

SHIRO ANGELÉ

Das Rating von CDOs

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
17*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

17



Shiro Angelé

Das Rating von CDOs

Mohr Siebeck

Shiro Angelé, geboren 1982; Studium der Rechtswissenschaft in Freiburg mit Schwerpunkt Handels- und Wirtschaftsrecht; Referendariat am LG Karlsruhe; 2014 Promotion; seit 2014 Rechtsanwalt in Düsseldorf.

ISBN 978-3-16-153397-6 / eISBN 978-3-16-158817-4 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

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

© 2014 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Kirchheim/Teck gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2013/2014 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen.

Meinem hochverehrten Doktorvater, Herrn Professor Dr. Dres. h. c. Rolf Stürner, gilt mein ganz besonderer Dank. Seine fachliche und persönliche Betreuung hätte ich mir nicht besser wünschen können. Bereits seine Vorlesungen haben einen prägenden Eindruck auf mich hinterlassen, so dass ich seine Unterstützung als großes Glück empfinde. Herrn Professor Dr. Marc-Philippe Weller habe ich für die Übernahme und ausgesprochen zügige Erstellung des Zweitgutachtens zu danken.

Der Studienstiftung des deutschen Volkes bin ich für ihre großzügige Unterstützung, welche häufig erst den Freiraum für weitergehendes Engagement geschaffen hat, zum Dank verpflichtet.

Danken möchte ich ferner Herrn Dr. Erich Baur und Herrn Wolfram Nettersheim, welche mir mit ihrer wertvollen Kritik eine große Hilfe waren.

Von ganzem Herzen möchte ich schließlich meinen Eltern und jenen Menschen aus meinem persönlichen Umfeld danken, die mit ihrer Unterstützung maßgeblich zum Entstehen dieser Arbeit beigetragen haben.

Düsseldorf, im April 2014

Shiro Angelé

Inhalt

Vorwort	V
A. Einführung	1
B. Grundlagen	5
I. <i>Forderungsverbriefung</i>	5
1. Grundstruktur	5
2. Sicherungsmaßnahmen	7
3. Strukturierte Finanzprodukte	8
4. Interessenkonflikte	10
II. <i>Credit Default Swaps</i>	10
III. <i>Ratingagenturen und Ratings</i>	12
1. Ratingagentur und Rating	12
2. Wirtschaftliche Funktion von Ratings	14
IV. <i>Ausführungen mit wirtschaftswissenschaftlichem oder finanzmathematischem Hintergrund</i>	15
C. Die Rolle der Ratingagenturen in der Finanzkrise	16
I. <i>Ausgangssituation</i>	17
II. <i>Die Krise und der Einfluss von Ratings</i>	25
III. <i>Mögliche Ursachen</i>	29
1. Interessenkonflikte	29
2. Mangelnder Wettbewerb	30
3. Abhängigkeit von Ratings	31
a) „Unmittelbare Abhängigkeit“	31
b) „Mittelbare Abhängigkeit“	31
4. Rechtzeitigkeit von Ratings	32
5. Fehlende Aufsicht	33
6. Unzureichende Haftungsregelungen für Ansprüche von Investoren gegen Ratingagenturen	33
7. Fehlerhafte Methoden	34

<i>IV. Einordnung der Ursachen</i>	35
1. Systematisierung	36
a) Qualität von Ratings	36
aa) Inhaltliche Komponente	36
bb) Zeitliche Komponente	37
b) Verwendung von Ratings	37
2. Bewertung	38
a) Verbesserung der Qualität von Ratings	39
b) Verhältnis zwischen der Qualität von Ratings zu deren Verwendung	41
c) Bedeutung der Finanzprodukte	44
d) Ausgleich durch den Reputationsmechanismus	46
<i>V. Zusammenfassung</i>	51
D. Eine Einführung in CDOs	53
<i>I. Aktivseite</i>	53
1. Cash CDOs	53
a) „Einfache“ Forderungen	53
b) Strukturierte Finanzprodukte	54
2. Synthetische CDOs	55
<i>II. Passivseite</i>	56
<i>III. Strukturierung</i>	57
1. Konstanter oder dynamischer Forderungspool	58
2. Weitere Risikofaktoren	59
a) Kreditrisiken	59
b) Risikoverteilung auf Tranchen	59
aa) Art des Risikos	59
bb) Konzentrationsrisiko	60
cc) „Hebelwirkung“	61
c) Zins- und Währungsrisiken	62
d) Vertragsparteien als Risiko	63
e) Vorzeitige Beendigung	64
f) Rechtliche Risiken	64
<i>IV. Zusammenfassung</i>	65
E. Eine Einführung in die Kreditrisikomessung	67
<i>I. Grundbegriffe der Stochastik</i>	67
<i>II. Grundbegriffe der Kreditrisikomessung</i>	71
1. Ausfallereignis, Ausfallwahrscheinlichkeit und historische Ausfalldaten	71

2. Verlust und Verlustverteilung	73
3. Erwarteter und unerwarteter Verlust	76
4. Diversifikation und Korrelation	76
F. Das Rating von CDOs	78
<i>I. Verständnis der Ratingagenturen von Ratings</i>	<i>78</i>
<i>II. Moody's</i>	<i>79</i>
1. Binomial Expansion Technique	80
a) Eigenschaften der idealisierten Forderungen	80
b) Anzahl der idealisierten Forderungen (Diversity Score)	82
c) Verlustverteilung des Forderungspools	83
d) Zahlungsströme	83
e) Ratingnote	86
f) Anpassungen an eine konkrete Forderungsverbriefung	86
g) Zusammenfassung zur BET	87
2. Weiterentwicklungen der Binomial Expansion Technique	88
a) Binomial Expansion Technique mit alternativem Diversity Score	88
b) Correlated Binomial Expansion Technique	89
3. Reaktionen auf die Finanzkrise	93
4. Zusammenfassung	94
<i>III. S&P</i>	<i>95</i>
1. Monte-Carlo-Simulation	95
a) Ausfallwahrscheinlichkeit	95
b) Nachbildung von Korrelationen	96
c) Verlustverteilung	100
d) Scenario Default Rate	101
2. Zahlungsströme	102
3. Ratingnote	105
4. Reaktionen auf die Finanzkrise	105
5. Zusammenfassung	106
<i>IV. Stellungnahme</i>	<i>106</i>
1. Die Ratingmethoden von Moody's und S&P im Vergleich	106
a) Verlustverteilung	106
b) Zahlungsströme	110
2. Korrelationen	111
3. Wertungsfragen, Mathematik und die Natur von Ratings	116
4. Schlussfolgerungen	120
a) Qualität von Ratings	120
aa) Inhaltliche Komponente	120
bb) Zeitliche Komponente	122
cc) Zusammenfassung	124

