

## Inhaltsübersicht

<b>1. Teil: Grundlegung .....</b>	<b>35</b>
A. Einleitung.....	35
B. Funktionsweise und Strukturen von Verbriefungen .....	68
C. Finanzierungstheoretischer Hintergrund von Verbriefungen.....	110
D. Motive für den Einsatz von Verbriefungen.....	130
<b>2. Teil: Verbriefungen als Gegenstand des Bankenaufsichtsrechts .....</b>	<b>149</b>
A. Notwendigkeit und Ziele der Bankenregulierung .....	150
B. Eigenmittelanforderungen als Kern des Bankenaufsichtsrechts .....	212
C. Historische Entwicklung des Bankenaufsichtsrechts .....	226
D. Eigenmittelarbitrage als Kerngefahr für die Stabilität des Finanzsystems .....	245
E. Globale Finanzkrise, Verbriefungen und Eigenmittelarbitrage .....	341
F. Implikationen auf die Regulierung von Verbriefungstransaktionen .....	416
<b>3. Teil: Das neue europäische Rahmenwerk für Verbriefungen .....</b>	<b>489</b>
A. Komparative Darstellung des neuen europäischen Rahmenwerks für Verbriefungen.....	489
B. Normative Bewertung des neuen europäischen Rahmenwerks für Verbriefungen.....	535
<b>4. Teil: Fazit .....</b>	<b>575</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>583</b>

## Inhaltsverzeichnis

1. Teil: Grundlegung .....	35
<b>A. Einleitung .....</b>	<b>35</b>
I. Die Ökonomische Theorie des Rechts als Analyserahmen .....	42
1. Grundlagen .....	45
2. Das ökonomische Paradigma .....	47
a) Ressourcenknappheit.....	47
b) Homo Oeconomicus.....	48
aa) Eigennutztheorem .....	48
bb) Rationalitätsannahme .....	49
cc) Kritik der Verhaltensökonomik am Homo Oeconomicus.....	50
c) Methodologischer Individualismus.....	51
3. Effizienzbegriff der Ökonomischen Theorie des Rechts .....	52
a) Property-Rights-Ansatz.....	53
b) Pareto-Kriterium .....	55
c) Kaldor-Hicks-Kriterium .....	55
4. Einordnung der Ökonomischen Theorie des Rechts in die tradierte juristische Methodenlehre .....	56
a) Konsequentialismus .....	57
b) Positive Ökonomische Theorie des Rechts .....	57
aa) Rechtssetzung .....	58
bb) Rechtsanwendung.....	58
c) Normative Ökonomische Theorie des Rechts.....	59
aa) Rechtssetzung .....	59
bb) Rechtsfindung.....	60
cc) Rechtsfortbildung durch die Aufsichtsbehörden auf der Grundlage der Ökonomischen Theorie des Rechts .....	62
5. Zusammenfassung .....	66
II. Aufbau der Untersuchung .....	67
<b>B. Funktionsweise und Strukturen von Verbriefungen .....</b>	<b>68</b>
I. Begriffsbestimmung.....	68

