWG-Revision vom 17. Juni 2011 im Überblick mit Berücksichtigung der Änderungen der Preisbekanntgabeverordnung, Jusletter 20. Februar 2012, 1 ff., 17 ff.).

<sup>61</sup> BK-GIGER, Der Konsumkredit, § 19 N 198.

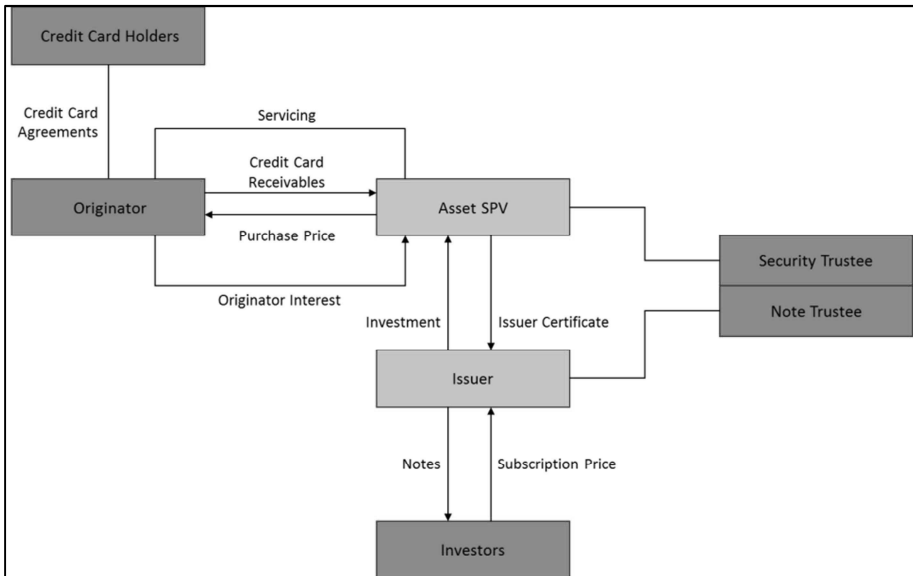
<sup>62</sup> Es wäre für Leasinggesellschaften allenfalls zu überlegen, ob man den Leasingnehmern eine Vertragsdokumentation „light“ anbieten möchte, welche ohne Verrechnungsverzicht und Zustimmung zur Übertragung etc. auskommt, dafür aber zu höheren Gebühren abgerechnet wird, um die zusätzlichen Kosten abzudecken (vgl. dazu KUT/STAUBER [FN 60], 19).

agenturen haben in einer Transaktion diese Regelungen als zumindest gleichwertig zu den entsprechenden Regelungen im Vereinigten Königreich beurteilt, was eine Reduktion der Verrechnungsreserve in der Transaktionsstruktur ermöglichte.

### 3. Verbriefung von Kreditkartenforderungen

#### a) Transaktionsstruktur

Die erste Kreditkarten-Verbriefung in der Schweiz, die 2012 mit der Kotierung der dabei geschaffenen Effekten an der SIX Swiss Exchange abgeschlossen worden ist, verwendete die folgende Transaktionsstruktur:



#### b) Ausgewählte Rechtsfragen

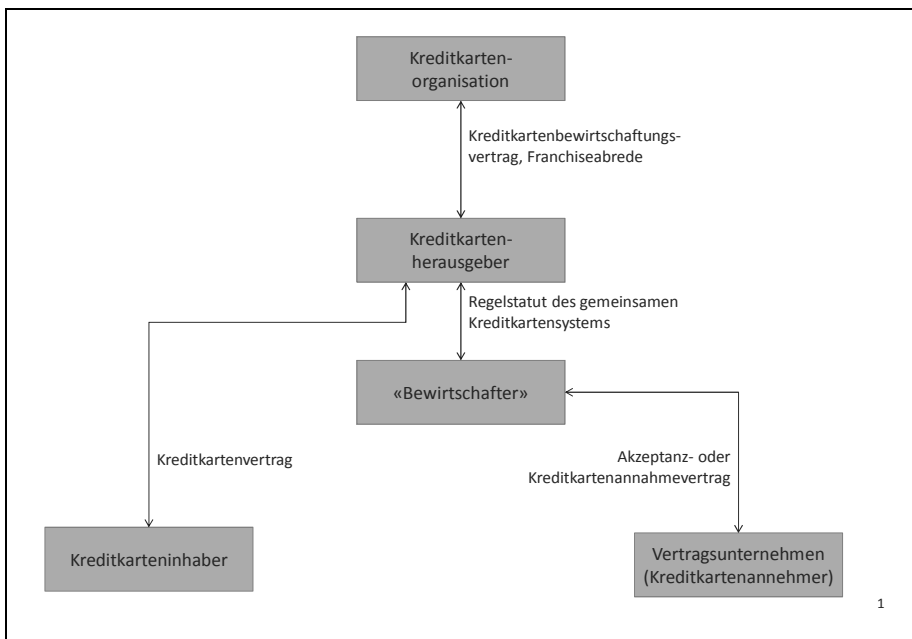
##### aa) Allgemeines

Es stellten sich ähnliche, teilweise identische Rechtsfragen, wie bei der oben dargestellten ABS-Transaktion mit unterliegenden Leasingverträgen. Im Unterschied zum Leasingbereich, stellte sich die Problematik der Qualifika-

tion von Forderungen als künftige Forderungen gemäss der bundesgerichtlichen Rechtsprechung im Kreditkartenbereich nicht bzw. nur sehr eingeschränkt in Bezug auf einige wenige Sachverhaltskonstellationen.

*bb) Rechtliche Qualifikation der Kreditkartenabrede*

Die Kreditkartenabrede begründet ein abstraktes Rechtsverhältnis zwischen Kreditkartenherausgeber und Kreditkartenschuldner, welches unabhängig vom jeweiligen rechtlichen Verhältnis zwischen Kreditkartenschuldner und Händler (z.B. Kauf eines Konsumgutes) bzw. Kreditkartenherausgeber und Händler besteht. Die abgetretene Forderung aus Kreditkartenvertrag ist damit insbesondere nicht identisch mit der Forderung des Händlers auf Bezahlung des Kaufpreises und folgt auch einer separaten Einredeordnung gemäss Kreditkartenvertrag.



Das sog. qualifizierte Kreditkartensystem ist vom sog. einfachen Kreditkartensystem, bei welchem der Kartenaussteller gleichzeitig das Unternehmen ist, bei welchem bargeldlos Waren oder Dienstleistungen bezogen werden können, zu unterscheiden.<sup>63</sup>

Zur rechtlichen Qualifikation des Zahlungsanspruches im Akzeptanzverhältnis werden verschiedene Ansätze vertreten, doch ist mit ARTER/JÖRG dafür zu halten, dass die Konstruktion über die Annahme einer Anweisung des Karteninhabers und die Abgabe eines Schuldbekenntnisses nach Art. 17 OR die am besten geeignete Erklärungsform für Kreditkartenzahlungen darstellt, indem lediglich das abstrakte Schuldbekenntnis dem Vertragsverhältnis zwischen den Parteien gerecht wird, welches auf eine primäre, von einer vorrangigen Inanspruchnahme des Karteninhabers unabhängige Leistungspflicht der Kreditkartenorganisation gegenüber dem Vertragsunternehmen gerichtet ist.<sup>64</sup>

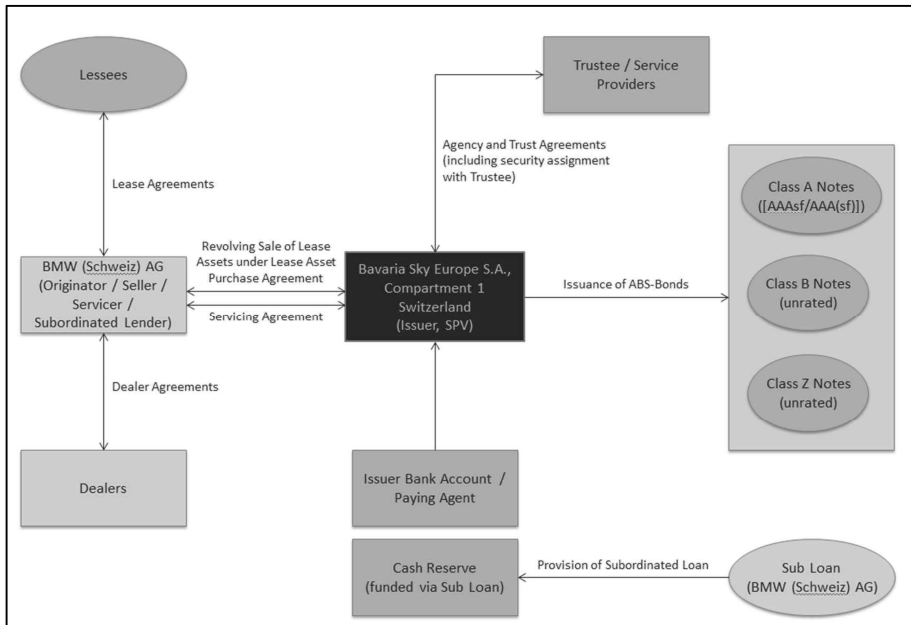
#### **4. Weitere Entwicklungen seit November 2012**

Seit der Tagung im November 2012 sind weitere ABS-Transaktionen erfolgreich durchgeführt worden.