b) Verwendung von Ratings	124
c) Rolle der Finanzprodukte	127
d) Reputationsmechanismus	129
5. Übertragbarkeit auf andere Finanzprodukte	131
6. Zusammenfassung	132
G. Die Haftung für fehlerhafte Ratings	134
I. <i>Rechtslage in Deutschland</i>	134
1. Anspruchsgrundlage	135
a) Anspruchsgrundlagen des Emittenten	136
aa) Vertragliche Anspruchsgrundlagen	136
bb) Deliktische Anspruchsgrundlagen	139
b) Anspruchsgrundlagen des Verwenders	140
aa) Vertragliche und quasi-vertragliche Anspruchsgrundlagen	141
bb) Deliktische Anspruchsgrundlagen	143
2. Kriterien für ein fehlerhaftes Rating	144
II. <i>Rechtspolitische Begründung der Haftung</i>	147
III. <i>Stellungnahme</i>	149
1. Rechtslage in Deutschland	149
a) Ratingvertrag	149
b) Das fehlerhafte Rating	152
aa) Formale Ebene	154
bb) Materielle Ebene	156
cc) Einfluss der Rating-VO	161
c) Ratings und die Meinungsfreiheit	164
d) Verschuldensmaßstab	165
e) Schaden und Mitverschulden	166
f) Kohärenz	173
2. Rechtspolitische Begründung der Haftung	176
a) Haftungsrechtliches und praktisches Gleichgewicht	176
b) Anreiz und Vertretbarkeit	178
c) Rechtspolitische Sicht	179
3. Europäische Haftungsnorm	180
a) Übermäßiger Rückgriff	181
b) Relevante Verstöße	182
c) Verschuldensmaßstab	184
d) Verhältnis zum nationalen Recht	184
4. Zusammenfassung	185

H. Die Regulierung von Ratingagenturen	187
I. Anreizstruktur der Verwender	188
1. Unabhängige Bewertungen	188
2. Transparenz	195
II. Anreizstruktur der Ratingagenturen	200
1. Aufsichtsrechtlicher Ansatz	200
a) Kosten	201
b) Innovationsfähigkeit	202
c) Markteintritt	206
d) Verantwortung der ESMA	206
2. Wettbewerb	208
3. Interessenkonflikte und Vergütungsmodell	211
a) Vermeidung und Verringerung von Interessenkonflikten	212
b) Veränderung des Vergütungsmodells	216
4. Staatliche Ratingagentur	220
III. Novellierung der Rating-VO	221
1. Anreizstruktur der Verwender	222
a) Unabhängige Bewertungen	222
b) Transparenz	225
2. Anreizstruktur der Ratingagenturen	226
a) Aufsichtsrechtlicher Ansatz	226
b) Wettbewerb	229
c) Interessenkonflikte und Vergütungsmodell	232
aa) Externe Rotationspflicht	232
bb) Sonstige Maßnahmen	240
d) Staatliche Ratingagentur	241
IV. Abschließende Stellungnahme	242
1. Art der Regulierung	242
2. Umfang der Regulierung	244
V. Zusammenfassung	248
I. Vergleich zur Rechtslage in den Vereinigten Staaten	250
I. Haftung	250
1. Contract Law	251
2. Tort Law	252
3. Securities Laws	257
II. Regulierung	261
1. Regulierungskonzept	262
2. Vergleichende Betrachtung einzelner Vorschriften	263

a) Anreizstruktur der Verwender	263
b) Anreizstruktur der Ratingagenturen	265
aa) Aufsichtsrechtlicher Ansatz	266
bb) Wettbewerb	268
cc) Interessenkonflikte und Vergütungsmodell	270
dd) Staatliche Ratingagentur	272
3. Stellungnahme	273
<i>III. Zusammenfassung</i>	<i>274</i>
J. Schlussbetrachtung	275
Literaturverzeichnis	279
Sachverzeichnis	307

A. Einführung

Ratingagenturen stehen in der Kritik. Enron, WorldCom, Finanz- und Eurokrise lauten die Stichworte, mit denen viele die Vorstellung ungerechtfertigter Bonitätsbeurteilungen verbinden.¹ Zugleich soll ihr Urteil ein Gewicht haben, das die Stabilität des Finanzsystems bedrohen oder Staaten in finanzielle Bedrängnis bringen kann.² Unter diesen Umständen werden Ratings zunehmend als Gefahr verstanden. Spätestens die Finanzkrise hat der Welt vor Augen geführt, dass eine freiwillige Regulierung in Form des von der *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) erstellten Verhaltenskodex offenbar nicht reicht, um diesem Risiko zu begegnen. Inzwischen hat man erwartungsgemäß mit weitreichenden aufsichtsrechtlichen Gesetzgebungsakten reagiert.³ In der Europäischen Union geschah dies im Jahr 2009 mit dem Erlass der Verordnung Nr. 1060/2009/EG (Rating-VO), die implizit auch vor dem Hintergrund der Dominanz der amerikanischen Ratingagenturen zu sehen ist,⁴

¹ *Sinclair*, *The New Masters of Capital*, 2005, S. 154, Fn. 20; *Langohr/Langohr*, *The rating agencies and their credit ratings*, 2008, S. 189 f.; *García Alcubilla/Ruiz del Pozo*, *Credit Rating Agencies on the Watch List*, 2012, S. 27 f.; vgl. auch die Beispiele bei *Blickle*, *Die Regulierung von Ratingagenturen durch die Europäische Union*, 2013, S. 21 ff.; *Mussler/Plickert*, *EU-Kommission will Rating für gestützte Euro-Staaten verbieten*, FAZ v. 12. 07. 2011, www.faz.net (Stand v. 25. 09. 2013).

