

ANIKA PATZ

Staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
29*

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

29



Anika Patz

Staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente

Eine rechtsvergleichende juristisch-ökonomische
Analyse zur Begründung einer materiellen
staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente

Mohr Siebeck

Anika Patz, geboren 1988; Studium der Rechtswissenschaft an der Humboldt-Universität zu Berlin; wissenschaftliche Mitarbeit an der Humboldt-Universität zu Berlin und dem Institut für Energie- und Wettbewerbsrecht in der kommunalen Wirtschaft; 2015 Promotion; derzeit Referendarin am Kammergericht Berlin.

ISBN 978-3-16-154597-9 / eISBN 978-3-16-158829-7 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.

© 2016 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 Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Meinen Eltern und meinem Bruder

Vorwort

Die Arbeit wurde im Wintersemester 2015/2016 von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen. Für die Veröffentlichung wurden Beiträge und Aktualisierungen bis Dezember 2015 berücksichtigt, so auch die ab Januar 2016 geltende Fassung des Versicherungsaufsichtsgesetzes.

Ganz besonderer Dank gilt meinem Doktorvater und Mentor Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski für die Anregung zu diesem Thema und die unermessliche wissenschaftliche Förderung und Betreuung im Verlauf der Arbeit. Für die Anfertigung des Zweitgutachtens und die wertvollen wissenschaftlichen Gespräche und Hinweise bin ich Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago) überaus verbunden. Prof. Dr. Hans-Peter Benöhr danke ich für die angenehme Leitung der Disputation.

Danken möchte ich Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer, Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Karsten Schmidt und Prof. Dr. Rüdiger Veil für die Aufnahme in die Schriftenreihe.

Mein großer Dank gilt auch der Konrad-Redeker-Stiftung für die Gewährung eines Druckkostenzuschusses, wobei ich insbesondere Dr. Dieter Sellner und Dr. Peter-Andreas Brand von der Sozietät Redeker Sellner Dahs danke.

Die Arbeit entstand während meiner wissenschaftlichen Tätigkeit am Lehrstuhl von Prof. Schwintowski sowie am EWeRK Institut. Zu einer äußerst angenehmen Arbeitsatmosphäre haben neben Prof. Schwintowski vor allem auch die wissenschaftlichen und studentischen Kolleginnen und Kollegen beigetragen, denen ich an dieser Stelle für eine großartige Zeit danken möchte, auf die ich immer gern zurückblicken werde, namentlich Dr. Annekathrin Siebert-Reimer, Dr. Christian Schafstädt, Maître en Droit, Dr. Mirko Sauer, Dr. Johannes Riewe, Cordula Modest, Viktoria Jank, Luisa Heeg, Jost Hanno Meyer, Maria Pustlauk, LL.M, Susann Helmecke und Dana Westpfahl. Für die anregenden Diskussionen, Hinweise und für die konstruktive Kritik sowie die mühevollen und sorgfältigen Durchsicht des Manuskripts bin ich insbesondere Dr. Christian Schafstädt, Dr. Annekathrin Siebert-Reimer, Dr. Mirko Sauer, Philipp Joseph Bauer und Johanna Koopmann zu tiefstem Dank verpflichtet.

Für die Unterstützung bei den statistischen Ausführungen meiner Arbeit danke ich Dr. Alexander Ristig vom Ladislaus von Bortkiewicz Chair of Sta-

tistics der School of Business and Economics (Humboldt-Universität zu Berlin). Dem finanzpolitischen Sprecher der Fraktion Bündnis 90/Die Grünen Dr. Gerhard Schick und seinen Mitarbeitern danke ich sehr für die Möglichkeit zur Mitarbeit an einer Kleinen Anfrage im Bundestag, die von großem Wert für meine Arbeit gewesen ist.

Insbesondere möchte ich meinen Eltern Jürgen und Rosita Patz und meinem Bruder Rajko Patz, denen die Arbeit gewidmet ist, für ihre unermessliche Unterstützung, Liebe und Wertschätzung danken, die sie mir seit ich denken kann, zuteilwerden lassen.

Prof. Dr. med. Joachim Bauer und Hedwig Bauer möchte ich für ihre Herzlichkeit und Großzügigkeit danken, mit der sie mir die Promotionszeit mit großartigen und erholsamen Erlebnissen verschönert hat.

Meiner verehrten Deutschlehrerin Monika Fohry möchte ich meinen Dank für ihre persönliche Förderung und all die lebensklugen Ratschläge aussprechen, die mich auf meinem Lebensweg stets begleitet haben.

Danken möchte ich von Herzen in tiefster Verbundenheit Dr. Rima Nuwayhid und Linda Mathilda Nuwayhid sowie Nicola Isabell und Sophia Edelman, Kristin Hübner, Philipp Klein, Dr. Sandra Heinig, Oberstabsarzt, Franziska Heine, Jonathan Weber, Lukas Riethe, Sibylle Ploch, Johanna Koopmann und Lukas Meyer-Blankenburg für ihre Freundschaft und Unterstützung über all die Jahre. Welch Geschenk, dass ihr Teil meines Lebens seid. Zu tiefst danke ich Philipp Joseph Bauer für seine unendliche Unterstützung, seinen Zuspruch und sein Wesen. Du bist mein größtes Glück.

Berlin, im Dezember 2015

Anika Patz

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXXIII
Einleitung	1
Kapitel 1: Ökonomische Analyse der Notwendigkeit staatlicher Regulierung von Finanzinstrumenten	15
§ 1 <i>Marktversagen bei komplexen Finanzinstrumenten</i>	17
§ 2 <i>Ökonomische Analyse des konkreten Regulierungsbedarfs</i>	57
Kapitel 2: Materielle staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente als Element des Versicherungsfinanzaufsichtsrechts.....	151
§ 3 <i>Rechtspflicht der BaFin zur materiellen Aufsicht über die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen im Rahmen der Geeignetheitsprüfung</i>	153
§ 4 <i>Funktionsanalyse der Geeignetheitsprüfung von Kapitalanlagen</i>	196
Kapitel 3: Analyse des Wertpapieraufsichtsrechts hinsichtlich einer behördlichen Rechtspflicht zur materiellen Aufsicht über Finanzinstrumente.....	370
§ 5 <i>Wertpapierhandelsaufsichtsrecht</i>	370

§ 6	<i>Prospektaufaufsichtsrecht</i>	387
§ 7	<i>Aufsicht über Investmentvermögen</i>	410
§ 8	<i>Materielle Finanzproduktaufaufsicht als wertpapieraufaufsichtsrechtliches Regulierungsinstrument</i>	426
	Kapitel 4: Analyse des Bank(finanz)aufsichtsrechts hinsichtlich einer Pflicht der BaFin zur materiellen Finanzproduktaufaufsicht	431
§ 9	<i>Instituts- und Missstandsaufsicht nach § 6 KWG</i>	431
§ 10	<i>Aufsichtliche Überprüfung und Beurteilung von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten</i>	432
§ 11	<i>Übertragung des versicherungsrechtlichen Regulierungsinstruments der materiellen Finanzproduktaufaufsicht auf die Bankaufsicht</i>	442
	Kapitel 5: Rechtsfolgenbetrachtung	451
§ 12	<i>Rechtsfolgen bei fehlender oder unzureichender Umsetzung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente</i>	451
§ 13	<i>Rechtsfolgen bei fehlender Transparentmachung von Prüfergebnissen der materiellen Finanzproduktaufaufsicht</i>	462
	Synthese	467
	Literatur- und Quellenverzeichnis.....	473
	Sachregister	505

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXXIII
Einleitung	1
A. Gegenstand der Untersuchung	4
I. Beschreibung einer „materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente“	6
II. Abgrenzung vom Begriff der „materiellen Staatsaufsicht“	6
III. Anforderungen an eine materielle aufsichtsbehördliche Überprüfung	7
IV. Funktionsschutz als vorrangiges Regulierungsziel	8
V. Mehrwert einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente	9
B. Methoden der Untersuchung	10
C. Gang der Untersuchung	12
Kapitel 1: Ökonomische Analyse der Notwendigkeit staatlicher Regulierung von Finanzinstrumenten	15
<i>§ 1 Marktversagen bei komplexen Finanzinstrumenten</i>	<i>17</i>
A. Marktversagen auf Streuungsebene	18
I. Risikokonzentration und Konzentrationsrisiken	19
1. Risikodiversifikation ohne Risikoverringering durch Verbriefungsgeschäfte	19
2. Auswirkungen von Derivaten auf die Finanzmarktstabilität	20
3. Einfluss von Wertpapierfinanzierungsgeschäften auf die Finanzmarktstabilität	23
4. Eingehung von Klumpenrisiken durch Bankinstitute in Deutschland am Beispiel der Verbriefungsgeschäfte der IKB Deutsche Industriebank AG	24

5. Risikokonzentration und -vernetzung durch Schattenbanken	26
II. Externalitäten des Bank- und Schattenbankwesens: Externe Effekte aufgrund von Risikokonzentration und -vernetzung durch Finanzinstrumente auf Systemebene	27
1. Externalitäten aufgrund von Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen für das Bankensystem	28
a) Haushaltsfehlbeträge aufgrund des Wirkens der automatischen Stabilisatoren	30
b) Kosten staatlicher Konjunkturprogramme	31
c) Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung	31
aa) Staatsgarantien aufgrund des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes	32
bb) Staatliche Beteiligungen und Finanzierungshilfen	33
cc) Vermögenswerte in Bad Banks	34
(1) Abwicklungsanstalt der WestLB	34
(2) Abwicklungsanstalt der Hypo Real Estate	35
2. Einschätzung der fiskalischen Gesamtkosten	35
III. Zwischenfazit: Marktversagen auf Streuungsebene	36
B. Marktversagen auf Risikoebene bei der qualitativen Risikoerfassung von komplexen Finanzinstrumenten	36
I. Informationsasymmetrien bei Finanzinstrumenten	37
1. Risikopooling bei Verbriefungsgeschäften	38
a) Zielkonflikt zwischen Risikokorrelation und Risikoqualität	39
b) Informationsvernichtung durch Pooling	39
aa) Pooling bei informierten Emittenten	40
bb) Pooling bei uninformierten Emittenten	40
c) Erhöhte Transaktionskosten durch Informationsvernichtung	41
d) Informationsasymmetrien durch verschiedene Preisbildungsmodelle	42
e) Marktversagen bei poolingbasierten Verbriefungstransaktionen	43
2. Informationsasymmetrien bei intransparenten OTC-Kreditderivaten	43
3. Informationsasymmetrien bei strukturierten Finanzprodukten	44
a) Begriffsbestimmung und Eigentümlichkeit strukturierter Finanzprodukte	44
b) Strukturierung: „Informationsvernichtungseffekt“ durch Komplexitätssteigerung	46
aa) Mehrfachverbriefung von Asset Backed Securities	46
bb) Informationsasymmetrien durch Strukturierung von Finanzinstrumenten	47

c) Überbewertung aufgrund der Ausnutzung von Informationsasymmetrien bei der Preisgestaltung	47
aa) Strukturelles Overpricing am Primärmarkt	49
bb) Strukturelles Underpricing am Sekundärmarkt.....	50
cc) Strukturell nachteilige Preisbildung für den Anleger	50
II. Ausnutzung von Informationsasymmetrien durch Anlageberater	51
III. Prinzipial-Agent-Probleme und Aufrechterhaltung von Informationsasymmetrien durch Ratingagenturen.....	52
IV. Zwischenfazit: Strukturelles Marktversagen auf Risikoebene.....	56
C. Fazit	56
§ 2 <i>Ökonomische Analyse des konkreten Regulierungsbedarfs</i>	57
A. Auswirkungen von Entwicklungstendenzen im Finanzsystem auf die Anforderungen an Kapitalmarktregulierung.....	59
I. Systemeigenschaften	60
1. Eigenschaften eines bankbasierten Finanzsystems.....	60
2. Eigenschaften eines marktbasieren Finanzsystems	61
II. Auswirkungen der beiden Finanzsysteme auf die Unternehmensführung.....	63
III. Marktrealität und Entwicklungstendenzen.....	64
1. Verknüpfungen beider Formen der Finanzintermediation	64
2. Zunehmende Marktorientierung des deutschen und europäischen Finanzsystems	64
IV. Notwendigkeit einer stärker funktions- und risiko-orientierten Kapitalmarktregulierung.....	66
B. Regulierungsbedarf auf Streuungsebene	67
I. Regulierungsbedarf auf Systemebene	68
1. Auswirkungen des Trennbankengesetzes auf die Finanzsystemstabilität.....	68
a) Regulierungsziel.....	69
aa) Betroffene Institute	70
bb) Verbotene Geschäfte	71
cc) Weiterhin erlaubte Geschäfte	72
b) Fortbestehen systemischer Ansteckungsgefahren	73
aa) Fortbestehende Interkonnektivität auf Systemebene	73
bb) Fehlanreiz zu zunehmender Risikobereitschaft.....	75
2. Bereits initiierte Regulierungsmaßnahmen zur Überwachung von Marktkonzentrationen und Risikodiversifikationen.....	75
a) Einrichtung von Gremien zur makroprudenziellen Aufsicht auf nationaler und europäischer Ebene	76