II.	Die historische Entwicklung von Verbriefungen.....	73
1.	Die Verbriefung von Hypothekendarlehen in den USA .....	73
2.	Die Verbriefung nicht-hypothekarischer Vermögensgegenstände .....	76
3.	Die europäischen Verbriefungsmärkte .....	78
4.	Die Entwicklung der Verbriefungsmärkte nach der globalen Finanzkrise.....	80
III.	Einteilung der Verbriefungen nach den zugrundeliegenden Forderungen .....	83
IV.	Unterscheidung anhand des Transfers .....	84
1.	True-Sale-Verbriefung.....	84
2.	Exkurs: Insolvenzfestigkeit und Bedeutung des True-Sale-Erfordernisses .....	86
a)	Insolvenzfeste (bankruptcy remote) Übertragung der Vermögenswerte .....	88
aa)	Umdeutung in ein besichertes Darlehen .....	88
bb)	Anfechtung der Forderungsabtretung .....	90
b)	Insolvenzfestigkeit (bankruptcy remoteness) der Zweckgesellschaft.....	91
c)	Insolvenzferne (bankruptcy proof remote) der Zweckgesellschaft ...	91
3.	Synthetische Verbriefungen .....	92
V.	Term-Deals und Asset-Backed Commercial Paper-Conduits .....	96
1.	Term-Deal.....	96
2.	Asset-Backed Commercial Paper-Programme .....	98
a)	Multi-Seller-ABCP-Programme .....	98
b)	Securities Arbitrage ABCP-Conduits .....	102
c)	Structured Investment Vehicles (SIVs) .....	104
VI.	Abgrenzung zum Pfandbrief verwandten Finanzierungsformen .....	104
1.	Abgrenzung zum Pfandbrief.....	105
2.	Abgrenzung zum Factoring und zur Forfaitierung.....	108
C.	<b>Finanzierungstheoretischer Hintergrund von Verbriefungen.....</b>	<b>110</b>
I.	Das Modigliani-Miller-Theorem als Ausgangspunkt.....	111
1.	Wertschöpfung durch die Isolierung der Vermögenswerte vom Originator.....	114
2.	Wertschöpfung durch die Verringerung der Insolvenzkosten.....	115
3.	Abbau von Informationsasymmetrien .....	116
a)	Informationsasymmetrien zwischen Originator und Investoren.....	117

b) Informationsasymmetrien zwischen verschiedenen Investorengruppen vor dem Hintergrund des Security Designs .....	118
4. Wertschöpfung durch die Reduzierung der Agenturkosten .....	124
a) Einsparung von Überwachungskosten .....	126
b) Verwendung des Free Cash Flows .....	127
II. Benachteiligung der übrigen Gläubiger .....	128
III. Zwischenergebnis .....	130
<b>D. Motive für den Einsatz von Verbriefungen .....</b>	<b>130</b>
I. Motive der Originatoren .....	131
1. Finanzierungsfunktion .....	132
2. Diversifikation der Finanzierungsquellen und Erweiterung der Investorenbasis durch den Geld- und Kapitalmarktzugang .....	132
3. Kostenvorteile .....	134
4. Unabhängigkeit des Originators .....	136
5. Beeinflussung der Unternehmens- und Bilanzkennzahlen .....	137
6. Risikoübertragung .....	138
II. Besonderheiten bei eigenkapitalregulierten Instituten als Originatoren .....	138
1. Entlastung des ökonomischen Eigenkapitals und Risikodiversifizierung .....	138
2. Entlastung des regulatorischen Eigenkapitals .....	139
3. Verwendung der ABS als zentralbankfähige Sicherheiten .....	141
III. Motive der Investoren .....	142
1. Diversifikation des Anlageportfolios .....	143
2. Attraktive Rendite .....	145
3. Hohe Bonität .....	145
4. Liquidität der ABS .....	146
IV. Zusammenfassung .....	147
2. Teil: Verbriefungen als Gegenstand des Bankenaufsichtsrechts .....	149
<b>A. Notwendigkeit und Ziele der Bankenregulierung .....</b>	<b>150</b>
I. Makroökonomische Funktionen des Bankensektors .....	153
1. Delegated-Monitoring-Modell .....	154
2. Liquiditätstransformation .....	155
3. Zwischenergebnis .....	157