² Häufig wird hierfür die – wohl nicht ganz ernst gemeinte – Aussage des Journalisten *Thomas Friedman* zitiert, nach der *Moody's* neben den Vereinigten Staaten die einzig verbliebene Supermacht sei, welche ein Land mit einer Herabstufung wie mit Bomben zerstören könne, s. *Friedman*, *Foreign Affairs*; *Don't Mess With Moody's*, *New York Times* v. 22. 02. 1995, www.nytimes.com (Stand v. 25. 09. 2013); übertrieben *Däubler*, *Wer kontrolliert die Rating-Agenturen?*, *NJW* 2003, 1096; *ders.*, *Rechtskontrolle von Rating-Agenturen?*, *KJ* 2012, 18, 21; grundsätzlich zur politischen Relevanz von Ratings s. *Rosenbaum*, *Der politische Einfluss von Rating-Agenturen*, 2009, S. 43 ff. nebst einem an den Finanzierungskosten orientierten Modell ab S. 85; für weitere Nachweise der öffentlichen Debatte s. *Braun*, *Die Regulierung der Ratingagenturen im Kontext der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise*, 2013, S. 35 ff.

³ Hiervon auszunehmen ist die mittelbare Regulierung, welche bereits zuvor im Rahmen von Basel II stattgefunden hat, hierzu bei *Herfurth*, *Die Regulierung von Ratingagenturen unter Basel II*, 2010.

⁴ Verordnung Nr. 1060/2009/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen v. 16. 09. 2009, ABl. Nr. L 302/1; zu vorherigen Bemühungen *Deipenbrock*, *Was ihr wollt oder der Widerspenstigen Zähmung? – Aktuelle Entwicklungen der Regulierung von Ratingagenturen im Wertpapierbereich*, *BB* 2005, 2085, 2088 ff.; zum Versuch eine europäische Ratingagentur zu etablieren *Habersack*, *Rechtsfragen des Emittenten-Ratings*,

und zuletzt durch Verordnung Nr. 462/2013/EU (Novelle) wesentlich ergänzt und erweitert wurde.⁵ Die Vereinigten Staaten haben 2006 mit dem *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA) vor- und 2010 mit einer Passage im äußerst umfangreichen *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Dodd-Frank Act) nachgelegt.⁶ Organisatorisch wurden die Aufsichtsbefugnisse in Europa bei der *European Securities and Markets Authority* (ESMA) und in den Vereinigten Staaten bei einer neuen Abteilung der *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), dem *Office of Credit Ratings* (OCR), gebündelt.

Vor allem die europäische Regulierung soll Gegenstand der nachfolgenden Untersuchung sein. Allerdings wird weder die Darstellung der Regulierung in ihrer Gesamtheit noch einzelner Vorschriften im Detail angestrebt.⁷ Ausgangspunkt ist vielmehr die Beschreibung der Ratingmethoden jener Finanzprodukte, die für viele als Höhepunkt der Fehlentwicklungen gelten, welche schließlich in der Finanzkrise mündeten. Die juristische Perspektive tritt insofern zunächst einmal in den Hintergrund. Verbunden damit ist die Hoffnung, die Arbeits- und Denkweise der Ratingagenturen ebenso wie die Natur von Ratings auch jenseits der üblicherweise betrachteten Unternehmensanleihen – auch ohne finanzmathematische Kenntnisse – besser nachvollziehbar machen zu können. Dies dient der Ableitung allgemeiner Kriterien, mit deren Hilfe Regulierungskonzepte, aber auch einzelne Vorschriften übergreifend bewertet werden sollen.

Konkret befasst sich die Untersuchung mit dem Rating spezieller Wertpapiere, den *collateralized debt obligations* (CDOs), die im Zuge der Finanzkrise zu unrühmlicher Bekanntheit gelangt sind. Den Ratingagenturen wird vorgeworfen, unterschiedliche Forderungsverbriefungen unzutreffend bewertet und damit einen wesentlichen Beitrag zur Finanzkrise geleistet zu haben.⁸ Dabei geht es zum einen um sog. *mortgage backed securities* (MBS), denen

ZHR 169 (2005), 185, 187; zum amerikanischen Duopol s. *Blaurock*, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?, ZGR 2007, 603, 606; *Everling/Trieu*, Ratingagenturen weltweit, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Handbuch Rating, 2. Auflage, 2007, S. 98; missverständlich daher *Luttermann*, Kopernikanische Wende zum Wahrheitsgebot oder eine europäische Ratingagentur nach US-Mustern?, EWS 2011, 330; allgemein zu den Ressentiments *Hackhausen*, Das Märchen von der amerikanischen Verschwörung, Handelsblatt v. 17.01.2012, www.handelsblatt.com (Stand v. 25.09.2013).

⁵ Verordnung Nr. 462/2013/EU des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen v. 21.05.2013, ABl. Nr. L 146/1. Da es sich dabei bereits um die zweite Novelle handelt, wird sie häufig auch als „CRA III“ abgekürzt.

⁶ Für einen Überblick über den Dodd-Frank Act s. *Cluchey*, The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Frank Protect Us from the Next Crisis?, 2011, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=1831661> (Stand v. 25.09.2013).

⁷ *Stemper*, Rechtliche Rahmenbedingungen des Ratings, 2010; *García Alcubilla/Ruiz del Pozo*, Credit Rating Agencies on the Watch List, 2012.