b)	Transparenzvorschriften für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte: Indirekte Regulierung von Risikokonzentrationen durch Schattenbanken.....	77
c)	Überwachung von Marktkonzentrationen im Rahmen von MiFID II und MiFIR	78
aa)	Schaffung von Rahmenbedingungen für einen effizienten und kostengünstigen Wertpapierhandel durch MiFID	79
(1)	MiFID-Ziele	79
(2)	Auswirkungen der MiFID: Abwanderung von Liquidität in „Dark Pools“	81
bb)	Zielerweiterung und -anpassung durch MiFID II und MiFIR.....	82
(1)	Ausweitung der Vor- und Nachhandelstransparenzpflichten.....	83
(2)	Ausweitung der Meldepflichten gegenüber den national zuständigen Behörden.....	84
(3)	Einrichtung von Transaktionsregistern zur Überwachung von Marktkonzentrationen.....	85
(4)	Anpassung der EMIR-Verordnung für Derivate durch MiFID II und MiFIR: Transparenzsteigerung im OTC-Derivate-Handel durch Clearing und Meldepflichten.....	86
cc)	Aufgabenverteilung zwischen der ESMA und den national zuständigen Behörden bei der Marktaufsicht über Finanzinstrumente.....	88
(1)	Ermittlung des Handelsvolumens für jedes Eigenkapitalinstrument durch die ESMA	88
(2)	Überwachung des OTC-Derivatehandels durch die ESMA.....	88
(3)	Pflichten der national zuständigen Behörden.....	88
d)	Zwischenfazit: Ausweitung der Markttransparenz durch MiFID II und MiFIR	89
3.	Fazit: Kein weiterer Regulierungsbedarf zur Aufdeckung von Marktkonzentrationsrisiken.....	89
II.	Regulierungsbedarf nach einer Aufsicht über Portfoliodiversifikationen auf Institutsebene	90
1.	Regulierungsmaßnahmen zur Überwachung der Risikodiversifikation von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen	91
a)	Institutsinterne Konzentrationsrisikoüberwachung.....	91
b)	Angemessene Diversifizierung des Liquiditätspuffers.....	92

c)	Überwachung und Kontrolle von Risikopositionen eines Instituts durch die Deutsche Bundesbank und die BaFin	93
d)	Zwischenfazit: Kein Bedarf nach zusätzlicher Regulierung auf Institutsportfolioebene	94
2.	Risikodiversifikation bei Investmentvermögen	94
a)	Regulierungsmaßnahmen zur Überwachung der Diversifikation von Investmentvermögenportfolios.....	94
b)	Grundsatz der Risikomischung	95
c)	Kein zusätzlicher Regulierungsbedarf auf Streuungsebene bei Investmentvermögen	95
III.	Fazit: Kein zusätzlicher Regulierungsbedarf auf Streuungsebene.....	96
C.	Regulierungsbedarf auf Risikoebene	97
I.	Regulierung im Spannungsverhältnis zwischen Finanzinnovation und Prävention von Marktversagen	98
1.	Eigentümlichkeit von Finanzinnovationen	98
a)	Begriffsbestimmung und Eingrenzung	98
b)	Finanzprodukt – Rechtsprodukt – Rechtsinnovation	99
c)	Funktionen innovativer Finanzprodukte	101
2.	Dynamisierungsnotwendigkeit und Grenzen von Finanzinnovationsregulierung.....	102
a)	Finanzproduktinnovationen in einem zunehmend marktbasiereten Finanzsystem	104
b)	Mangelnde Erfahrungswerte bei innovativen Finanzprodukten	104
c)	Abschätzung des ökonomischen Nutzens von innovativen Finanzprodukten	104
d)	Herausforderungen bei der Regulierung von Finanzproduktinnovationen	106
II.	Auswirkungen bereits initiiertes Regulierungsmaßnahmen auf den Regulierungsbedarf auf Risikoebene	107
1.	Risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung durch CRD IV und CRR	107
a)	Regulierungsmaßnahmen zur risikogewichteten Eigenkapitalunterlegung von Instituten.....	108
b)	Meldung kumulierter Informationen zu Finanzdaten und Risikopositionen gegenüber der Aufsichtsbehörde	109
c)	Verbleibender Regulierungsbedarf	109
2.	Direkte und indirekte Regulierung von Schattenbanken	109
a)	Indirekte Regulierung der Schattenbanktätigkeiten über das Bank-, Versicherungs- und Investmentrecht durch Selbstbehalte bei Verbriefungen.....	109
b)	Direkte Regulierung von Investmentvermögen.....	111

c) Verbleibender Regulierungsbedarf	112
3. Geringe Zweckdienlichkeit des Verbots ungedeckter Leerverkäufe	112
4. Maßnahmen zur Regulierung von Ratingagenturen und Ratingurteilen auf europäischer Ebene	114
a) Meldungen an „die Website zu den strukturierten Finanzinstrumenten“ der ESMA	115
aa) Meldepflichtige Informationen	116
bb) Häufigkeit der Meldungen	118
b) Pflicht zur Beauftragung eines doppelten Ratings für strukturierte Finanzinstrumente	118
c) Verbleibender Regelungsbedarf auf Risikoebene.....	119
5. Finanzproduktregulierung durch MiFID II und MiFIR.....	120
a) Anbieterinterne Finanzproduktkontrolle durch Governance-Anforderungen	121
aa) Finanzproduktregulierung mittels Zielmarktorientierung ..	121
bb) Qualitätskontrolle durch anbieterinterne Produktgenehmigungsverfahren	122
cc) Vertriebsverbot gegenüber Anlegern außerhalb des Zielmarktes	123
b) Aufsichtliche Finanzproduktintervention im Entstehungsprozess	123
c) Kritik an Produktgovernance-Anforderungen und Produktinterventionen im Entstehungsprozess.....	125
aa) Eingriff in die Vertragsfreiheit der Anleger durch Zielmarktbestimmungen und Produktverbote.....	125
bb) Gefahr der Scheinsicherheit und Innovationshemmung	126
d) Ausreichen struktureller Rahmenbedingungen mit Rückwirkung auf die Produktgestaltung: Transparenzgebot und Risikohinweis.....	127
III. Regulierungsbedarf nach Maßnahmen zur qualitativen Risikoerfassung von Finanzinstrumenten	129
1. Vor- und Nachteile einer selbstregulierten materiellen Finanzproduktaufsicht.....	130
2. Vor- und Nachteile einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente	132
a) Grundannahmen zu den Vor- und Nachteilen staatlicher Regulierung	132
b) Abwägung der Vor- und Nachteile einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente am Effizienzmaßstab	134
aa) Gefahr des Staatsversagens.....	134

(1) Effizienzvorteile durch Synergieeffekte einer „Allfinanzaufsicht“	135
(2) Vorteile durch die Wissensaggregation einer lernenden Aufsichtsbehörde	136
bb) Keine Gefahr der Überregulierung	137
cc) Kosten-Nutzen-Abwägung einer materiellen staatlichen Finanzproduktaufsicht	137
(1) Informations- und Interventionskosten einer materiellen staatlichen Finanzproduktaufsicht	138
(2) Reduktion von Informations- und Kontrollkosten durch Stichprobenüberprüfungen	138
(3) Finanzierungsaufwand des Staates im Vergleich zu Verlusten und Wohlfahrtseinbußen durch systemische Risiken	141
(4) Vorteile für die Informationseffizienz und Transparenz des Finanzmarktes durch eine materielle Finanzproduktaufsicht	143
(5) Reduktion von Signalisierungskosten der beaufsichtigten Unternehmen	145
(6) Anreizwirkung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente	146
dd) Sicherstellung von Innovationsoffenheit und Anpassungsfähigkeit der Aufsicht	148
(1) Umfassender Marktüberblick und Anpassungsfähigkeit durch einen finanzproduktorientierten Aufsichtsansatz	148
(2) Vorteile einer materiellen staatlichen Finanzproduktaufsicht gegenüber produktgestaltenden Regulierungsinstrumenten und Produktverboten	148
c) Zwischenfazit	149
IV. Fazit: Regulierungsbedarf nach einer effektiven materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente	149

Kapitel 2: Materielle staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente als Element des Versicherungsfinanzaufsichtsrechts

151

§ 3 <i>Rechtspflicht der BaFin zur materiellen Aufsicht über die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen im Rahmen der Geeignetheitsprüfung</i>	153
---	-----

A. Gesetzliche Anforderungen an die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen vor und nach Umsetzung der Solvency II-Richtlinie.....	153
I. Kapitalanlagevorschriften für das gebundene Vermögen von Versicherungsunternehmen vor Solvency II.....	155
II. Änderungen der gesetzlichen Anforderungen an die Kapitalanlage durch Solvency II.....	156
III. Anlagegrundsätze für die Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen.....	157
IV. Anlagegrundsatz der unternehmerischen Vorsicht.....	157
V. Anlagegrundsätze der Sicherheit, Qualität, Liquidität und Rentabilität sowie der Mischung und Streuung.....	158
VI. Verwendung derivativer Finanzinstrumente.....	159
B. Gesetzlicher Aufsichtsauftrag der BaFin.....	160
I. Rechtsaufsicht im Allgemeinen und Finanzaufsicht im Besonderen.....	161
1. Beobachtungsfunktion der BaFin im Rahmen der Finanzaufsicht.....	162
2. Berichtigungsfunktion der BaFin im Rahmen der Finanzaufsicht.....	163
II. Bestimmung des gesetzlich erforderlichen Prüfungsumfanges zur Überwachung der Kapitalanlage in geeignete Vermögenswerte.....	163
1. Grammatische Auslegung des § 294 Abs. 4 VAG.....	164
2. Systematische Verortung des § 294 Abs. 4 VAG.....	165
a) Zugrunde liegendes Aufsichtssystemverständnis im Versicherungsrecht.....	165
aa) Publizitätssystem.....	165
bb) Normativsystem.....	166
cc) System der materiellen Staatsaufsicht.....	167
dd) Vollzogener Wandel des Aufsichtssystems in Deutschland – von der materiellen Staatsaufsicht zur Normativaufsicht.....	168
(1) Grundlagen der „materiellen“ Versicherungsaufsicht in Deutschland.....	169
(2) Abkehr vom „materiellen“ Versicherungsaufsichtverständnis.....	170
(3) Legalitätsaufsicht als Leitgedanke von Solvency II.....	172
b) § 294 Abs. 4 VAG im Verhältnis zu Schutzpflichten nach Art. 14 GG.....	173
c) Auslegung des § 294 Abs. 4 im Verhältnis zu den Aufsichtsbefugnissen nach § 298 Abs. 1 Satz 1 VAG.....	174
aa) Befugnis zur Missstandsaufsicht.....	174

bb) Misstandsaufsicht zur Gefahrenvorsorge bei der Kapitalanlage	174
cc) Voraussetzungen einer effektiven Gefahrenvorsorge.....	176
d) Auslegung im Verhältnis zum aufsichtlichen Überprüfungsverfahren gemäß § 294 Abs. 5 VAG.....	177
e) Auslegung des § 294 Abs. 4 im Verhältnis zum Auskunftsrecht nach § 305 VAG.....	178
3. Gesetzgeberische Intention hinter der Geeignetheitsprüfung.....	179
4. Teleologie der Geeignetheitsprüfung	182
a) Schutzrichtung des Versicherungsaufsichtsrechts	182
aa) Schutztheorie	182
bb) Funktionsschutztheorie.....	183
cc) Zwischenfazit.....	184
b) Steuerungswissenschaftliche Betrachtung des § 294 Abs. 4 VAG.....	184
aa) Ausdrückliche administrative Konzeptpflicht nach § 131 Abs. 1 Nr. 2 VAG.....	186
bb) Konzept für die Überwachung der Geeignetheit der Kapitalanlagen.....	187
(1) Konzeptpflicht bezogen auf den Prüfungsinhalt	188
(2) Konzeptpflicht bezogen auf das Überprüfungs- verfahren.....	188
cc) Konzeptionelle Anforderungen der IAIS-Insurance Core Principles: ICP 9 Supervisory Review and Reporting.....	189
(1) Risikoorientierter Überprüfungsansatz	190
(2) Festlegung von Überwachungsinstrumenten und -methoden.....	191
(3) Festlegung konkreter Verfahrensabläufe	192
(4) Materielle Überprüfung von Kapitalanlagen.....	193
5. Selbstverständnis der BaFin	193
6. Pflicht zur materiellen Finanzproduktaufsicht als Folge des effet-utile-Grundsatzes	194
III. Fazit: Bestehen einer gesetzlichen Pflicht der BaFin zur materiellen Finanzproduktaufsicht über die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen.....	195
 § 4 Funktionsanalyse der Geeignetheitsprüfung von Kapitalanlagen	196
A. Aufsichtskonzeptioneller Prüfungsinhalt der BaFin zur Sicherstellung der Einhaltung der Anlagegrundsätze.....	197
I. Anlagegrundsatz der Sicherheit	198
1. Prüfungsmaßstab der BaFin hinsichtlich der Einhaltung des Sicherheitsgrundsatzes.....	198