<b>II. Marktversagen und systemisches Risiko als Regulierungsbegründung .....</b>	<b>158</b>
1. Intrinsiche Instabilität des Bankensystems .....	162
a) Bank-Run auf eine einzelne Bank.....	163
bb) Panikbasierte Bank-Runs .....	163
bb) Informationsbasierte Bank-Runs.....	166
cc) Maßnahmen zur Vermeidung von Bank-Runs .....	170
b) Ansteckungsgefahren im Bankensystem .....	171
aa) Interbankenverbindlichkeiten .....	173
bb) Information Contagion .....	175
cc) Makroökonomische Rückkoppelungseffekte und Liquiditätsengpässe .....	176
dd) Too big to fail (TBTF) .....	179
c) Zusammenfassung.....	183
2. Agenturtheoretischer Erklärungsansatz: Risikounangemessene Finanzierungskonditionen und Moral Hazard.....	184
a) Agency-Probleme infolge risikounangemessener Finanzierungskonditionen .....	185
aa) Einfluss der Finanzierungsstruktur auf die Risikopräferenz .....	185
bb) Kapitaltheoretischer Hintergrund der hohen Verschuldung der Banken .....	189
cc) Zusammenfassung .....	199
b) Fehlende Überwachung.....	199
c) Einlagensicherung, TBTF-Garantie und Lender of last Resort .....	201
d) Zusammenfassung.....	203
3. Zusammenfassung .....	204
<b>III. Gesamtwirtschaftliche Folgen eines Systemzusammenbruchs .....</b>	<b>207</b>
<b>IV. Ziele der Bankenregulierung.....</b>	<b>210</b>
<b>V. Zusammenfassung und Ausblick .....</b>	<b>212</b>
<b>B. Eigenmittelanforderungen als Kern des Bankenaufsichtsrechts.....</b>	<b>212</b>
<b>I. Funktionsweise der bankenaufsichtsrechtlichen Eigenkapitalnormen ...</b>	<b>214</b>
1. Verlustausgleichsfunktion .....	214
2. Vertrauensfunktion .....	218
3. Risikobegrenzungsfunktion .....	218
4. Anpassung der Risikoanreize der Bankeigentümer.....	220
5. Aufsichtsrechtliche Schwelle zum Eingreifen .....	222

6. Zusammenfassung .....	222
II. Grundsätzliche Kritik an der Eigenkapitalregulierung .....	223
III. Zusammenfassung und Ausblick .....	225
<b>C. Historische Entwicklung des Bankenaufsichtsrechts .....</b>	<b>226</b>
I. Basel I.....	228
II. Basel II .....	231
III. Basel 2,5.....	237
IV. Basel III.....	241
<b>D. Eigenmittelarbitrage als Kerngefahr für die Stabilität des Finanzsystems .....</b>	<b>245</b>
I. Grundlegendes Modell der Regulierungsarbitrage .....	251
1. Voraussetzungen für Regulierungsarbitrage .....	252
a) Inkonsistenzen als Grundvoraussetzung .....	253
b) Äquivalente rechtliche Gestaltungsmöglichkeit .....	256
2. Regulierungsarbitrage und Transaktionskosten .....	258
3. Grundlegende Auswirkungen von Regulierungsarbitrage .....	271
a) Drei-Parteien-Modell .....	271
b) Erhöhung der Transaktionskosten und Verschwendungen von Ressourcen .....	273
c) Erhöhung der Komplexität der Normen .....	274
d) Wettbewerbsverzerrungen .....	274
e) Implikationen auf den Wettbewerb zwischen den Rechtsordnungen.....	276
4. Zusammenfassung .....	276
II. Eigenmittelarbitrage und Verbriefungen .....	277
1. Eigenkapitalarbitrage als Triebfeder für Finanzinnovationen.....	277
2. Verbriefungen als Werkzeug zur Eigenmittelarbitrage.....	281
a) Begünstigende Faktoren für Eigenkapitalarbitrage durch Verbriefungen .....	283
aa) Wirtschaftliche Inkonsistenzen.....	283
bb) Alternative rechtliche Gestaltungsformen .....	284
cc) Rolle der Transaktionskosten .....	286
dd) Hohe Normkomplexität.....	288
b) Techniken der Eigenkapitalarbitrage und empirische Evidenz .....	290
aa) Risikokonzentration .....	290