⁸ FCIC-Report, Official Government Edition, S. 155.

grundpfandrechlich besicherte Darlehen als wirtschaftliche Grundlage dienen.⁹ Nicht selten waren die Darlehensschuldner von zweifelhafter Bonität und die MBS in der Folge nur zweitklassig (*sub-prime*). Zum anderen geht es um besagte CDOs, welche man – obgleich nicht ausschließlich – als eine weiterentwickelte Form von MBS ansehen kann. Sie zeichnen sich vor allem dadurch aus, dass sie aus ganz unterschiedlichen Forderungstypen, womöglich auch nur aus schuldrechtlichen „Schattenbildern“ zusammengesetzt sein können.¹⁰ Vor der Finanzkrise waren dies zu einem großen Teil MBS, sodass man mittels eines vergleichsweise komplizierten und intransparenten Verfahrens „Verbriefungen von Verbriefungen“ erschuf. Typischerweise verwendete man hierfür riskantere MBS mit schlechterem Rating, die – mit einer nicht ganz von der Hand zu weisenden Logik – zu CDOs mit Bestnote verwandelt werden konnten. Bisweilen wurde dieser Vorgang ein weiteres Mal wiederholt, was zu *CDO-squared*, also „CDOs hoch zwei“ führte – selbstredend ebenfalls mit Bestnoten.¹¹ Die Finanzkrise hat gezeigt, dass diese Vorgänge tatsächlich etwas alchemistisches an sich hatten und es daher nur eine Frage der Zeit war, bis gleichsam der Glaube an die Zauberkünste der weniger erfreulichen Realität weichen sollte.¹² In der Folge waren die Ratingagenturen gezwungen, ihre Bewertungen erheblich zu korrigieren. Sie gaben den CDOs reihenweise deutlich schlechtere Ratings, was nur noch zur Verschärfung der sich ausbreitenden Finanzkrise beitrug.

Wirtschaftlich sind CDOs heute verhältnismäßig unbedeutend, obgleich eine Rückkehr solcher Finanzprodukte – womöglich unter anderem Namen – nicht auszuschließen ist.¹³ Gleichwohl stehen sie stellvertretend für besonders komplexe, flexibel gestaltbare Forderungsverbriefungen, an denen sich die Kritik an Ratings in besonderem Maße entzündet hat. Sie erscheinen daher als geeignet, um an ihrem Beispiel die bisherigen rechtswissenschaftlichen

⁹ Man könnte hier statt von „wirtschaftlicher Grundlage“ auch von „Sicherheit“ sprechen. Das wäre jedoch etwas missverständlich. Es bliebe außer Betracht, dass der durch die grundpfandrechlich besicherten Darlehen gebildete Forderungspool die einzige Vermögensmasse ist, welche den Erwerbern zur Befriedigung ihrer Ansprüche zur Verfügung steht.

¹⁰ Vgl. die Übersicht bei *Langohr/Langohr*, *The rating agencies and their credit ratings*, 2008, S. 142.

¹¹ Kritisch dazu *Kübler*, *Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefungen – Ursachen und Herausforderungen*, FS Schwark, 2009, S. 508.

¹² Dies ist bewusst überspitzt formuliert. Theoretisch ist es durchaus möglich, auch solchen Konstruktionen hervorragende Ratings zu geben. Allerdings werden die Bewertungen im Vergleich zu Ratings einfacherer Finanzprodukte fehleranfälliger.

¹³ CDOs sind tot, es leben Re-Remics!, *Wirtschaftsblatt* v. 08.07.2008, www.wirtschaftsblatt.at (Stand v. 25.09.2013); *Frühau*, *Deutsche Bank verkauft wieder undurchsichtige Kreditbündel*, *FAZ* v. 24.01.2013, www.faz.net (Stand v. 25.09.2013); *Popper*, *Wall St. Redux: Arcane Names Hiding Big Risk*, *New York Times* v. 18.04.2013, www.nytimes.com (Stand v. 25.09.2013).

Erkenntnisse und regulatorischen Vorgaben zu überprüfen.¹⁴ Die mit Blick auf die Eurokrise besonders relevanten Ratings von Ländern sollen indes nicht behandelt werden.

¹⁴ Gerichte haben sich in Deutschland kaum mit dem Thema Rating auseinandersetzen müssen. So gibt es lediglich ein Urteil des KG Berlin vom 12.05.2006, Az. 9 U 127/05 und ein zurzeit rechthängiges Verfahren vor dem LG Frankfurt a. M., vgl. *Jahn*, Erster Anleger klagt in Deutschland, F.A.Z. v. 07.06.2010, www.faz.net (Stand v. 25.09.2013); ein Zusammenhang mit CDOs besteht indes nicht.

B. Grundlagen

Die nachfolgenden Ausführungen dienen zunächst dazu, diejenigen Begriffe zu erläutern und zu definieren, auf die im späteren Verlauf wiederkehrend Bezug genommen wird. Nach einem Überblick über Forderungsverbriefungen (unter I.) sowie *credit default swaps* (unter – II.) sollen die Grundlagen zu Ratingagenturen und Ratings skizziert werden (unter III.). Schließlich sind einige Anmerkungen zu Ausführungen mit wirtschaftswissenschaftlichem oder finanzmathematischem Hintergrund geboten (unter IV.).

I. Forderungsverbriefung

Fragen der Forderungsverbriefung sind nicht Gegenstand der weiteren Untersuchung.¹ Zur späteren Beschreibung von CDOs bedarf es allerdings einiger Grundlagen, sodass eingangs die Grundstruktur (unter 1.) dargestellt werden soll. Ergänzt wird dies durch Erläuterungen zu Sicherungsmaßnahmen (unter 2.) und dem Begriff des strukturierten Finanzprodukts (unter 3.).² Darüber hinaus wird noch kurz auf die bei Forderungsverbriefungen auftretenden Interessenkonflikte hingewiesen (unter 4.), da diese für das Verständnis der Finanzkrise nicht unerheblich sind.

1. Grundstruktur

Das nachfolgende Beispiel soll der schematischen Veranschaulichung einer Forderungsverbriefung dienen:³

¹ Vgl. hierzu aus rechtswissenschaftlicher Sicht etwa: *Klüwer*, Asset-Backed Securitisation, 2001; *Bosak*, Asset Backed Securities, 2006; *Ramos-Muñoz*, The Law of Transnational Securitization, 2010, S. 10 ff.

² Eingehender zur Struktur von CDOs in Kapitel D.

³ Vertiefend zur Struktur von Forderungsverbriefungen: *Fabozzi*, Securitization: The Tool of Financial Transformation, Yale ICF Working Paper No. 07-07, 2007, S. 3 ff., abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=997079> (Stand v. 25.09.2013). Es gab zwar eine gesetzliche Definition der Forderungsverbriefung in § 1b KWG, jedoch umfasste diese nicht alle für die nachfolgende Untersuchung notwendigen Begriffe, sodass das Beispiel maßgeblich sein soll.