a) Sicherheit der einzelnen Anlage und des Portfolios als Ganzen.....	198
b) Sicherung des Nominalwertes	199
c) Uneingeschränkte und wirtschaftliche Veräußerbarkeit	199
2. Anforderungen an die aufsichtliche Überprüfung des Sicherheitsgrundsatzes.....	199
3. Angemessenheit der behördlichen Geeignetheitsprüfkriterien für die Sicherheit	200
a) Bedeutung von Ratingurteilen für die Aufsichtstätigkeit	201
b) Rechtswidrigkeit einer restriktiven Selbstbindung des behördlichen Überprüfungsumfanges an Investment- Grade-Ratings	201
c) Notwendigkeit der Bestimmung von Bonität und Ausfallwahrscheinlichkeit	204
d) Intensivierte Prüfpflicht bei komplexen und innovativen Finanzprodukten	204
II. Anlagegrundsatz der Qualität.....	205
III. Anlagegrundsatz der Liquidität.....	206
IV. Anlagegrundsatz der Rentabilität.....	206
V. Anlagegrundsätze für die Verwendung derivativer Finanzinstrumente	207
1. Produktimmanente Risiken von Derivategeschäften.....	208
a) Derivatekontrakte im Allgemeinen	208
b) OTC-Derivatekontrakte im Besonderen	209
2. Zulässige Verwendung von Finanzderivaten in Versicherungsunternehmensportfolios.....	212
a) Zulässigkeit von Absicherungsgeschäften	213
b) Zulässigkeit von Erwerbsvorbereitungsgeschäften	214
c) Zulässigkeit von Ertragsvermehrungsgeschäften.....	216
d) Zulässigkeit kombinierter Strategien	216
3. Aufsichtliche Kriterien für die Zulässigkeit von strukturierten Finanzprodukten in Versicherungsunternehmensportfolios	218
a) Risiken strukturierter Finanzprodukte	219
b) Einsatzmöglichkeiten strukturierter Finanzprodukte.....	220
aa) Absicherungsgeschäfte	220
bb) Zulässigkeit von Erwerbsvorbereitungsgeschäften und Ertragsvermehrungsgeschäften	220
cc) Kombinierte Strategien	221
c) Aufsichtliche Anforderungen an die Zulässigkeit der Kapitalanlage in strukturierte Finanzprodukte	221
4. Aufsichtliche Anforderungen an die Verwendung von Kreditderivaten in Versicherungsunternehmensportfolios	222
a) Asset Backed Securities	223

aa) Ablauf und Funktionsweise einer True-Sale-ABS-Emission	224
bb) Funktionsweise synthetischer Asset Backed Securities	228
cc) Collateralized Debt Obligations	231
b) Funktionsweise von Credit Linked Notes.....	232
c) Funktionsweise von Credit Default Swaps	234
d) Funktionsweise von Total Return Swaps.....	234
e) Produktimmanente Risiken von kreditderivativen Verbriefungsstrukturen.....	236
f) Aufsichtliche Kriterien für die versicherungs- unternehmensinterne Überprüfung der Geeignetheit von Kreditderivaten.....	238
aa) Überprüfung rechtlicher Risiken	239
bb) Überprüfung wirtschaftlicher Risiken.....	239
cc) Anforderungen an die Bewertung von Anlagen in Kreditderivate	240
(1) Zerlegung	240
(2) Bewertung	240
dd) Zusätzliche Anforderungen an Anlagen in Kreditderivate	241
ee) Ausschluss von Hebelwirkungen.....	243
5. Zusammenfassung der aufsichtlichen Anforderungen an geeignete Vermögensanlagen.....	244
6. Anforderungen an die materielle Prüfung derivativer Finanzprodukte durch die BaFin im Rahmen der Geeignetheitsprüfung.....	244
a) Materielle Überprüfung von Kreditderivaten und strukturierten Finanzprodukten.....	245
aa) Rückgriff und Verweis auf Ratingurteile	247
bb) Zusätzliche Heranziehung der EIOPA-Kriterien für die Bestimmung der Hochwertigkeit von Verbriefungsstranchen.....	248
b) Materielle Überprüfung von Finanzderivattransaktionen.....	249
VI. Anforderungen an die Anlagegrundsätze der Mischung und Streuung	250
1. Mischung	250
2. Streuung.....	250
B. Qualitative aufsichtliche Anforderungen an die Kapitalanlage in geeignete Vermögenswerte vor Solvency II.....	251
I. Der Anlagekatalog des § 54 Abs. 2 VAG a.F. i.V.m. § 2 Abs. 1 AnIV konkretisiert durch das Rundschreiben 4/2011 (VA).....	252

1. Darlehensforderungen, Schuldverschreibungen und Genussrechte	253
a) Hypotheken und Grundschulden (Nr. 1).....	254
aa) Aufsichtliche Kriterien	254
bb) Anforderungen an eine materielle Finanzprodukt- prüfung durch die BaFin	256
b) Wertpapier- und durch Wertpapiere gesicherte Darlehen (Nr. 2)	258
c) Darlehen (Nr. 3–5)	261
aa) Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften (Nr. 3)..	261
bb) Darlehen an Unternehmen (Nr. 4).....	264
cc) Policendarlehen (Nr. 5).....	271
d) Schuldverschreibungen (Nr. 6–8).....	272
aa) Schuldverschreibungen qualifizierter Aussteller (Nr. 6)....	272
bb) Zum Handel zugelassene Schuldverschreibungen (Nr. 7).....	272
cc) Andere Schuldverschreibungen (Nr. 8)	274
e) Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten und Genussrechten (Nr. 9).....	275
f) ABS und CLN sowie andere Anlagen mit Anbindung an Kreditrisiken (Nr. 10)	278
aa) Aufsichtliche Kriterien	278
(1) Keine indirekte Anlage in ausgeschlossene Vermögenswerte.....	279
(2) Mit derivativen Finanzinstrumenten verbundene ABS und CLN	279
(3) Verlust eines Investment-Grade-Ratings	280
bb) Anforderungen an die materielle Überprüfung von ABS und CLN durch die BaFin	281
2. Schuldbuchforderungen und Liquiditätspapiere (Nr. 11).....	282
3. Aktien	284
a) Aktien (Nr. 12).....	284
b) Anforderungen an die materielle Finanzproduktprüfung durch die BaFin	285
4. Beteiligungen	286
a) Beteiligungen an Gesellschaften (Nr. 13 Buchstabe a).....	286
b) Beteiligungen an geschlossenen alternativen Investmentfonds (Nr. 13 Buchstabe b).....	290
5. Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte.....	291
a) Immobilien in Form von Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder Grundstücksgesellschaftsanteilen (Nr. 14 Buchstabe a).....	291

b)	Immobilien in Form von Aktien an einer REIT-Aktiengesellschaft oder Anteilen an vergleichbaren Kapitalgesellschaften (Nr. 14 Buchstabe b)	294
c)	Immobilien in Form von Aktien oder Anteilen an Immobilien-Sondervermögen (Nr. 14 Buchstabe c).....	295
6.	Anteile und Anlageaktien an Investmentvermögen.....	296
a)	Allgemeine aufsichtliche Anforderungen an die Anlage in Investmentvermögen	296
b)	Anteile und Anlageaktien an OGAW (Nr. 15)	300
c)	Anteile und Aktien an offenen Spezial-AIF (Nr. 16).....	301
d)	Anteile und Aktien an anderen Investmentvermögen (Nr. 17)	301
e)	Besondere Anforderungen an Anlagen in Hedgefonds.....	302
aa)	Allgemeine Hinweise der BaFin zu Anlagen in Hedgefonds	302
bb)	Aufsichtliche Anforderungen an die Strukturierung des Investmentprozesses und das Risikomanagement bei Anlagen in Hedgefonds.....	304
cc)	Indirekte Anlage in Hedgefonds über strukturierte Produkt	307
7.	Laufende Guthaben und Einlagen bei Kreditinstituten – Anlagen bei Zentralnotenbanken, Kreditinstituten und multilateralen Entwicklungsbanken (Nr. 18)	308
II.	Öffnungsklausel des § 2 Abs. 2 AnlV.....	309
III.	Ausgeschlossene Anlagen gemäß § 2 Abs. 4 AnlV.....	311
C.	Kernelemente des Aufsichtskonzepts der BaFin hinsichtlich des behördlichen Überprüfungsverfahrens	313
I.	Regelmäßige Berichterstattung der Versicherungsunternehmen	313
1.	Berichtspflichten der Versicherungsunternehmen über ihre Kapitalanlagen – Sammelverfügung vom 21.06.2011	315
a)	Anlage „Fonds“	315
aa)	Informationsgehalt der Anlage „Fonds“	315
bb)	Auswertung der Anlage „Fonds“ durch die BaFin.....	317
b)	Anlage „Immobilien“	318
c)	Anlage „Hedgefonds“	320
aa)	Informationsgehalt der Anlage „Hedgefonds“	320
bb)	Auswertung der Anlage „Hedgefonds“ durch die BaFin	322
d)	Anlage „ABS/CLN“	322
aa)	Informationsgehalt der Anlage „ABS/CLN“	322
bb)	Auswertung der Anlage „ABS/CLN“ durch die BaFin	324
e)	Anlage „Rohstoffprodukte“	324
aa)	Informationsgehalt der Anlage „Rohstoffprodukte“	324

bb) Auswertung der Anlage „Rohstoffprodukte“ durch die BaFin	325
2. Berichts- und Mitteilungspflichten über Geschäfte mit strukturierten Finanzprodukten	325
3. Vermögensverzeichnis	326
a) Eintragung der Zu- und Abgänge des Sicherungsvermögens ...	327
b) Bestandsverzeichnis	327
c) Informationsgehalt der Nachweisungen aufgrund der Vordrucke VV 1 bis VV-Z	328
aa) Nachweisung der Grundstücke und grundstücks- gleichen Rechte	328
bb) Nachweisung der Forderungen mit bestehendem Grundpfandrecht	329
cc) Nachweisung der Namensschuldverschreibungen, Schuldscheinforderungen und Darlehen	330
dd) Nachweisung der ABS und CLN	330
ee) Nachweisung von besicherten Forderungen	330
ff) Nachweisung der Schuldbuchforderungen	331
gg) Summarische Nachweisung der Vorauszahlungen und Darlehen auf eigene Versicherungsscheine	332
hh) Nachweisung der Inhaberschuldverschreibungen	332
ii) Nachweisung der Aktien	332
jj) Nachweisung der Anteile an in- und ausländischen Investmentvermögen	333
kk) Nachweisung Termin-, Festgelder, Spareinlagen und laufende Guthaben	333
ll) Nachweisung der Genussrechte	333
mm) Nachweisung der Beteiligungen an Unternehmen	334
nn) Zusammenstellung	334
II. Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung	335
III. Örtliche Prüfungen	336
IV. Aufsichtsbehördliche Informationsverarbeitung und -auswertung ...	337
D. Einbindung des Treuhänders für das Sicherungsvermögen in das Aufsichtskonzept der BaFin	338
I. Anforderungen an die Qualifikation des Treuhänders	340
1. Keine gesetzlich definierten Anforderungen	340
2. Aufsichtsbehördlich geforderte Qualifikation des Treuhänders ...	341
a) Fachkenntnisse des Treuhänders	341
b) Unabhängigkeit des Treuhänders	342
II. Aufgaben des Treuhänders	344
1. Bestätigung der Einhaltung der vorschriftsmäßigen Anlegung des Sicherungsvermögens	344

