

Shiro Angelé

Das Rating von CDOs

Mohr Siebeck

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>	274
J. Schlussbetrachtung	275
Literaturverzeichnis	279
Sachverzeichnis	307