---

<sup>63</sup> ARTER OLIVER/JÖRG FLORIAN S., Kreditkartenverträge – unter besonderer Berücksichtigung von Rückbelastungsklauseln, AJP 2004, S. 425 ff., 425.

<sup>64</sup> ARTER/JÖRG (FN 63), 436.



BMW hat über die konzernneigene Bavaria-Plattform eine ABS-Transaktion mit Schweizer Leasingverträgen strukturiert und am Schweizer Kapitalmarkt platziert. Credit Suisse/Swisscard sowie GE Money Bank haben je eine zweite ABS-Transaktion strukturiert und am Schweizer Kapitalmarkt platziert.

Weitere Transaktionen neuer Originators scheinen wahrscheinlich, zudem werden Privatplatzierungen über Commercial Paper Conduits Plattformen oder direkt bei institutionellen Investoren an Beliebtheit gewinnen.

## VII. Schlussbemerkungen

Paradoxerweise gab es seit dem Aufkommen von Verbriefungen Ende der 1990-er Jahre in der Schweiz nie so viele Verbriefungstransaktionen wie in den letzten 24 Monaten. Neben den bekannten öffentlichen Transaktionen gab es auch eine Vielzahl von privaten Conduit-Transaktionen mit Schweizer Beteiligung. Dieser Trend dürfte sich in den nächsten Monaten und Jahren vor dem Hintergrund steigender Diversifikationsbedürfnisse der Originators

und regulatorischer Vorgaben an die Finanzindustrie eher noch fortsetzen. Es ist heute nicht mehr so einfach, einen syndizierten Kredit über mehrere Hundert Millionen Franken zu kompetitiven Bedingungen erhältlich zu machen, wogegen der schweizerische und internationale Kapitalmarkt ABS Produkten mit qualitativ hochstehenden Assets weiterhin sehr positiv gegenübersteht.<sup>65</sup> Heute dürfte eine ABS-Transaktion für einen Originator trotz höheren Strukturierungskosten auch wirtschaftlich gegenüber einer klassischen Bankfinanzierung attraktiv sein.<sup>66</sup>

Dies ist insbesondere auch für Schweizer KMUs von grosser Bedeutung, da diese mangels eines eigenen Ratings über keinen direkten Zugang zum Kapitalmarkt verfügen. Die Schweiz tut gut daran, diese volkswirtschaftlich wünschenswerte Diversifikation von Finanzierungsquellen für die Schweizer Unternehmen nach Möglichkeit zu fördern bzw. jedenfalls nicht zu behindern.

Viele europäische Staaten verfügen über eine gesonderte Verbriefungsgesetzgebung, welche Verbriefungen fördert (z.B. Sondergesetze für Leasingforderungen in Deutschland oder spezielle Steuergesetze in Luxembourg, Spezialgesetze für die *Fonds Commun de Titrisation* (FCT) in Frankreich); in Deutschland besteht seit einigen Jahren die sog. True Sale Initiative, welche zwar privatwirtschaftlich organisiert ist, aber sehr eng mit der Politik und den Behörden vernetzt ist.<sup>67</sup>

Eine solche staatliche oder parastaatliche Förderung besteht in der Schweiz nicht; es ist aber erfreulich, dass über die letzten Jahre in Zusammenarbeit mit zuständigen Behörden auf regulatorischer und steuerlicher Ebene innerhalb der bestehenden Rechtsordnung mit einem gewissen Pragmatismus Strukturen entwickelt werden konnten, welche den Marktbedürfnissen von Originators, Investoren und Ratingagenturen entsprechen.

---

<sup>65</sup> Vgl. zu den internationalen Tendenzen ferner KENSELL STEPHEN/KRISCHER DAVID, *Light or shade? The future of bank-intermediated credit*, Allen & Overy Global Intelligence Unit, London 2012, 1 ff.

<sup>66</sup> Wie lange sich die historisch einmalig tiefen Spreads halten werden, bleibt abzuwarten, aber eine Trendwende ist jedenfalls nicht unmittelbar in Sicht.

<sup>67</sup> <<http://www.true-sale-international.de/unternehmen/tsi-im-ueberblick/>> (zuletzt besucht am 18.10.2013).