2. Bescheinigung der vorschriftsmäßigen Anlegung der im Vermögensverzeichnis eingetragenen Vermögenswerte	345
III. Rolle und Funktion des Treuhänders im Rahmen der Finanzaufsicht	346
1. Bestellung des Treuhänders	346
2. Einsichtsrechte des Treuhänders	347
3. Prüfungsumfang des Treuhänders im Hinblick auf die Qualifikation der Anlagen für das Sicherungsvermögen	347
a) Überprüfung der Einhaltung des § 54 VAG a.F. sowie der AnlV bis Ende 2015	348
aa) Prüfung des Anlagekatalogs des § 2 Abs. 1 AnlV anhand der Kriterien des Rundschreibens 4/2011 (VA)	350
bb) Prüfung des Sicherheitsgrundsatzes anhand der Kriterien des Rundschreibens 4/2011 (VA)	350
(1) Prüfung der Bonität eines Schuldners	350
(2) Unternehmenseigene Bewertungen sowie Rekurs auf Bewertungen von Ratingagenturen	351
i. Überprüfung von ABS, CLN oder vergleichbaren Anlagen	351
ii. Überprüfung von strukturierten Finanzprodukten	353
iii. Überprüfung von Anteilen an Investmentvermögen	354
iv. Überprüfung von ABS und ähnlicher Anlagen, die über ein Investmentvermögen gehalten werden	354
v. Bedenken hinsichtlich des uneingeschränkten Rückgriffs auf Ratings	355
(3) Überprüfung unternehmenseigener Anlageproduktbeurteilungen	355
b) Prüfungsumfang des Treuhänders nach Solvency II	356
c) Qualitätsprüfung der Vermögensanlagen durch den Treuhänder	357
aa) Gesteigerte Prüfungsintensität bei komplexeren und neuartigen Finanzprodukten	359
bb) Einbindung des stellvertretenden Treuhänders bei komplexen und innovativen Finanzprodukten	359
4. Bedeutung der Treuhändertätigkeit für die BaFin	360
a) Bedeutung der Bestätigung unter der Bilanz	360
b) Bedeutung der Bescheinigung zum Vermögensverzeichnis	361
c) Kritische Betrachtung	362
aa) Prüfungsumfang und Prüfungsinhalte des Treuhänders	363
bb) Wirkung des Bestätigungsvermerks unter der Bilanz sowie der Bescheinigung zum Vermögensverzeichnis	363

cc) Geringe Anforderungen an die Treuhänderqualifikation und keine Pflicht zur Erstellung eines Prüfberichts	363
dd) Ratinggestützte Einschätzungen und Anlageentscheidungen	365
E. Fazit: Materielle Finanzproduktaufsicht durch die Geeignetheitsprüfung der Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen	366

Kapitel 3: Analyse des Wertpapieraufsichtsrechts hinsichtlich einer behördlichen Rechtspflicht zur materiellen Aufsicht über Finanzinstrumente

370

§ 5 Wertpapierhandelsaufsichtsrecht

370

A. Aufgaben und Befugnisse der BaFin nach dem WpHG	370
I. Missstandsaufsicht nach § 4 WpHG	371
1. Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolgen	371
2. Gestaltungsauftrag und Pflicht zur Eigenprogrammierung der Behörde bei weiten Handlungsermächtigungen und offenen gesetzlichen Tatbeständen	372
a) Verfassungsrechtlich abgeleitete Konzeptpflichten	373
aa) Konzeptpflichten aufgrund des Rechtsschutzauftrags des Art. 19 Abs. 4 GG	373
bb) Ableitung von Konzeptpflichten aus dem Rechtsstaatsprinzip	374
cc) Konzeptpflichten als Ausdruck des Demokratieprinzips ...	375
dd) Konzeptpflicht aus dem Gleichheitsgrundsatz des Art. 3 Abs. 1 GG	376
b) Administrative Konzeptpflicht der BaFin für die Ausübung der Untersagungs- und Aussetzungskompetenz des § 4 Abs. 2 WpHG	376
aa) Umstandsbezogene Konzeptpflicht der BaFin	377
(1) Kriterien und Faktoren zur Produktintervention nach MiFIR	377
(2) Heranziehung der MiFIR-Kriterien als Auslegungshilfe für eine umstandsbezogene Maßstabbildung im Rahmen von § 4 Abs. 2 Satz 2 WpHG	378
bb) Konzeptpflicht in Bezug auf präventive Überprüfungen ...	378
cc) Konzeptpflicht zur Durchführung umfangreicher materieller Finanzproduktprüfungen	379
II. Befugnisse zur Sicherung des Finanzsystems nach § 4a WpHG	380
1. Teleologie des § 4a WpHG	381

a) § 4a Abs. 1 WpHG	381
b) § 4a Abs. 2 WpHG	382
2. Konzeptpflicht der BaFin zur Untersagung oder Aussetzung des Handels nach § 4a Abs. 1 WpHG	382
a) Umstandsbezogene Konzeptpflicht für die Konkretisierung der Anordnungsvoraussetzungen.....	383
b) Konzeptpflicht zur Überprüfung des Vorliegens der Eingriffsvoraussetzungen	383
III. Produktinterventionen nach § 4b WpHG	384
B. Fazit: Rechtspflicht zur Umsetzung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente aufgrund administrativer Konzeptpflichten	385
 § 6 <i>Prospektaufsichtsrecht</i>	387
A. Wertpapierprospektprüfung durch die BaFin nach dem WpPG	387
I. Billigung des Wertpapierprospekts	387
1. Formale und inhaltliche Anforderungen an einen Wertpapierprospekt.....	389
2. Prüfungsumfang und Prüfpflicht der BaFin	390
a) Überprüfung der Vollständigkeit	391
b) Überprüfung der Verständlichkeit	392
c) Überprüfung der Kohärenz	393
aa) Wortlautauslegung des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpPG	394
bb) Auffassung des Gesetzgebers zur eingeschränkten materiellen Prüfungspflicht.....	395
cc) Systematische Auslegung im Zusammenhang mit § 26 Abs. 2 WpPG.....	397
dd) Umfang der Zulassungsprüfung nach alter Rechtslage.....	398
ee) Behördliche Prüfungspraxis: Keine Veritätsprüfung des Prospektinhalts.....	400
II. Prüfung der inhaltlichen Richtigkeit des Prospekts im Einzelfall nach erfolgter Billigung	402
III. Zwischenfazit: Keine Rechtspflicht der BaFin zu umfangreichen materiellen Finanzproduktprüfungen im Rahmen des Billigungsverfahrens	402
B. Verkaufsprospektprüfung nach dem VermAnlG.....	403
I. Aufsichtlicher Prüfungsumfang im Rahmen des Billigungsverfahrens für Verkaufsprospekte	404
1. Anforderungen an Vermögensanlagen und Verkaufsprospekte nach dem Kleinanlegerschutzgesetz	404
a) Zielmarktbestimmung	405

b) Erweiterung der Pflichtangaben zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	405
2. Vollständigkeitsprüfung	406
3. Kohärenzprüfung	407
a) Finanzangaben	407
b) Inhaltliche Überprüfung der Finanzangaben im Einzelfall.....	407
c) Prüfung der Kohärenz der Geschäftsmodelle nach dem Kleinanlegerschutzgesetz	408
II. Zwischenfazit: keine Rechtspflicht zu umfangreichen materiellen Finanzproduktprüfungen durch die BaFin	408
C. Fazit	409
§ 7 <i>Aufsicht über Investmentvermögen</i>	410
A. Analyse der Aufsicht über die Anlagebedingungen und den Vertrieb von Investmentvermögen hinsichtlich materieller Prüfpflichten	411
I. Überprüfung von Anlagebedingungen im Rahmen des Genehmigungsverfahrens	411
1. Inhaltliche Anforderungen an die Anlagebedingungen	411
2. Genehmigungserfordernis für Anlagebedingungen	412
3. Pflicht zur Rechtmäßigkeitsprüfung im Rahmen des Genehmigungsverfahrens für Publikumsinvestmentvermögen	412
a) Allgemeine Anforderungen an die Überprüfung von Anlagebedingungen für Publikumsinvestmentvermögen.....	413
b) Überprüfung der Anlagebedingungen von geschlossenen inländischen Publikums-AIF	414
4. Zwischenfazit: Keine Pflicht zu materiellen Prüfungen von einzelnen Vermögenswerten und der Anlagebedingungen.....	414
II. Überprüfungen im Rahmen des Vertriebsanzeigeverfahrens	415
1. Rechtmäßigkeits- und Vollständigkeitsprüfung der Anlagebedingungen.....	416
a) Publikumsinvestmentvermögen	416
b) Spezial-AIF	417
2. Rechtmäßigkeits- und Vollständigkeitsprüfung der Verkaufsprospekte und der wesentlichen Anlegerinformationen	417
a) Inhaltliche Anforderungen an Verkaufsprospekte für Investmentvermögen.....	418
aa) Verkaufsprospekte für Publikums-AIF.....	418
bb) Verkaufsprospekte für Spezial-AIF	419

b) Inhaltliche Anforderungen an die wesentlichen Anlegerinformationen.....	419
c) Gesetzlicher Umfang der Rechtmäßigkeitsprüfung durch die BaFin	420
3. Pflicht zur Kohärenzprüfung der eingereichten Unterlagen und Angaben.....	421
III. Fazit: Keine Rechtspflicht der BaFin zu umfassenden materiellen Überprüfungen von Investmentvermögen	422
B. Materielle Produktaufsicht im Rahmen der Aufsicht über die Verwaltung von Investmentvermögen.....	422
I. Informations- und Meldepflichten der Verwaltungsgesellschaft gegenüber der Aufsichtsbehörde.....	423
1. Angaben zu den wichtigsten Instrumenten und Märkten der Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr verwalteten AIF	423
2. Angaben zu den einzelnen AIF.....	424
3. Angaben zu den wichtigsten Risiken eines AIF	424
4. Angaben zu den gehandelten Instrumenten und Einzelrisiken.....	424
5. Angaben zum gegenwärtigen Risiko- und Liquiditäts- profil eines AIF	425
II. Umfang der Prüfpflicht der BaFin bei der Auswertung der gemeldeten Daten.....	425
III. Fazit: Pflicht zur materiellen Aufsicht über Investmentvermögen ab einer gewissen Größenordnung	426
§ 8 <i>Materielle Finanzproduktaufsicht als wertpapieraufsichts- rechtliches Regulierungsinstrument</i>	426
A. Verwendung von versicherungsaufsichtlichen Konzepten und Prüf- ergebnissen für die Wertpapieraufsicht zur Hebung von Synergien	427
B. Einführung von Risikokennziffern als Teil des Aufsichtskonzepts	428
I. Anregung eines aufsichtlichen Risikokennziffernsystems	428
II. Risikokennziffern zur regulierten Selbstregulierung	429
III. Förderung der Finanzprodukttransparenz durch Risikokennziffern.....	430
 Kapitel 4: Analyse des Bank(finanz)aufsichtsrechts hinsichtlich einer Pflicht der BaFin zur materiellen Finanzproduktaufsicht.....	 431
§ 9 <i>Instituts- und Missstandsaufsicht nach § 6 KWG</i>	431

§ 10 Aufsichtliche Überprüfung und Beurteilung von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten	432
A. Prozess der aufsichtlichen Überprüfung und Beurteilung nach § 6b KWG	433
I. Systemprüfungen zur Beurteilung der Angemessenheit und Wirksamkeit des Risikomanagements eines Instituts	434
1. Aufbauprüfung des Risikomanagementsystems	435
2. Funktionsprüfung des Risikomanagementsystems	435
II. Aussagebezogene Prüfungen zur Beurteilung von Risikomanagementsystemen	436
1. Notwendigkeit von aussagebezogenen Prüfungen	436
a) Materielle Finanzproduktprüfungen zur Verifizierung von Modellparametern	436
b) Materielle Finanzproduktprüfungen zur Beurteilung der risikogewichteten Eigenkapitalunterlegung	437
2. Überprüfungsumfang bei Verbriefungspositionen	438
a) Detaillierte Meldepflichten über Verbriefungspositionen	438
b) Einzelfallüberprüfungen von Verbriefungspositionen	439
c) Materielle Prüfpflicht der Bankaufsicht bei Verbriefungspositionen als notwendige Folge des effet-utile-Grundsatzes	439
B. Fazit: Partielle Pflicht zur materiellen Finanzproduktaufsicht über Vermögenswerte in Bankportfolios	441
§ 11 Übertragung des versicherungsrechtlichen Regulierungsinstruments der materiellen Finanzproduktaufsicht auf die Bankaufsicht	442
A. Kongruenz der Aufsichtsziele und zunehmende Similarität der Kapitalanlagen von Bankinstituten und Versicherungsunternehmen	444
B. Ergänzung der modellbasierten Solvenzaufsicht über Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute durch eine materielle Finanzproduktaufsicht	445
I. Einführung von qualitativen Anlagegrundsätzen und Meldepflichten für Institute	446
II. Einführung der Geeignetheitsprüfung als bankaufsichtliches Instrument	447
III. Übertragung des Treuhändermodells auf die Bankaufsicht	448
IV. Verhältnismäßigkeit des Aufsichtsinstruments der materiellen Finanzproduktaufsicht	449
C. Rechtsfolgen und Wirkung einer materiellen Finanzproduktaufsicht für die Bankfinanzaufsicht	450