bb) Remote Origination .....	294
cc) Garantien des Sponsors .....	295
dd) Garantien Dritter .....	308
ee) Eigenkapitalarbitrage durch Investoren nach dem Standardansatz.....	310
ff) Eigenkapitalarbitrage durch Investoren nach den IRB-Ansätzen ..	313
gg) Ergebnisse .....	315
3. Zusammenfassung .....	318
<b>III. Auswirkungen der Eigenmittelarbitrage auf die Finanzmarktstabilität.....</b>	<b>319</b>
1. Fehlender Risikotransfer und Risikokonzentration im Bankensektor.....	321
2. Externalisierung von Risiken und Moral Hazard .....	324
3. Erhöhung des effektiven Verschuldungsgrades und Anfälligkeit für ökonomische Schocks .....	326
4. Fehlender Verlustabdeckungspuffer.....	329
5. Eigenmittelarbitrage und Vermögenspreisblasen.....	330
6. Verschleierung der tatsächlichen Eigenkapitalausstattung der Bank.....	337
7. Ungleichheit der Eigenmittelarbitrage .....	339
8. Zusammenfassung .....	340
<b>E. Globale Finanzkrise, Verbriefungen und Eigenmittelarbitrage.....</b>	<b>341</b>
I. Die Immobilienblase in den USA und die Expansion des Subprime-Sektors.....	345
II. Die Rolle von Verbriefungen für die Entstehung der Immobilienblase und die Expansion des Subprime-Sektors .....	351
1. Substitution von Agency-MBS durch Non-Agency-MBS.....	352
2. Die Struktur der Non-Agency-MBS.....	354
3. Non-Agency-MBS als Ursache für die abnehmende Kreditqualität...	357
4. Gründe für die Fehlallokation von Kapital im Immobilienmarkt .....	361
a) Rating-Agenturen .....	365
b) Keine Korrektur durch höhere Kapitalkosten für die nachrangigen Tranchen.....	367
c) Leerverkäufe .....	371
d) Credit Default Swaps und Synthetische CDOs.....	372
e) Die Magnetar-Strategie .....	374

f) Eigenmittelarbitrage .....	376
5. Zusammenfassung .....	376
III. Das Platzen der Immobilienblase und die Mutation der Subprime-Krise zur globalen Finanzkrise .....	378
1. Eigenmittelarbitrage .....	383
2. Amplifizierung des Risikos durch synthetische Produkte.....	384
3. Die Finanzkrise als moderner Bank-Run .....	385
a) Der Run auf die ABCP-Conduits und SIVs.....	392
b) Der Run auf den Commercial Paper-Markt.....	397
c) Der Run auf die Repomärkte .....	398
aa) Überblick über Repogeschäfte und Repomärkte.....	399
bb) Der Run auf die Repo-Märkte.....	402
4. Liquiditäts- und Preisspiralen.....	408
5. Zusammenfassung .....	412
IV. Zusammenfassung.....	414
<b>F. Implikationen auf die Regulierung von Verbriefungstransaktionen ..</b>	<b>416</b>
I. Regulierungsziele .....	416
II. Regulierungsansätze zur Reduzierung von Eigenmittelarbitrage.....	418
1. Vervielfachung und radikale Vereinfachung der Eigenmittelanforderungen .....	422
a) Vorschlag von Admati und Hellwig .....	422
b) Top-down Eigenkapitalregulierung .....	424
c) Vorschlag von Fullenkamp und Rochon.....	425
2. Kritik der Vorschläge für eine Vervielfachung und radikale Vereinfachung der Eigenkapitalanforderungen .....	427
3. Regulierung des Finanzsystems von morgen .....	436
a) Lizenzierungspflicht für Finanzinnovationen .....	440
b) Funktionaler Ansatz und normatives Normverständnis.....	442
4. Diskussion und Lösungsansatz.....	445
a) Risikosensitive Kalibrierung der Eigenmittelanforderungen .....	447
aa) Nicht-Neutralität der Eigenmittelanforderungen für Verbriefungen .....	448
bb) Interne Risikomodelle und externe Ratings .....	451
cc) Restriktionen hinsichtlich der Verwendung von internen Modellen.....	454