Beispiel: Die Bank B (*originator*) hat eine Reihe von Krediten vergeben, welche durch ein Grundpfandrecht (*mortgage*) besichert sind.⁴ Sie verkauft und veräußert diese Darlehensforderungen nebst Grundpfandrecht (Vermögensgegenstände) an eine eigens zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft (Zweckgesellschaft). Sie stellen das ganze Vermögen der Zweckgesellschaft dar (Forderungspool und im Zusammenhang mit CDOs auch ursprünglicher Forderungspool genannt), die im Übrigen keine geschäftlichen Aktivitäten entfaltet. Man kann diese Komponente auch als „Aktivseite“ bezeichnen, da die Vermögensgegenstände Aktiva der Zweckgesellschaft sind. Die Zweckgesellschaft finanziert den Kaufpreis über die Emission von Inhaberschuldverschreibungen (Wertpapiere oder *securities*), welche dementsprechend die „Passivseite“ darstellen. Die Wertpapiere verbriefen die Ansprüche der Investoren auf periodische Zinszahlung und Rückzahlung des Nennbetrages zum Laufzeitende. Die Zinszahlungen sollen mithilfe der Zinserlöse des Forderungspools geleistet werden. Die Wertpapiere sind in drei Schichten oder Tranchen unterteilt: Eine obere Tranche (*senior tranche* die einen Anteil von 80 % des Emissionsvolumens ausmacht), eine mittlere Tranche (*mezzanine tranche* mit einem Anteil von 15 %) und eine untere Tranche (*equity tranche* mit einem Anteil von 5 %).⁵ Die Ansprüche der Investoren können ausschließlich aus dem Vermögen im Forderungspool gedeckt werden, weshalb die Wertpapiere als *mortgage backed securities* (MBS) bezeichnet werden. Sofern es zu Ausfällen kommt, dienen die jeweils niedrigeren Tranchen als „Ausfallpuffer“ (sog. *subordination*). Folglich hat die *equity tranche* zuerst die Verluste zu tragen, erhält dafür nach Befriedigung sämtlicher anderer Investoren allerdings auch etwaige Überschüsse.⁶ Häufig behält der *originator* die *equity tranche*, um das eigene Interesse an der Werthaltigkeit des Forderungspools nach außen hin zu demonstrieren. Aufgrund der gestuften Befriedigung der Investoren spricht man auf der Passivseite auch von einem sog. „Wasserfall“. Ferner übernimmt B weiterhin den Einzug der Kredite (als sog. *servicer*) und leitet die Erlöse an die Zweckgesellschaft weiter. Ein Treuhänder (*trustee*) wacht über die Einhaltung der Verträge. Die obere und die mittlere Tranche werden von einer Ratingagentur bewertet. Hinter der Planung und Durchführung einer solchen Forderungsverbriefung kann ein vom *originator* beauftragter Arrangeur (*arranger*) stehen, der dann auch für die Verhandlungen mit der Ratingagentur und den Vertrieb zuständig ist.⁷

⁴ Darüber hinaus ist es möglich, dass Forderungen nur zum Zwecke der Verbriefung erworben werden. Im Beispiel wäre B in diesem Fall als *sponsor* zu bezeichnen, welcher die Forderungen vom *originator* erworben hat. Für den weiteren Verlauf der Untersuchung spielt dies indes keine Rolle, sodass auf eine Differenzierung verzichtet wurde.

⁵ Zu der schwierigen rechtlichen Einordnung s. *Ramos-Muñoz*, *The Law of Transnational Securitization*, 2010, S. 41 f. m. w. N.

⁶ Das erklärt die Bezeichnung der *equity tranche*, da dies der Situation von Eigenkapitalgebern ähnelt. Geht es um die Pflicht die ersten Verluste zu tragen, wird sie häufig auch als *first loss piece* bezeichnet. Vertiefend zur *equity tranche* s. *Lucas/Goodman/Fabozzi*, *Collateralized Debt Obligations*, 2nd Ed., 2006, S. 347 ff.; zum Hintergrund für den grundlegenden Interessenkonflikt zwischen den Inhabern der *equity tranche* und den sonstigen Investoren s. *Tavakoli*, *Structured Finance and Collateralized Debt Obligations*, 2nd Ed., 2008, S. 255 f.

⁷ Das Beispiel basiert auf einem sog. *true sale* mit *Pay-Through-Verfahren*, s. *Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer*, *Kreditrisikotransfer*, 2007, S. 44 f.; zu den Aufgaben des *arranger* s. *Langner*, *Asset Backed Securities*, Zfbf 2002, 656, 657 f.

In diesem Beispiel besteht der Forderungspool aus grundpfandrechtlich besicherten Darlehen, weshalb die Zweckgesellschaft MBS emittiert. Diese Grundstruktur gilt jedoch ebenso für alle anderen Arten von Vermögensgegenständen.⁸ In Deutschland hat sich für die aus einer Forderungsverbriefung stammenden Wertpapiere wie MBS oder CDOs der Überbegriff *asset backed securities* (ABS) eingebürgert.⁹ Hinter der Emission von ABS können unterschiedliche Beweggründe stehen. Der *originator* kann diese nutzen, um sich zu refinanzieren, die Bilanz – bei Banken im Hinblick auf das vorzuhaltende Eigenkapital – zu beeinflussen oder um Kreditrisiken auszulagern.¹⁰

Würde der *originator* eine klassische Anleihe begeben, wäre er auch Emittent (*issuer*) des Wertpapiers. Bei einer Forderungsverbriefung ist Letzteres nur die Zweckgesellschaft. Regelmäßig wird diese Differenzierung begrifflich nicht oder nicht konsequent vollzogen, da die Zweckgesellschaft lediglich als konstruktives Element zur Isolation der Vermögensmassen angesehen wird und diese Ungenauigkeit für das Verständnis in aller Regel unschädlich ist. Sofern es darauf nicht ankommt, soll hier ebenso verfahren werden, um terminologische Brüche mit anderen Quellen zu vermeiden. Ist also vom Emittenten oder *issuer* die Rede, ist damit im Zweifel die wirtschaftliche Position des *originator* gemeint. Im Übrigen ergibt sich dies auch aus dem Kontext, sofern man berücksichtigt, dass die Zweckgesellschaft keine eigenen Interessen verfolgen darf und sich ihre Aufgabe ganz in der Rolle eines zwischengeschalteten Rechtssubjekts erschöpft.