Kapitel 5: Rechtsfolgenbetrachtung.....	451
§ 12 <i>Rechtsfolgen bei fehlender oder unzureichender Umsetzung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente</i>	451
A. Staatshaftungsrechtliche Folgen.....	451
I. Amtshaftungssubjekt.....	452
1. Die BaFin als haftende Körperschaft.....	452
2. Verfassungsrechtliche Bedenken gegen die Haftung der BaFin ...	452
II. Mögliche Anspruchsinhaber	454
1. Tätigwerden der BaFin im öffentlichen Interesse	454
2. Amtshaftungsanspruch des Anlegers bei fehlender Umsetzung einer materiellen Finanzproduktaufsicht im Rahmen von §§ 4, 4a, 4b WpHG.....	455
3. Amtshaftungsanspruch des Kunden eines beaufsichtigten Instituts	456
4. Amtshaftungsansprüche des Versicherten bei amtspflichtwidriger Finanzaufsicht über Versicherungsunternehmen.....	456
5. Amtshaftungsanspruch des Emittenten wegen amtspflichtwidriger Aussetzungs- oder Untersagungsanordnung	457
a) Amtspflichtverletzung.....	457
b) Drittschützende Wirkung der §§ 4, 4a, 4b WpHG	458
c) Verursachung eines Schadens	458
d) Zwischenfazit.....	459
B. Unionsrechtliche Haftung der Mitgliedstaaten.....	460
C. Finanzministerielle Weisungspflicht	460
D. Fazit	461
§ 13 <i>Rechtsfolgen bei fehlender Transparentmachung von Prüfergebnissen der materiellen Finanzproduktaufsicht</i>	462
A. Staatshaftungsrechtliche Folgen bei unterlassener Aufklärung der Marktteilnehmer über schädliche Finanzprodukte	462
I. Grundsatz des Zugangs zu bewertungsrelevanten Informationen ...	462
II. Voraussetzungen für Verwaltungsinformationshandeln.....	463
III. Transparenzpflicht als Korrelat staatlichen Informationshandelns?.....	463
B. Behördeninterne Offenlegungspflicht aufgrund des Gebots der Verwaltungseffizienz.....	464
I. Verstoß gegen den Grundsatz der Verwaltungseffizienz bei unterbleibender innerbehördlicher Nutzung von Prüfergebnissen....	464

II. Zulässigkeit der behördeninternen Nutzung von Prüfergebnissen aus anderen Aufsichtsbereichen	465
C. Fazit	466
Synthese	467
Literatur- und Quellenverzeichnis.....	473
Sachregister	505

Abkürzungsverzeichnis

a.F.	alte Fassung
Abb.	Abbildung
Abl.	Amtsblatt der Europäischen Union
ABS	Asset Backed Securities
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AIF	Alternativer Investmentfonds
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
Az.	Aktenzeichen
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAnz	Bundesanzeiger
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des BGH in Zivilsachen
Bio.	Billion
BIS	Bank for International Settlements (Bank für internationalen Zahlungsausgleich)
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesfinanzministerium
BörsG	Börsengesetz
BReg	Bundesregierung
BR-Drs.	Drucksachen des Deutschen Bundesrates
BT-Drs.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des BVerfG
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des BVerwG
CARA	Constant Absolute Risk Aversion
CBO	Collateralized Bond Obligation
CCP	Central Counterparty/Zentrale Gegenpartei
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CESR	Committee of European Securities Regulators

CLN	Credit Linked Note
CLO	Collateralized Loan Obligation
CRD II	Kapitaladäquanzrichtlinie II (Capital Requirement Directive II)
CRD IV	Kapitaladäquanzrichtlinie IV (Capital Requirement Directive IV)
CRR	Kapitaladäquanzverordnung
CRRA	Constant Relative Risk Aversion
CSO	Collateralized Synthetic Obligation
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
D.C.	District of Columbia
DerivateV	Derivateverordnung
Die Verwaltung	Zeitschrift für Verwaltungsrecht und Verwaltungswissenschaften
DStR	Fachdienst Deutsches Steuerrecht
EAA	Erste Abwicklungsanstalt
EBA	European Banking Authority
EBOR	European Business Organization Law Review
EG	Europäische Gemeinschaft
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESFS	European System of Financial Supervision
ESM	European Stability Mechanism
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
et al.	et alii/und andere
EU	Europäische Union
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
Fed	Federal Reserve System
FMSA	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FMS-WM	FMS Wertmanagement
Fn.	Fußnote
FRUG	Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSB	Financial Stability Board
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
GG	Grundgesetz
GIMAR	Global Insurance Market Report
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWR	Geschäfts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Hdb	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
HRE	Hypo Real Estate
Hrsg.	Herausgeber

IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IBES	Institut für Betriebswirtschaft und Volkswirtschaft
ICP	Insurance Core Principle
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund
InvG	Investmentgesetz
IRZ	Zeitschrift für internationale Rechnungslegung
i.S.d.	im Sinne der/des
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISIN	International Securities Identification Number
JZ	JuristenZeitung
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
KZfSS	Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MBS	Mortgage Backed Securities
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
Mrd.	Milliarde
MTF	Multilateral Trading Facility
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NBER	National Bureau of Economic Research
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No./Nr.	Number/Nummer
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
ORSA	Own Risk and Solvency Assessment
OTC	Over the Counter
OTF	Organised Trading Facility
PfandBG	Pfandbriefgesetz
Pub. L.	Public Law
RGBl.	Reichsgesetzblatt
RGZ	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
RKZ	Risikokennziffern
Rn.	Randnummer
SEC	Securities and Exchange Commission
SFT	Securities Financing Transaction

SI	Systematische Internalisierer
SIV	Special Investment Vehicle
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
SPV	Special Purpose Vehicle/Zweckgesellschaft
SSM	Single Supervisory Mechanism
SSRN	Social Science Research Network
Stat.	Statute
TRS	Total Return Swap
Tz.	Textziffer (bei Gerichtsurteilen: Juris-Textziffer)
u.a.	unter anderem
USA	United States of America
U. S. C.	United States Code
VAG	Gesetz über die Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmen
VerBAV	Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen
VersR	Versicherungsrecht (Zeitschrift)
Vol.	Volumen
VR	Verwaltungsrundschau
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
VW	Versicherungswirtschaft
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WestLB	Westdeutsche Landesbank
WiVerw	Wirtschaft und Verwaltung
WKN	Wertpapierkennnummer
WM	Wertpapier-Mitteilungen/Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZfV	Zeitschrift für Versicherungswesen
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

Einleitung

Der 15. September 2008 gilt als der Anbeginn der Finanzmarktkrise. An diesem Tag ging die US-amerikanische Investmentbank Lehman Brothers Inc. insolvent. Fehlentwicklungen innerhalb des Finanzsystems sind nach Aussagen der Deutschen Bundesbank wesentliche Ursachen für die „*Persistenz*“ und „*Schärfe*“ der Finanzkrise¹. Eine der Hauptursachen waren dabei risikoreiche Finanzprodukte. Insbesondere haben Verbriefungs- und Wiederverbriefungsstrukturen, denen unter anderem amerikanische Hypothekendarlehen zugrunde lagen, dazu beigetragen, dass Konzentrationsrisiken finanzmarktübergreifend aufgebaut wurden, die am Ende zum Platzen der „Blase“ führen mussten. Das Anhäufen von Klumpenrisiken auf *Institutivebene* im Rahmen von Bankportfolios sowie auch auf *Systemebene* widerstrebt diametral dem Grundsatz der *Risikostreuung*. Zum anderen wurden die *Risiken* von Finanzprodukten falsch eingeschätzt. Dies führte dazu, dass Kapitalmarktteilnehmer in risikoreiche Finanzprodukte investiert haben, deren Funktionsweisen und Risiken sie nicht zutreffend bewerten konnten. Der hohe Komplexitätsgrad von Asset Backed Securities (ABS) oder Credit Default Swaps (CDS) sowie verschiedenen anderen derivativen und strukturierten Finanzproduktkonstruktionen erschwerte den Marktakteuren die Risikobewertung von Finanzinstrumenten, bei denen keine klare Risikoverteilung mehr zu

¹ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 04/2013, 41, 42; grundlegend zu den Ursachen der Finanzkrise *de Larosière-Group*, de Larosière-Report, S. 7 ff.; vertiefend dazu *Hellwig*, *De Economist* (2009) 157, 129–207; *Financial Crisis Inquiry Commission*, *The Financial Crisis Inquiry Report* (Jan. 2011); *Schäfer, D.*, Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 51–52/2008, 808–817; *Joint Forum*, *Credit Risk Transfer: Developments from 2005 to 2007 – Final Document* (Jul. 2008), S. 1 ff.; *FSA*, *The Turner Review, A Regulatory Response to the Global Banking Crisis* (März 2009), S. 11 ff.; *Schwarz*, *South Carolina Law Review*, Vol. 60, No. 3 (2009), 549 ff.; *Whalen*, *Networks Financial Institute Policy Brief No. 2008-PB-04*, S. 2 ff.; Europäische Kommission, *Commission Staff Working Document „Economic Review of the Financial Regulation Agenda“* vom 15.05.2014, SWD (2014) 158 final; *Höche*, in: Habersack/Mülbert et. al, *Bankrechtstag 2013*, S. 3, 13 ff.; zu Finanzkrisen, Banken und Finanzkrisentheorien *Löhn*, *Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen*, S. 23 ff.; *Siekmann*, in: Scherzberg/Dogan/Çan (Hrsg.), *Staatliche Finanzmarktregulierung und Eigentumsschutz*, S. 9 ff.

erkennen war². Vor allem Bankinstitute haben den Verkauf von ABS genutzt, die von allein zu diesem Zweck gegründeten Zweckgesellschaften ausgegeben wurden, um risikoreiche Fristentransformationen durchzuführen³. Die Idee der Diversifikation von Risiken durch Kreditrisikoverbriefungen ist dabei nicht per se zu kritisieren. Jedoch haben Banken diese Idee der Risikostreuung nicht richtig umgesetzt und Kreditderivate dazu genutzt, ihre tatsächlichen Risiken zu verschleiern⁴. Das Vertrauen auf Ratingurteile anerkannter Ratingagenturen verzerrte zudem die Risikoeinschätzung der Kapitalmarktteilnehmer⁵. Gänzlich unüberschaubar wurde das Ausmaß der Fi-

² Bereits in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2006 ging die Deutsche Bundesbank davon aus, dass es „aufgrund der begrenzten Transparenz des Marktsegments [Kreditrisikotransfermarkt] [...] allerdings nicht auszuschließen [ist], dass hier auch Investoren aktiv sind, die die Risikoprofile komplexer Produktstrukturen nicht vollständig überblicken“, Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2006, S. 30; vertiefend dazu *Köhler*, Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente, S. 105 ff.; *Kumpan*, Journal of Corporate Law Studies, Vol. 9, No. 2 (Okt. 2009), 261–294; *ders.*, Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht, S. 58; *ders.*, in: Allmendinger/Steffek et al., Corporate Governance, S. 209 ff.; *Möllers/Christ/Harrer*, NZG 2010, 1124, 1125; *Zeitler*, WM 2012, 673, 674; kritisch zu innovativen Finanzinstrumenten *Paul Krugman*: „It’s hard to think of any major recent financial innovations that actually aided society, as opposed to being new, improved ways to blow bubbles, evade regulations and implement de facto Ponzi schemes“, Money for Nothing, in: New York Times vom 26.04.2009; aufgegriffen von *Möslein*, ZBB 2013, 1, 2; G-20 Gipfel von Pittsburgh, Leaders’ Statement: The Pittsburgh Summit vom 24. – 25.09.2009, Abschlussdokument; *Köndgen*, in: FS Hopt, S. 2113, 2117; Zudem heizten Anreizmodelle, die überhöhte Bonizahlungen an Investmentbanker erlaubten, den Markt für komplexe Finanzinstrumente noch weiter an und beflügelten die Kreativität der Finanzproduktindustrie hinsichtlich neuer Produktkonstruktionen.

³ In diesem Zusammenhang sind auch Unternehmen zu nennen, die allgemein als „Schattenbanken“ bezeichnet werden und aufgrund ihrer finanziellen grenzüberschreitenden Verflechtungen Quellen systemischer Risiken waren und noch sind, dazu *Zeitler*, WM 2012, 673, 674 f.; *Florstedt*, ZBB 2013, 81 ff.