b) Zusätzliche Absicherungsmechanismen gegen Eigenmittelarbitrage.....	457
c) Teleologische Auslegung der Eigenmittelvorschriften.....	459
d) Vermeidung von Regulatory Capture .....	465
e) Zusammenfassung.....	466
<b>III. Regulierungsansätze zur Reduzierung von Informationsversagen.....</b>	<b>466</b>
1. Regulierungsansätze zum Abbau von Informationsasymmetrien.....	468
2. Regulierungsansätze zur Verringerung der Komplexität .....	473
<b>IV. Regulierungsansätze zur Reduzierung von Moral Hazard .....</b>	<b>474</b>
1. Regelungen zum Selbstbehalt.....	475
2. Selbstbehalt und Regulierungsarbitrage.....	480
3. Bewertung der Vorschriften zum Selbstbehalt.....	482
<b>V. Zusammenfassung.....</b>	<b>486</b>
 3. Teil: Das neue europäische Rahmenwerk für Verbriefungen .....	489
 <b>A. Komparative Darstellung des neuen europäischen Rahmenwerks für Verbriefungen .....</b>	<b>489</b>
I. Die Verbriefungsverordnung .....	492
1. Allgemeine Bestimmungen .....	494
a) Geänderte Begriffsbestimmung .....	494
b) Grundsätzliches Verbot des Verkaufs von Verbriefungen an Kleinanleger .....	498
c) Selbstbehalt .....	499
d) Sorgfaltspflichten und Transparenzanforderungen.....	501
e) Grundsätzliches Verbot von Wiederverbriefungen .....	503
f) Kreditvergabekriterien .....	504
2. Verbriefungsregister .....	504
3. Differenzierung zwischen STS-Verbriefungen und sonstigen Verbriefungen.....	505
a) STS-Kriterien für Nicht-ABCP-Verbriefungen.....	507
aa) Anforderungen in Bezug auf die Einfachheit (Art. 20 Verbriefungsverordnung).....	508
bb) Anforderungen in Bezug auf die Standardisierung (Art. 21 Verbriefungsverordnung).....	512
cc) Anforderungen in Bezug auf die Transparenz (Art. 22 Verbriefungsverordnung).....	513

b) STS-Kriterien für ABCP-Verbriefungen .....	514
aa) Anforderungen auf Transaktionsebene	
(Art. 24 Verbriefungsverordnung).....	514
bb) Anforderungen an den Sponsor eines ABCP-Programms	
(Art. 25 Verbriefungsverordnung).....	515
cc) Anforderungen auf Programmebene	
(Art. 26 Verbriefungsverordnung).....	516
c) STS-Meldung (Art. 27 Verbriefungsverordnung) und Überprüfung	
der Einhaltung der STS-Kriterien durch Dritte	
(Art. 28 Verbriefungsverordnung).....	517
4. Sanktionen und Übergangsvorschriften .....	518
II. CRR-Änderungsverordnung .....	519
1. Neue Hierarchie der Ansätze zur Berechnung der risikogewichteten	
Positionsbeträge.....	520
2. Anpassung der Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungen und	
eigenmittelrechtliche Privilegierung von STS-Verbriefungen.....	525
a) Anpassung der Kalkulationsmethoden zur Ermittlung der	
Eigenmittelanforderungen.....	525
b) Höhe der Eigenmittelanforderungen für STS-Verbriefungen und	
sonstige Verbriefungen .....	527
3. Zusammenfassung .....	534
<b>B. Normative Bewertung des neuen europäischen Rahmenwerks für</b>	
<b>Verbriefungen .....</b>	<b>535</b>
I. Akzeptanz des STS-Standards .....	536
1. Geringere Finanzierungskosten.....	537
2. Rechtsunsicherheit.....	540
3. Drohende Sanktionen .....	542
4. Ergebnis .....	543
II. Eigenmittelarbitrage .....	544
1. Risikoempfindlichere Kalibrierung der Eigenmittelanforderungen....	545
2. Abkehr von externen Bonitätsbeurteilungen zur Kalkulation der	
Eigenmittelanforderungen .....	547
3. Auslegungshinweise und Umgehungsverbote.....	548
4. Höhere Eigenmittelanforderungen für Tranchen mit einem hohen	
Rating.....	550
5. Ergebnis .....	551

III.	Informationsversagen.....	552
1.	Offenlegungspflichten .....	553
2.	Sorgfaltspflichten für institutionelle Anleger .....	554
3.	Grundsätzliches Verbot von Wiederverbriefungen.....	557
4.	STS-Verbriefungen.....	560
a)	Ausschluss von synthetischen Verbriefungen vom STS-Label.....	561
b)	Homogenitätserfordernisse .....	564
c)	Grundsätzliches Verbot von Derivatekontrakten für die Verbriefungszweckgesellschaft .....	564
d)	Restriktionen hinsichtlich der Tranchierung.....	565
e)	Ergebnis.....	567
5.	Zusammenfassung .....	567
IV.	Moral Hazard .....	568
V.	Ergebnis.....	568
4.	Teil: Fazit.....	575