2. Sicherungsmaßnahmen

Neben der *subordination* können noch weitere Maßnahmen ergriffen werden, um die Investoren vor Ausfällen zu schützen (*credit enhancement*).¹¹ Neben der Stellung von Sicherheiten durch Dritte (z.B. durch Versicherung einer Tranche gegen Ausfälle, sog. *external credit enhancement*) können in die Ver-

⁸ Für eine Übersicht zu den verschiedenen Klassen von *Asset Backed Securities* s. Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer, Kreditrisikotransfer, 2007, S. 40.

⁹ Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer, Kreditrisikotransfer, 2007, S. 40. In der englischsprachigen Literatur stehen ABS, MBS und CDO hingegen nebeneinander, wobei der Begriff ABS eine Auffangfunktion erfüllt.

¹⁰ Dies ist ein Ausschnitt aus den möglichen Motiven, vertiefend dazu bei Tavakoli, *Structured Finance and Collateralized Debt Obligations*, 2nd Ed., 2008, S. 3; Boulwood/Meissner, *The Evolution of CDOs – From the Bistro to CDO²*, in: Meissner (Hrsg.), *The Definitive Guide to CDOs*, 2008, S. 6; Meissner, *The Application of CDOs*, in: Meissner (Hrsg.), *The Definitive Guide to CDOs*, 2008, S. 24 ff.

¹¹ Zu den unterschiedlichen Methoden bei Lucas/Goodman/Fabozzi, *Collateralized Debt Obligations*, 2nd Ed., 2006, S. 121 ff.; Kothari, *Securitization*, 2006, S. 210 ff.; Ricken, *Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland*, 2008, S. 31 ff.; knappe Übersicht bei Büttner, *Die wertpapiermäßige Verbriefung von Bankforderungen zu Asset backed securities*, 1999, S. 29 ff.

briefungsstruktur eingebettete Vorkehrungen das Ausfallrisiko reduzieren (*internal credit enhancement*). Bei einer Übersicherung (*overcollateralization*) ist der Forderungspool nominal größer als das Emissionsvolumen. Eine positive Zinsdifferenz (*excess spread*) führt zu größeren Zinseinnahmen auf der Aktivseite als über die Passivseite wieder abfließen. Etwaige Überschüsse können in einem Überlaufkonto (*spread account*) gesammelt werden, um spätere Ausfälle zu decken. Schließlich kann der *originator* auch ergänzende Barreserven zur Verfügung stellen.

3. Strukturierte Finanzprodukte

CDOs und MBS, die dem obigen Beispiel folgen, gehören zu den sog. strukturierten Finanzprodukten. Sie zeichnen sich durch drei Merkmale aus:¹² Die Zusammenstellung eines Forderungspools (*pooling*),¹³ die Bildung und Gestaltung unterschiedlicher Tranchen (*tranching*)¹⁴ sowie die Isolierung der Zweckgesellschaft von den Kreditrisiken des *originator*.¹⁵ Für den ökonomischen Nutzen spielen vor allem die Folgen von *pooling* und *tranching* eine Rolle.¹⁶ Es kann im Rahmen eines vereinfachten Modells theoretisch begründet werden, dass *tranching* vorteilhaft sein kann. Je höher die Tranche, desto kleiner ist das Risiko, womit auch die Bedeutung der Informationslage des Wertpapierinhabers hinsichtlich des Forderungspools abnimmt.¹⁷ Durch das *tranching* können also unterschiedlich gut informierte Investorenkreise angesprochen werden.¹⁸ Niedrigere Tranchen können von den besser, die höheren Tranchen von den schlechter informierten Anlegern erworben werden. Dagegen zeigt sich ein gemischtes Bild beim *pooling*. Einerseits kann es für eine Risikodiversifikation genutzt werden,¹⁹ andererseits erzielt man für die gebündelten Forderungen

¹² CGFS, The role of ratings in structured finance: issues and implications, 2005, S. 5, abrufbar unter: <http://www.bis.org/publ/cgfs23.pdf> (Stand v. 25.09.2013).

¹³ Anders als im gebildeten Beispiel können auch mehrere *originator* beteiligt sein. Es werden dann jeweils die geeigneten Forderungen ausgewählt.

¹⁴ Dies unterscheidet *pay-through* von *pass-through* Forderungsverbriefungen, weshalb nicht alle MBS strukturierte Finanzprodukte sind.

¹⁵ Letzteres ist die wesentliche Funktion der Zweckgesellschaft.

¹⁶ Mit der Isolierung durch die Zweckgesellschaft steht und fällt die Verbriefung zwar, sodass sie wirtschaftlich als Grundvoraussetzung anzusehen ist, auf die Wirtschaftlichkeit hat sie indes keinen Einfluss.

¹⁷ *Boot/Thakor*, Security Design, The Journal of Finance, Vol. XLVIII, No. 4, 1993, 1349, 1358 f. und 1368.

¹⁸ *Rudolph/Scholz*, Pooling und Tranching im Rahmen von ABS-Transaktionen, Discussion paper 2007-04, 2007, S. 5 ff., abrufbar unter: http://epub.ub.uni-muenchen.de/1884/1/Pooling_and_Tranching_im_Rahmen_von_ABS-Transaktionen.pdf (Stand v. 25.09.2013) m. w. N.

¹⁹ Zu den Wirkungen der Diversifikation s. *Bodie/Kane/Marcus*, Investments, 5th Ed., 2003, S. 261 f.

gegenüber einem Einzelverkauf nur einen Durchschnittspreis.²⁰ Letzteres ist gleichbedeutend mit einer Art Informationsverlust, da der *originator* sein Wissen über die Qualität der Einzelforderungen beim Verkauf nicht nutzen kann. Folglich ist das *pooling* nur dann sinnvoll, wenn die Vorteile der Risikodiversifikation die Nachteile des Informationsverlustes überwiegen.²¹

Darüber hinaus stellt sich die Wirkung von Forderungsverbriefungen als Instrument zum Transfer von Kreditrisiken²² für die Stabilität des Finanzsystems als ambivalent dar.²³ Während die Strukturierung es den Investoren erlaubt, idiosynkratische Risiken²⁴ zu reduzieren, erhöht sich beim *originator* durch die Zurückbehaltung der *equity tranche* die Abhängigkeit von makroökonomischen Faktoren.²⁵ Dadurch kann sich z. B. im Falle von Banken die Anfälligkeit für systematische Risiken erhöhen.²⁶ Auf die Ursache dieser Risikoaufteilung wird später noch in Kapitel D.III.2.b) näher eingegangen.