⁴ Insbesondere hatte die expansive Geldpolitik der Zentralbanken (Fed und EZB) dazu geführt, dass zu viel Liquidität in den Finanzmärkten vorhanden war, die vor allem im US-amerikanischen Raum zu einer ausufernden Kreditvergabepraxis von Bankinstituten geführt hat, dazu *Wilmarth*, Connecticut Law Review, Vol. 41 No. 4 (Mai 2009), 963–1050; „Nach Schätzungen blieben, ohne Berücksichtigung der OTC Derivate, mehr als 50 % der Hypothekenkredite in den USA innerhalb des Finanzsektors.“, so *Schüwer/Steffen*, in: Zerey, Finanzderivate, § 1 Rn. 50 m.w.N.

⁵ Dazu *De Larosièrre-Group*, de Larosièrre-Report, S. 9 f.; *Deipenbrock*, RIW 2010, 612–618; *Haar*, ZBB 2009, 177, 178; *Siepmann*, Selbstbehalt bei Verbriefungen, S. 179; *Schmidtko*, Kapitalmarktrechtliche Regulierung von Finanzanalyse und Rating-Urteil, S. 3 f.; *Schroeter*, Ratings, S. 456 ff., 486 ff.; Fehlanreize setzte vor allem das Geschäfts- und Zahlungsmodell von Ratingagenturen, die für eine Produktbewertung von den Emittenten selbst entlohnt wurden und sich damit dem Interessenkonflikt ausgesetzt sahen, insbesondere die strukturierten Finanzprodukte ihres emittierenden Kunden derartig zu

nanzprodukt Risiken und der Risikoverteilung, als Versicherungsunternehmen Verbriefungstransaktionen von Banken rückversicherten⁶. Die unzureichende Eigenkapitalausstattung von Finanzinstituten führte weiterhin dazu, dass Risiken, die sich in den Handelsbüchern verbargen und verwirklicht hatten, nicht mehr institutsintern aufgefangen werden konnten und am Ende staatliche „Rettenungsmaßnahmen“ erforderlich wurden⁷.

Seit dem G-20-Gipfel in Washington 2008 sind zahlreiche Regulierungsmaßnahmen verabschiedet worden, um die Folgen der Finanzkrise zu bewäl-

strukturieren, dass diese der vermeintlichen Risikobereitschaft des Anlegerpublikums entsprachen, dazu *Kumpan*, Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht, S. 142; *Mölers/Wecker*, ZRP 2012, 106; *Gerke/Merx*, in: FS Hopt, S. 1845, 1846 ff.

⁶ Weiterführend *Grundmann/Hofmann/Möslein*, in: dies., Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, S. 3 ff.; *Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*, Gutachten Nr. 03/10, S. 7 ff.; *Callies*, VVDStRL 71 (2012), 113, 149 ff.; *Zeitler*, WM 2012, 673–678; Im Ergebnis bedingte die Finanzkrise ein grundlegendes Aufsichtsversagen – wenn auch nicht Aufsichtsbehördenversagen –, das seine Erklärung in fehlenden Zuständigkeiten, fehlender aufsichtsbehördlicher Zusammenarbeit und fehlenden Kompetenzen sowie dem Fehlen einer Aufsicht auf Makroebene und der Funktionsunfähigkeit von inkonsistenten Frühwarnsystemen findet, etwas zu pauschalisierend zum Aufsichtsversagen *Wieland*, Die Verwaltung 43 (2010), 83; *Droege*, DVBl. 2009, 1415, 1421; *Tieben*, Das Drei-Säulen-System des Bankenmarktes, S. 147; differenzierter dazu *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 202; *Heun*, JZ 2010, 53–62; *Ohler*, WiVerw 2010, 47, 49; *Siekmann*, in: Scherzberg/Dogan/Çan (Hrsg.), Staatliche Finanzmarktregulierung und Eigentumschutz, S. 9, 21 ff.; *De Larosière-Group*, de Larosière-Report, S. 44 ff.

⁷ Vertiefend dazu *Admati/DeMarzo/Hellwig/Pfleiderer*, The Rock Center for Corporate Governance at Stanford University WorkingPaper Series No. 86 (27.08.2010); *Florstedt*, ZBB 2013, 81 ff.; nicht zuletzt hat auch die Übernahme Internationaler Rechnungslegungsstandards ins Unionsrecht, die eine Bewertung von Vermögensgegenständen zum Fair Value vorsehen, einen Beitrag zur Entstehung der Banken- und Finanzkrise im Weiteren geleistet, so der *Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*, Gutachten Nr. 03/10, S. 21. Nach Art. 2 Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.07.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (IAS-Verordnung) gelten als „internationale Rechnungslegungsstandards“ die „International Accounting Standards“ (IAS), die „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) und damit verbundene Auslegungen (SIC/IFRIC-Interpretationen), spätere Änderungen dieser Standards und damit verbundene Auslegungen sowie künftige Standards und damit verbundene Auslegungen, die vom International Accounting Standards Board (IASB) herausgegeben oder angenommen wurden. Damit eröffnete der Gesetzgeber einen weiten Manipulationsspielraum bei der Rechnungslegung von Unternehmen, die zulasten der Informationsqualität eines nach IAS/IFRS aufgestellten Abschlusses gehen, vertiefend dazu *Kirchner*, FS Rückle, S. 299, 302 f., 306; *Khan*, Does Fair Value Accounting Contribute to Systemic Risk in the Banking Industry?; *Zeitler*, WM 2012, 673, 675; a.A. *Laux/Leuz*, Accounting, Organizations and Society, Vol. 34, 2009, 826–834; *dies.*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 24, No. 1, 93–118; *Amel-Zadeh/Meeks*, Bank Failure, Mark-to-Market and the Financial Crisis, S. 1 ff.

tigen und künftige Krisen zu verhindern. In der Regierungserklärung vom 15. Oktober 2008 zum Finanzmarktstabilisierungsgesetz forderte die Bundesregierung als „Baustein für eine neue Finanzmarktverfassung [...] mehr Absicherung von Risikoprodukten der Finanzwirtschaft durch Risikounterlegung und mehr Transparenz bei den gehandelten Produkten“. Ebenso sieht der Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD vor, dass „kein Finanzmarktakteur, kein Finanzprodukt und kein Markt [...] in Zukunft ohne angemessene Regulierung bleiben [darf]“⁸. Die bisherigen Regulierungsmaßnahmen setzen dabei vorrangig bei den Kapitalmarktakteuren wie Banken und Versicherungsunternehmen an und übersehen dabei, dass die eigentliche „Ware“ am Kapitalmarkt, das Finanzprodukt selbst, zum Krisenmotor werden kann. Der Wandel des deutschen bankbasierten Finanzsystems hin zu einem kapitalmarktorientierten System bedingt jedoch, dass stets neue (innovative) Finanzprodukte auf den Markt kommen⁹. Über die Kapitalallokation entscheiden nicht mehr allein Banken. Vielmehr findet die Unternehmensfinanzierung mit Hilfe von Finanzinstrumenten direkt über den Kapitalmarkt statt. Zwar ist eine Regulierung von Finanzmarktakteuren auch weiterhin notwendig. Zur Aufdeckung von Risiken und Intransparenzen im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten ist dieser akteursbezogene Regulierungsansatz allein jedoch nicht ausreichend.

A. Gegenstand der Untersuchung

Vor diesem Hintergrund hat die vorliegende Untersuchung zum Ziel, ein finanzproduktbezogenes Regulierungsinstrument aufzuzeigen, durch das ein Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems und der Finanzmärkte geleistet werden kann. Hierbei wird als Teil einer staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente insbesondere eine *materielle staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente* als Aufsichtsinstrument untersucht. Vertieft wird dabei die These *Schwintowskis*, die er im Zuge der Aufarbeitung der Finanzmarktkrise in dem von *Grundmann, Hofmann* und *Möslein* herausgegebenen Sammelband „Finanzkrise und Wirtschaftsordnung“ aufgestellt hat:

„Ferner müsste die materielle Staatsaufsicht auch über Finanzmarktprodukte eingeführt werden. Im Bereich der Versicherungsaufsicht wird dies seit ca. 150 Jahren praktiziert

⁸ Deutschlands Zukunft gestalten. Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, 18. Legislaturperiode, S. 44, abrufbar unter: <https://www.cdu.de/sites/default/files/media/dokumente/koalitionsvertrag.pdf> (28.07.2015).

⁹ Dazu ausführlich unten Kapitel 1 § 2 A.

(§ 81 VAG¹⁰). Als Folge der Einführung der materiellen Staatsaufsicht wäre die Bankaufsicht berechtigt und auch verpflichtet, sich die am Markt kursierenden Finanzprodukte anzuschauen und solche Produkte herauszunehmen bzw. auf Umgestaltung zu drängen, die für die Finanzmärkte gefährlich werden könnten¹¹.

Hintergrund dieser Forderung ist, dass im Bereich des Versicherungsaufsichtsrechts – anders als im Wertpapier- und Bankaufsichtsrecht – die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)¹² zur Überprüfung der *Geeignetheit der Kapitalanlagen* von Versicherungsunternehmen verpflichtet ist¹³. Versicherungsunternehmen ist zunächst gesetzlich vorgeschrieben, dass sie ihr gesamtes Vermögen in *geeignete* Vermögensanlagen investieren müssen. Die Anforderungen an die Geeignetheit der Kapitalanlagen sind durch Gesetz näher bestimmt. Die Kapitalanlage muss danach dem Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht genügen¹⁴, der sich in den qualitativen Anlagegrundsätzen der Sicherheit, Qualität sowie Rentabilität und Liquidität niederschlägt¹⁵. Daneben sind die Grundsätze der angemessenen Mischung und Streuung zu beachten¹⁶. Ob diese Grundsätze von den Versicherungsunternehmen eingehalten werden, ist von der BaFin zu überprüfen. Da Versicherungsunternehmen neben Banken zu den größten Anlegern am Finanzmarkt gehören und diese Unternehmen weitgehend in gleichartige und zum Teil sogar identische Finanzprodukte investieren¹⁷, würde in Deutschland durch die BaFin als Versicherungsaufsicht bereits eine umfangreiche *materielle*

¹⁰ § 81 VAG a.F. wird ab 01.01.2016 ersetzt durch § 294 VAG (Gesetz über die Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz –VAG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 10.04.2015 des Gesetzes zur Modernisierung der Finanzaufsicht über Versicherungen vom 01.04.2015, BGBl. 2015 I, S. 434. Art. 1 dieses Gesetzes dient der Umsetzung der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25.11.2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II-/Solvency II-Richtlinie), ABl. (EU) Nr. L 335 vom 17.12.2009, S. 1, die zuletzt durch die Richtlinie 2014/51/EU (Omnibus-II-Richtlinie), ABl. (EU) Nr. L 153 vom 22.5.2014, S. 1, geändert worden ist.

¹¹ Schwintowski, in: Grundmann/Hofmann/Möslein, Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, S. 51.

¹² Die BaFin ist eine bundesunmittelbare, rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts (§ 1 Abs. 1 FinDAG) mit Sitz in Bonn und Frankfurt a. M. (§ 1 Abs. 2 FinDAG), die der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen untersteht (§ 2 FinDAG). Zu ihren Aufgaben gehört die Aufsicht über Kreditinstitute, Finanzdienstleister, Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds sowie über den Wertpapierhandel (§ 4 FinDAG).

¹³ § 294 Abs. 4 VAG.

¹⁴ § 124 Abs. 1 Satz 1 VAG.

¹⁵ § 124 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 VAG.

¹⁶ § 124 Abs. 1 Satz 2 Nr. 7 VAG.

¹⁷ Ortman, Kapitalanlage deutscher und britischer Lebensversicherer, S. 75 ff.

staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente – quasi durch die Hintertür – stattfinden. Untersucht wird daher auch die Frage, ob eine derartig umfassende Aufsicht auch tatsächlich durch die Versicherungsaufsicht stattfindet.

Die Anforderungen an die versicherungsaufsichtsrechtliche Geeignetheitsprüfung nach § 294 Abs. 4 VAG sind dabei als eine Möglichkeit zur Umsetzung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente zu verstehen, deren Grundsätze auf die Bankaufsicht übertragen werden könnten. Als Gegenstand der folgenden Untersuchungen ist eine materielle staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente jedoch nicht nur als Regulierungsinstrument für die Bankaufsicht zu betrachten, sondern – über *Schwintowski's* These hinausgehend – auch als ein wertpapieraufsichtsrechtliches Instrument. Dem Untersuchungsgegenstand der „materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente“ kann bisher kein einheitliches oder gefestigtes Begriffsverständnis vorausgesetzt werden. Daher wird nachfolgend die den weiteren Untersuchungen zugrunde gelegte Begrifflichkeit näher beschrieben.