Unangesehen der hier nur knapp skizzierten ökonomischen Bewertung strukturierter Finanzprodukte können *pooling* und *tranching* mit drei wesentlichen „Bausteinen“ einer Forderungsverbriefung verknüpft werden: der Aktivseite, der Passivseite und der Zuordnung der Zahlungsströme (Strukturierung).²⁷ Während das *pooling* die Aktivseite widerspiegelt, sind die Passivseite und die Strukturierung dem *tranching* zuzuordnen.

²⁰ *Rudolph/Scholz*, Pooling und Tranching im Rahmen von ABS-Transaktionen, Discussion paper 2007-04, 2007, S. 12 f., abrufbar unter: http://epub.ub.uni-muenchen.de/1884/1/Pooling_und_Tranching_im_Rahmen_von_ABS-Transaktionen.pdf (Stand v. 25. 09. 2013).

²¹ *DeMarzo*, The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation, 2003, S. 12, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=561581> (Stand v. 25. 09. 2013).

²² Zu der Rolle von Kreditrisikotransferinstrumenten allgemein: *Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer*, Kreditrisikotransfer, 2007, S. 159 ff.; EZB, Credit Risk Transfer by EU Banks: Activities, Risks and Risk Management, 2004, S. 21 ff., abrufbar unter: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/creditrisktransfer200405en.pdf> (Stand v. 25. 09. 2013); *Duffie*, Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability, 2007, S. 3 ff., abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=1165484> (Stand v. 25. 09. 2013).

²³ *Hellwig*, Banks, Markets, and the Allocation of Risks in an Economy, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 154, 1998, 328, 343; *Rudolph/Hofmann/Schaber/Schäfer*, Kreditrisikotransfer, 2007, S. 179 ff.

²⁴ Darunter sind die voneinander unabhängigen, individuellen Risiken der Schuldner im Forderungspool zu verstehen.

²⁵ *Krahen/Wilde*, Risk Transfer with CDOs, CFS Working Paper No. 2008/15, 2008, S. 10, abrufbar unter: http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/08_15.pdf (Stand v. 25. 09. 2013).

²⁶ *Krahen/Wilde*, Risk Transfer with CDOs and Systemic Risk in Banking, 2006, S. 31 f., abrufbar unter: http://www.bis.org/bcbsevents/rtf06krahen_etc.pdf (Stand v. 25. 09. 2013).

²⁷ Die Aufteilung ist angelehnt an *Lucas/Goodman/Fabozzi*, Collateralized Debt Obligations, 2nd Ed., 2006, S. 3, die jedoch von vier „Bausteinen“ ausgehen.

4. Interessenkonflikte

Bei einer Forderungsverbriefung treten eine Reihe von Interessenkonflikten auf, welche auch im Rahmen des Ratings eine Rolle spielen.²⁸ Der *originator* kann zum Nachteil der Investoren ein Interesse daran haben, seine Schuldner nicht sorgfältig auszuwählen oder gar bewusst finanziell zu überfordern, wenn er schon von Anfang an die Weitergabe der Kreditrisiken plant.²⁹ Der *arranger* hat einen Anreiz, der Ratingagentur Informationen vorzuenthalten, um die Qualität des Forderungspools schönen zu können. Der *servicer* kann daran interessiert sein, den Eintritt eines Forderungsausfalls zu verhindern oder zu verzögern, da seine Dienste im Falle einer vorzeitigen Beendigung der Verbriefungstransaktion nicht mehr vonnöten sind. Sofern die Zusammensetzung des Forderungspools nicht statisch ist, sondern ständig an die Marktverhältnisse angepasst wird, hat der Vermögensverwalter (*asset manager*) mangels Überwachungsmöglichkeit seitens der Investoren einen Anreiz, in riskantere Vermögensgegenstände zu investieren, um eine hohe Rendite zu erzielen.³⁰

II. Credit Default Swaps

Ein *credit default swap* (CDS) ist ein Kreditderivat, also ein Finanzprodukt, welches dem Transfer von Risiken dient (§ 2 Abs. 2 Nr. 4 WpHG).³¹ Rechtlich handelt es sich um einen Vertrag *sui generis*, der jedoch häufig auf einem Muster der *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) beruhen wird.³² Der Sicherungsgeber verpflichtet sich darin, dem Sicherungsnehmer im Falle des Eintritts eines Kreditereignisses den Ausfall zu decken, der diesem aus einer gegen einen Referenzschuldner bestehenden Referenzverbindlichkeit

²⁸ Zu den unterschiedlichen Interessen und Kontrollmöglichkeiten Kern, Die Sicherheit gedeckter Wertpapiere, 2004, S. 487 ff.

²⁹ Im Falle der (bei Darlehen relevanten) finanziellen Überforderung geht dies zwar auch zulasten der Schuldner, jedoch entsteht der Interessenkonflikt zwischen Gläubiger und Schuldner nicht erst durch die Forderungsverbriefung.

³⁰ Diese Aufzählung basiert auf *Ashcraft/Schuermann*, Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit, 2008, S. 3, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=1071189> (Stand v. 25.09.2013); zu weiteren Konflikten s. *Tavakoli*, Structured Finance and Collateralized Debt Obligations, 2nd Ed., 2008, S. 99 f.

³¹ Überblick bei *Choudhry*, The Credit Default Swap Basis, 2006, S. 8 f.; *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, 2011, S. 2437 ff.

³² *Choudhry*, The Credit Default Swap Basis, 2006, S. 4 f.; *Luttermann*, Kreditversicherung (Credit Default Swaps): Vertrag, Restrukturierung und Regulierung (Hedge-Fonds, Rating, Schattenbanken), RIW 2008, 737, 741; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage, 2010, S. 749 f.