I. Beschreibung einer „materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente“

Unter einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente soll hier eine Aufsicht verstanden werden, die die Funktionsweisen von Finanzinstrumenten nachvollziehen kann und produktimmanente Risiken einschätzt und bewertet. Der aufsichtliche Überprüfungsmaßstab soll sich dabei an den versicherungsaufsichtsrechtlichen Grundsätzen der Sicherheit und Qualität sowie der Rentabilität und Liquidität orientieren.

II. Abgrenzung vom Begriff der „materiellen Staatsaufsicht“

Die von *Schwintowski* verwendete Begrifflichkeit „materielle Staatsaufsicht“ wird bei den weiteren Ausführungen nicht verwendet, um die materielle Aufsicht des Staates über Finanzinstrumente zu beschreiben. Der Begriff der materiellen Staatsaufsicht beschreibt ein bestimmtes Aufsichtsverständnis, das traditionell im Versicherungsaufsichtsrecht für die Aufsicht der zuständigen Aufsichtsbehörde über die Versicherungsunternehmen verwendet wird¹⁸. Die materielle Staatsaufsicht umfasst die gesamte Aufsicht über den Geschäftsbetrieb eines Versicherungsunternehmens und ist dabei nicht auf den Bereich der Finanzaufsicht beschränkt. Um eine spezifischere Abgrenzung zu

¹⁸ Nach heutigem Begriffsverständnis außerhalb des Versicherungsaufsichtsrechts wird unter Staatsaufsicht die Aufsicht innerhalb des Staates beschrieben und ist im Sinne einer Fach- und Rechtsaufsicht des Staates über Behörden zu verstehen, *Kahl*, Die Staatsaufsicht, S. 1 ff.; *Bähr*, in: *Fahr/Kaulbach/Bähr/Pohlmann*, § 81 Rn. 3; s. dazu unten Kapitel 2 § 3 B.II.2.a)cc), Kapitel 2 § 3 B.II.2.a)dd).

ermöglichen, wird im Weiteren mit der Begrifflichkeit der „*materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente*“ gearbeitet, um eine inhaltliche und risikoorientierte Aufsicht über Finanzprodukte durch die Finanzaufsichtsbehörde zu beschreiben, die nicht auf den Bereich der Versicherungsaufsicht beschränkt ist.

III. Anforderungen an eine materielle aufsichtsbehördliche Überprüfung

Zuständig für diese Aufsichtsaufgabe soll in Deutschland in erster Linie die BaFin sein – gegebenenfalls in Zusammenarbeit mit der Deutschen Bundesbank¹⁹. Es gehört bereits zu den Aufgaben der Bundesanstalt, den Markt für Finanzprodukte zu überwachen und potenziell risikoreiche Finanzinstrumente früh- oder zumindest rechtzeitig zu erkennen²⁰. Im Rahmen von materiellen Finanzproduktprüfungen soll die BaFin die Qualität der Informationen bewerten, die sie über ein Finanzprodukt vom Emittenten, durch externe Dritte (Ratingagenturen oder Verwahrstellen²¹) oder auch durch die beaufsichtigten Unternehmen erhält – wie Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute, Kapitalverwaltungsgesellschaften²², Wertpapier- oder Versicherungsunternehmen. Darüber hinaus muss die Aufsicht nachvollziehen, ob die jeweilige Risikoeinschätzung zu einem Finanzinstrument zutrifft oder zumindest plausibel ist²³. Um die Qualität eines Finanzproduktes oder die dazu verfügbaren Informationen einschätzen zu können, muss die Behörde gegebenenfalls die Bonität eines Ausstellers hinterfragen, um Rückschlüsse über die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Finanzproduktes ziehen zu können. Insbesondere Finanzproduktinnovationen erfordern aufgrund der ihnen innewohnenden Dynamik eine materielle Überprüfung der inhaltlichen Ausgestaltungen und Wirkungen sowie der damit verbundenen Risiken und Ausfallwahrscheinlichkeiten. Der Umfang einer materiellen Finanzproduktprüfung soll dabei über eine rein formelle Überprüfung – beispielsweise der Zulassungsvoraussetzung zum Handel an einem organisierten Markt an einer Wertpapierbörse – hinausgehen und erfordert eine eigene Bewertung durch die Aufsichtsbehörde. Die Einschätzung der Funktionsweisen und der Risiken von Finanzprodukten setzt eine breite Informationsgrundlage der Behörde und vertiefte

¹⁹ Eine unionsweite Anwendung des Aufsichtsinstruments der materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzprodukte wäre wünschenswert, ist aber im Weiteren nicht Gegenstand der Arbeit.

²⁰ S. insbesondere §§ 4, 4 a, 4b WpHG, dazu ausführlich unten Kapitel 3 § 5 A.

²¹ § 69 Abs. 3 KAGB.

²² § 34 KAGB.

²³ Als Risikomaß können der Value-at-Risk oder die Ausfallwahrscheinlichkeit dienen. Diese Risikomaße können sich dabei auf ein bestimmtes Produkt sowie auch auf ein gesamtes Anlageportfolio beziehen.

Kenntnisse voraus. Dazu muss die BaFin neben den Einreichungen der beaufichtigten Unternehmen und den Informationen aus den Verkaufs- oder Wertpapierprospekten unter Umständen auch Informationen direkt beim Emittenten eines Finanzproduktes einholen. In Zweifelsfällen besteht ohnehin die Pflicht der Aufsichtsbehörde, eigene Ermittlungen anzustellen (Amtsermittlungsgrundsatz). Auf Grundlage dieser Informationen kann die Aufsicht eine Risikoeinschätzung des jeweiligen Finanzproduktes vornehmen und überprüfen, ob die Produktangaben inhaltlich zutreffen und die angegebenen Prognosen hinsichtlich der Chancen und Risiken vertretbar sind. Sollte sich eine derartige Aussage innerhalb eines vernünftigen Prüfungszeitraums nicht treffen lassen, ist dieses Prüfungshemmnis in der Regel mit einer negativen Prüfungsaussage gleichzusetzen.

IV. Funktionsschutz als vorrangiges Regulierungsziel

Ziel einer materiellen staatlichen Finanzproduktaufsicht ist in erster Linie der *Funktionsschutz* des Kapitalmarktes²⁴, wodurch reflexartig auch Anlegerschutzziele verwirklicht werden²⁵. Der Anlegerschutz²⁶ selbst ist jedoch nicht

²⁴ Die Funktionsfähigkeit, Integrität und Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes ist Voraussetzung für eine erfolgreiche nationale Volkswirtschaft und daher vorrangiges Regelungsziel des Kapitalmarktrechts, so *Kümpel*, in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, Loseblatt, Stand 5/04, Kennz. 050 Rn. 18; Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist ein höchst schutzwürdiges Gut, an dem nicht nur der Staat sondern auch die Allgemeinheit ein großes Interesse hat, dazu Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drs. 12/7918, S. 102; zur Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts als kapitalmarktrechtliches Prinzip *Weber*, Kapitalmarktrecht: Eine Untersuchung des österreichischen Rechts und des Europäischen Gemeinschaftsrechts; *Kümpel*, in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, Loseblatt, Stand 5/04, Kennz. 050 Rn. 18; *Korioth*, in: Maunz/Dürig, GG-Komm., Art. 30 Rn. 14; Zu unterscheiden sind die institutionelle, die operationelle und die allokativen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Die institutionelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes setzt voraus, dass Emittenten und Anleger ungehinderten Marktzugang haben, dass verkehrsfähige, standardisierte Anlageprodukte vorhanden sind und der Markt über ausreichend Liquidität verfügt. Die operationelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes setzt voraus, dass die Transaktionskosten der Marktteilnehmer so gering wie möglich gehalten werden, was die Schaffung weit reichender Publizitäts- und Informationspflichten voraussetzt. Die Steuerungsfähigkeit bzw. -effizienz des Kapitalmarktes ist mit allokativer Funktionsfähigkeit gemeint. Das Kapital soll dort Verwendung finden, wo es am effektivsten eingesetzt werden kann und die höchste Rendite bei hinreichender Sicherheit verspricht, was Markttransparenz sowie Marktpublizität voraussetzt – vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 9 ff.; *Tieben*, Das Drei-Säulen-System des Bankenmarktes, S. 70 ff.; *Köhler*, Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente, S. 309.

²⁵ Neben dem Regelungsziel der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, bezweckt das Kapitalmarktrecht auch den hierfür notwendigen Anlegerschutz. Anleger-

das eigentliche Regulierungsziel einer materiellen staatlichen Aufsicht. Es soll nicht um eine staatliche Finanzproduktregulierung gehen, die einzelne Finanzinstrumente oder Finanzproduktarten prinzipiell für bestimmte Anlegergruppen verbietet²⁷. Zugleich soll die Aufsichtsbehörde auch keine Ratingfunktion übernehmen. Vielmehr soll eine Aufsicht etabliert werden, die schädliche Finanzprodukte erkennt und den Anreiz setzt, dass derartige Produkte vom Markt verdrängt werden. Unter Umständen müssen derartige Finanzinstrumente dann auch verboten werden, jedoch nicht a priori, sondern aus dem Grund, dass die Angaben über das jeweilige Produkt falsch sind, weil die Chancen und Risiken eines Finanzproduktes nicht wahrheitsgemäß dargestellt wurden (Risikoebene).

V. Mehrwert einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente

Da zukunftsbezogene Finanzproduktangaben generell mit Unsicherheiten einhergehen, kann auch eine materielle Überprüfung keine absoluten Aussagen über die Risiken eines Finanzinstruments treffen, zumal der Emittent stets einen Informationsvorsprung hat. Dennoch kann bei einer materiellen Aufsicht die Plausibilität von Finanzproduktangaben überprüft werden. Der Mehrwert besteht unter anderem darin, dass die Marktteilnehmer von einer

schutz und Funktionssicherung sind dabei jedoch keine gleichrangigen Ziele – die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes genießt vielmehr Vorrang und ist dem Anlegerschutzziel vorausgesetzt, dazu *Mülberr*, ZHR 177 (2013), 160–211; *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 429, 431; *ders.*, in: FS Heinsius, S. 289, 303 f. *Kümpel*, in: *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, Kapitalmarktrecht, Loseblatt, Stand 5/04, Kennz. 050 Rn. 29 f.

²⁶ Der Anlegerschutz bezweckt neben dem Vertrauensschutz aller Anleger auch den Schutz des einzelnen Anlegers vor Gefahren, die aus einer Kapitalanlage herrühren können. So ist es Aufgabe des Anlegerschutzes die Handels- und Anlagerisiken mit den jeweiligen Renditeerwartungen in Einklang zu bringen. Anlegerschutz darf jedoch nicht in dem Sinne missverstanden werden, dass der einzelne Anleger vor jeder Gefahr und jedem Risiko am Kapitalmarkt zu bewahren ist, s. *Kübler*, NJW 1984, 1857, 1861; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht Rn. 8.390, 8.419; *Hopt*, ZHR 140 (1976), 201; *ders.*, ZHR 141 (1977), 389; *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht; *Kumpan*, Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme, S. 49 f.; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, HdB des Kapitalanlagerechts, § 1 Rn. 1; zu Abgrenzungsfragen und Überschneidungen des Anleger- und Verbraucherschutzes *Riesenhuber*, ZBB 2014, 134–149.

²⁷ Vielmehr ist der Kapitalmarkt und auch der Anlegerschutz nur funktionsfähig, wenn ein Marktteilnehmer seine Investitionsentscheidung frei treffen kann, ohne dabei bevormundet zu werden. Um diese Entscheidung aber frei treffen zu können, bedarf der Anleger ausreichender Informationen. Ziel des Anlegerschutzes ist es daher den Marktteilnehmern eine ausreichende Informationsgrundlage zu liefern und sie nur mit solchen Risiken zu konfrontieren, die unvermeidbar und erkennbar sind, damit sie diese in ihre Anlageentscheidung mit einbeziehen können, so *Kumpan*, Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme, S. 50.

hohen Informationsqualität bei den verfügbaren Kapitalmarktinformationen ausgehen können. Die Aufsichtsbehörde soll dabei Finanzprodukte aufdecken, die nur aufgrund unzutreffender Informationen am Markt bestehen können. Aufgabe der Bundesanstalt soll es jedoch nicht sein, die geprüften Finanzprodukte zu zertifizieren und mit einem Prüfstempel zu versehen. Die BaFin soll nicht zu einer Art „staatlichen Ratingagentur“ werden, auf deren Urteil sich ein Anleger uneingeschränkt berufen kann. Die BaFin soll nur dann Produktinterventionen vornehmen, wenn sie im Einzelfall von der Schädlichkeit eines Finanzinstruments ausgeht. Der Mehrwert einer materiellen staatlichen Aufsicht besteht folglich in der Aufdeckung und Transparentmachung von Finanzproduktkonstruktionen, die Nachteile für das Finanzsystem mit sich bringen können. Neben der Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, kann eine derartige Aufsicht auch positive Auswirkungen auf den Anlegerschutz haben, da durch die Aufdeckung der Funktionsweisen von innovativen Finanzprodukten auch ein Beitrag zur Aufklärung der Anleger geleistet werden kann²⁸.