Sachverzeichnis

- Abonnementverträge 140, 174 f.
Alternativer DS 88 f.
Arranger 6, 10, 136
Asset Backed Securities (ABS) 7
Asset Manager 10, 58, 63
Aufsichtsrechtliche Verwendung von Ratings s. Regulatorische Verwendung von Ratings
Auftragsloses Rating s. Rating
Ausfalldaten 72
Ausfallereignis 71
Ausfallwahrscheinlichkeit 72
- Beauftragtes Rating s. Rating
Bewertungsrahmen 52
Bilanzierungsvorschriften 27
Binomial Expansion Technique (BET) 80 ff.
Binomialverteilung 67
Break-even Default Rate (BDR) 103
- Capital Requirements Regulation (CRR) 45
Cash CDOs 53
CDO-squared 3
Central Repository (CEREP) 209, 230, 268
Cliff effect 28, 125, 189
Collateral call 27
Collateralized Bond Obligation (CBO) 54
Collateralized Debt Obligations (CDOs) 2, 53 ff.
Collateralized Loan Obligation (CLO) 53
Copulas 97, 111, 118
Correlated Binomial Expansion Technique (CBET) 89 ff.
Credit Default Swaps (CDS) 10 ff.
Credit enhancement 7
- Credit Rating Agencies* (CRA) s. Ratingagentur
Credit Rating Agency Reform Act (CRA-RA) 2, 261
Culpa in contrahendo 141 ff.
Default 56, 71
- Defensive rating* 149
Diversity Score (DS) 82 f.
Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act) 2, 261 ff.
- Equity tranche* 6
Erlösquote 73
Erwartete Verlust 76
Erwartungswert 70
Europäischen Ratingindex (EURIX) 230, 270
Europäischer Ausschuss für Systemrisiken 222
European Securities and Markets Authority (ESMA) 2
Ex-ante-Ansatz 261 f.
Expected loss s. erwarteter Verlust
Expertenhaftung 142
Ex-post-Ansatz 262 f.
- Fehlerhaftes Rating 144 ff.
Financial Stability Board (FSB) 188, 190
Finanzkrise 16 ff.
First Amendment 252 ff.
Fitch 12
Folgerating s. Rating
Forderungspool 6, 8
Forderungsverbriefung 5 ff.
Formale Ebene 39

- Gauss-Copula s. Copula
 Gütesiegel 17, 221, 227, 267

 Haftungsrechtliches Gleichgewicht 178
 Handwerkliche Mängel 158
 Hebelwirkung 61, 94, 102, 128, 193, 203
Hedge 11
 Herabstufung 13
 Heraufstufung 121
 Historische Ausfalldaten s. Ausfalldaten

 Idealisierten Forderungen 80
 Idiosynkratische Risiken 9, 60
 Index 11, 32
 Informationsintermediär 14, 44, 128
 Informationsmodell 163, 226
 Inhaltliche Komponente 36
 Interessenkonflikt 29, 39, 63, 211
International Organization of Securities Commissions (IOSCO) 1, 146, 154
International Swaps and Derivatives Association (ISDA) 10
Investment-grade 19
Investor-Pays-Vergütungsmodell 200, 216 f., 242 ff.
Issuer 7
Issuer-Pays-Vergütungsmodell 18, 211 f., 242 ff.

 Kalibrierung 112
 Kompensationsfunktion 154, 165, 169, 183
 Korrelation 76
 Korrelationskoeffizient 88, 98, 105
 Kreditgefährdung (§ 824 BGB) 139 f.

Lock-in effect 31, 238

Mapping 210, 231
 Materielle Ebene 39
 Meinungsfreiheit 164, 171 f.
Misrepresentation 252 ff.
 Mittelbare Abhängigkeit 31 f.
 Modell 111
 Modell-Risiko 41, 121 f.
Monoliner 21, 23
 Monte-Carlo-Simulation (MC-Simulation) 90, 95 ff.

 Moody's 12
Moody's Asset Correlation (MAC) 90
Mortgage 6
Mortgage Backed Securities (MBS) 2, 6

 Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) 250
Notching 20, 81
 Novelle 2, 221 ff.

 Ordinalskala 13
Originator 6

Pooling s. Forderungspool
Prepayment 54
 Prozentrang 104 f.

 Qualität von Ratings 36

 Rating 12 ff.
Rating shopping 30, 130, 224 f., 272
 Ratingagentur s. Rating
 Ratingfaktor 81
 Ratinglaus vgl. Lorient
 Ratingnote s. Rating
 Ratingobjekte 12
 Ratingplattform 230, 245, 268
 Ratingskala s. Ratingnote
 Ratingverbot 215, 218, 240
 Rating-VO 1
Recovery rate s. Erlösquote
 Regulatorische Verwendung von Ratings 18
 Reputationsmechanismus 46
 Rotationspflicht 232 ff.

 S&P 12
Scenario Default Rates (SDR) 101
 Schutzgesetzzeigenschaft 143, 161
Securities 6
Servicer 6, 10
 Sittenwidrige Schädigung (§ 826 BGB) 136
 Standardisierung 194 f.
 Stiftung Warentest 144
 Strukturierte Finanzprodukte 8 ff.
Subordination 6, 59, 83
Sub-prime 3

- Super-senior tranche* 22 f., 57
Synthetischer CDO 22, 55 f.
- Tail risks* 75
Tranche 6, 8 f.
Tranching s. *Tranche*
Transparenz 195 ff.
Trigger 18, 125, 222
Trustee 6, 63
- U. S. Securities and Exchange Commission (SEC)* 2
Unerwartete Verlust 76
Unexpected loss s. *unerwarteter Verlust*
Unmittelbare Abhängigkeit 31 f.
- Value at risk* 76, 102
Varianz 70
- Verhaltenskodex* 1, 146, 154
Verlustverteilung 73, 100
Vertrag eigener Art 137
Vertrag mit Schutzwirkung 142 f.
Verwender 13
Verwendung von Ratings 37
- Wahrscheinlichkeitsmasse* 68
Wahrscheinlichkeitsverteilung 67 ff.
Werkvertrag 137
Wertungen 116 ff.
Wertungsentscheidungen s. *Wertungen*
Wertungsfragen s. *Wertungen*
- Zäsur* 107, 158
Zeitliche Komponente 37
Zweckgesellschaft 6