B. Methoden der Untersuchung

Methodisch wird der normativen Untersuchung einer bereits de lege lata bestehenden Rechtspflicht zur materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente im Bereich des Wertpapier-, Bank- und Versicherungsaufsichtsrechts eine *ökonomische Analyse* vorangestellt. Dabei wird zunächst die Notwendigkeit einer *staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente im Allgemeinen* auf Streuungs- sowie auch auf Risikoebene untersucht. Hierzu werden die Annahmen der *Neuen Institutionenökonomik* sowie der *ökonomischen Analyse des Rechts* zugrunde gelegt, um Marktversagen in Form von Externalitäten bei der Konzentrationsrisikoerfassung auf Streuungsebene sowie in Form von Informationsasymmetrien und erhöhten Transaktionskosten auf Risikoebene zu untersuchen. Zur Bestimmung des konkreten Regulierungsbedarfs werden in die Untersuchung bereits erfolgte Regulierungsmaßnahmen

²⁸ Dennoch muss sich ein Anleger stets bewusst sein, dass eine hohe Renditeerwartung auch ein höheres Risiko bedeutet, weshalb ein generelles präventives Verbot bestimmter Produkte nicht zielführend wäre. Vielmehr bedarf es einer produktspezifischen Einzelfallentscheidung, da andernfalls lediglich auf andere Anlage- und Finanzierungsmöglichkeiten mit vergleichbaren Risiken ausgewichen würde, s. dazu *Niemann*, WM 1993, 777, 781: „Das Innovationstempo der Zukunft wird wesentlich von Marktvolatilitäten und der Entwicklung verschiedener Marktrisiken abhängig sein. Allerdings ist zu erwarten, daß bei zunehmender Marktvolatilität und entsprechendem Anstieg der Marktrisiken gleichzeitig der Gebrauch von Absicherungsinstrumenten und -techniken wachsen wird“.

Sachregister

- Abwicklungsanstalt 32 ff., 264
 - Hypo Real Estate 33, 35
 - WestLB 34 f.
- Amtshaftung 451 ff.
 - Amtshaftungsanspruch 454 ff., 471
 - Amtshaftungssubjekt 452 f.
- Amtspflicht
 - Amtspflichtverletzung 454, 457 ff., 462
- Anlagegrundsatz 5, 36, 95, 157 ff., 198, 200, 205 f., 243, 247 f., 252, 331, 358
 - Liquidität 5, 155, 194, 206, 221, 238, 310, 349, 353, 356, 427 f., 446, 469 f.
 - Mischung 56, 90 f., 95, 158 f., 163, 180, 250, 269, 310, 312, 349, 414, 417, 446, 469
 - Rentabilität 155, 158, 163, 181, 194, 206 f., 221, 238, 277, 281, 285, 298, 306, 310, 322 f., 349, 353 ff., 399, 427 f., 446, 469 f.
 - Risikomischung 56, 90 ff., 95, 414, 417
 - Sicherheit 155 f., 158 f., 163 f., 179, 181, 194, 197, 198 ff., 204 f., 221, 230, 238 f., 243, 245, 247 ff., 256 ff., 268 f., 272 ff., 280 f., 296 ff., 303, 306, 310, 322 f., 329, 331, 342, 349 ff., 355 ff., 364, 367, 374 f., 427 f., 432, 446, 470
 - Streuung 18 ff., 39, 56 f., 67 ff., 90 f., 95 f., 158 f., 180, 250 f., 349, 446, 469
 - unternehmerische Vorsicht 157 f., 181, 239, 250
 - Qualität 37, 39 ff., 42 f., 56, 84, 93, 109, 112, 119 f., 122, 125 ff., 129, 158, 163 f., 181, 190, 194 f., 205, 221, 230, 232, 236, 238 f., 247, 252, 258, 265, 289, 322, 342, 349, 357 ff., 364, 367, 420, 427 f., 436, 445 f., 469
- Anlagebedingungen 296 ff., 301 f., 316 ff., 411 ff.
- Anlegerschutz 8, 10, 82, 120, 123 ff., 377, 384 f., 394, 404 ff., 454, 456
- Anleihe 35, 45, 51, 65, 152, 218, 222 f., 229, 232 ff., 235, 269, 273, 277 f., 282 ff.
- Asset Backed Security 1, 46 f., 223 ff., 298, 317, 322 ff., 330, 351 ff., 359
 - synthetische 38, 223, 228 ff.
 - True Sale 224
- Aufbauprüfung, *siehe* Systemprüfung
- Aufsicht
 - Aufsichtsinstrument 4, 150, 193, 389, 432, 445, 447 ff., 468
 - Aufsichtsziele 160 f., 170, 174, 182, 443, 444 f., 450
 - Institutsaufsicht 431 ff.,
 - Missstandsaufsicht 174 ff., 371, 431 f.
 - Aufsichtliche Überprüfung und Beurteilung 199 f., 432 ff.
- Aussagebezogene Prüfung 436, 441
- Automatische Stabilisatoren 30
- Bad Banks 32, 34 f.
- Behördenintern 135 ff., 149, 200, 252, 337, 368, 427 ff., 464 ff.
- Bundesbank 1, 7, 73, 76, 93 f., 99, 136, 231, 284, 380, 382 f., 431 ff., 436 ff.
- Collateralized Debt Obligation 34, 226, 231 f.
- Credit Default Swap 1, 18, 21 ff., 43, 50, 102, 112, 209 f., 223, 229 ff., 234, 241, 246

- Credit Linked Notes 220, 223, 232 f.,
236, 240 ff., 245, 249, 251, 278 ff.,
298, 315 ff., 322 ff., 330, 342,
351 ff., 359, 368
- Derivat
- Finanzderivat 207, 210 ff., 216,
218 ff., 240, 244, 249
 - Kreditderivat 2, 20 ff., 28, 36, 38,
43 f., 64, 92, 109, 207 ff., 222 f.,
229 ff., 236, 238 ff., 245 ff., 278 f.,
285, 352, 437
- Drittschützende Wirkung 458 f.
- Eigenkapitalunterlegung, risikogewichte-
tete 107, 109, 438
- Externalitäten/Externe Effekte 10, 17 f.,
27 ff., 36, 57 ff., 104, 143
- Finanzmarktstabilität 20, 23, 73, 76, 96,
134, 136, 380 ff., 383, 449, 465, 467
- Finanzmarktstabilisierung 4, 18,
31 ff., 76, 264
- Finanzsystem 4, 18 ff., 23, 27, 36,
59 ff., 67 f., 75 ff., 82, 89 f., 98, 101,
104, 107, 121, 124 ff., 129, 135, 147,
377 ff., 385, 426, 431 ff., 447, 449,
467
- marktbasierendes 61 ff., 104, 431, 467
 - bankbasierendes 59 ff., 104
- Fiskalische Kosten 29 ff., 35 f., 138
- Funktionsprüfung, *siehe* Systemprüfung
- Funktionsschutz 8 f.
- Funktionsschutztheorie 182 ff.
- Informationsasymmetrien 18, 36 ff.,
42 ff., 51 ff., 97, 114, 120, 128, 131,
144
- Informationsvernichtungseffekt
39 ff., 46 f., 53, 56 f., 97, 205
- Informationshandeln 463 f.
- Informationspflichten 58, 96 f., 117,
285, 418, 463
- Innovation
- Finanzproduktinnovation 7, 99 f.,
103 ff., 150, 430, 442
 - Rechtsinnovation 99 f.
- Kapitalmarktunion 65
- Klumpenrisiko 22, 25
- Kohärenzprüfung 393 ff., 401, 407 ff.,
421 f.
- Konzeptpflicht, administrative 182,
185 ff., 313, 372 ff., 385 f., 425, 434,
449, 451
- Liquidität 5 f., 19, 23, 25 f., 32, 44, 66,
72, 81, 92 f., 106, 110 f., 117, 155,
158, 163, 181, 210 f., 215, 219, 233,
237, 269, 278, 280, 282 ff., 289, 302,
304 f., 309, 331, 425, 429, 433, 436,
siehe auch Anlagegrundsatz
- Marktkonzentration 21 f., 59, 75 ff., 78,
85 ff., 96, 119
- Marktversagen 10, 15 ff., 27, 36 f.,
43 f., 56 f., 67 f., 98, 106, 137, 381,
450
- Meldepflichten 76, 84 ff., 96, 108 f.,
115 ff., 145, 304, 314 f., 422 f.,
425 f., 431, 437 f., 446, 468, 470
- Normativsystem 166, 168, 172
- Offenlegungspflicht 83, 116, 128, 464
- Originator 20, 40 f., 46 f., 49 f., 53 ff.,
97, 110, 115 f., 118, 129, 131, 146,
223 f., 228, 249, 324, 429, 439
- OTC-Derivate 22, 28, 86 ff., 96, 209 ff.,
- Pooling, *siehe* Risikopooling
- Pricing
- Overpricing 49 f.
 - Underpricing 50
- Prinzipal-Agent-Problem 52 ff.
- Produktgovernance-Anforderungen 107,
121 ff.
- Produktinterventionen 10, 107, 120 f.,
123 ff., 146, 372, 377, 379 f., 384 f.,
427, 459
- Prüfpflicht 164 f., 177, 204, 347, 352,
358, 363, 365, 390 f., 395, 397 ff.,
411, 421 f., 425
- Materielle Prüfpflicht 165, 397 ff.,
402, 409, 422, 439 ff.
- Publizitätssystem 165 ff.

- Rating 55 f., 119, 201, 204, 227, 242, 249, 263, 265, 269, 280 f., 317, 354 f., 365, 379
- Investment-Grade 201 ff., 227, 244, 247, 265 ff., 280 f., 297 ff., 323, 352, 354 f., 365
 - Speculative-Grade 242, 297
- Rechtsprodukt 99 f.
- Risiko
- Risikoebene 9 ff., 16 f., 36, 43, 56 ff., 97 f., 107 f., 119, 149, 446, 450, 468
 - Risikodiversifikation 18 f., 36, 39, 68, 75, 91 f., 94, 310
 - Risikokennziffer 307, 428 ff.
 - Risikokonzentration 19, 22, 24 ff., 36, 67 f., 77, 85, 89, 92 ff., 159, 431
 - Risikokorrelation 39 f.
 - Risikomanagementsystem 90, 92, 181, 188, 190, 195 f., 210, 304, 435 ff.,
 - Risikopooling 38, 40, 42 f., 46, 56 f., 97
 - Risikovernetzung 192
- Schutztheorie 182
- Selbstregulierung 16, 58, 97, 115, 127 f., 130 ff., 157, 339, 401
- Regulierte Selbstregulierung 127, 129, 157, 326, 429 f.
- Signalisierungskosten 145
- Solvenzaufsicht 444 f., 449, 471
- Staatsgarantien 32
- Staatshaftung 451 f., 455, 459 ff.
- Streuungsebene 10, 18, 36, 56 ff., 67 f., 75, 79, 90, 95 f., 149
- Strukturiertes Finanzprodukt/Finanzinstrument 117, 219, 231, 240, 308
- Produktstrukturierung 56, 97, 342
- Systemprüfung 195, 434, 436
- Aufbauprüfung 434
 - Funktionsprüfung 434 f.
- Total Return Swaps 223, 234 f.
- Transaktionskosten 10, 18, 41 f., 47, 57, 97, 102, 133, 137 f., 201
- Transaktionsregister 78 f., 85 ff.
- Transparenzpflicht 81, 83 f., 89, 462 ff.
- Finanzprodukttransparenz 430
- Trennbanken 68 ff., 73 ff., 89, 107
- Treuhänder
- Treuhändermodell 448 f.
 - Sicherungsvermögentreuhänder 328, 339, 448
- Unionsrechtliche Haftung 460 f.
- Verbriefungsgeschäft 19 f., 24 ff., 38 ff., 43 ff., 53, 56, 116, 136, 466
- Mehrfachverbriefung 38, 46, 97, 237, 246
- Vertriebsverbot 123, 125 f., 457
- Verwaltungseffizienz 464 f.
- Vollständigkeitsprüfung 391, 393 f., 400, 403, 406 f., 416, 418
- Weisungspflicht, finanzministerielle 460 f.