

KRISTINA L. GÜTTE

Regulierung finanzieller Referenzwerte

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

84

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

84



Kristina L. Gütte

Regulierung finanzieller Referenzwerte

Der aufsichtsrechtliche Rahmen zur Verhinderung
von Referenzwertmanipulationen – Eine Analyse
der Benchmark Regulation

Mohr Siebeck

Kristina L. Gütte, geboren 1990; Studium der Rechtswissenschaften mit wirtschaftswissenschaftlicher Zusatzausbildung an der Universität Bayreuth; Wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht der Universität Bayreuth; seit 2018 Wissenschaftliche Mitarbeiterin in einer international tätigen Anwaltssozietät; 2019 Promotion; seit 2019 Rechtsreferendarin im OLG-Bezirk Frankfurt am Main.
orcid.org/0000-0002-7700-2448

ISBN 978-3-16-159370-3 / eISBN 978-3-16-159371-0
DOI 10.1628/978-3-16-159371-0

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (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.

© 2020 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

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 die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung sowie 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.

Printed in Germany.

Meiner Mutter und meiner Großmutter

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2019/20 von der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bayreuth als Dissertation angenommen. Sie entstand zu einem erheblichen Teil während meiner Zeit als Wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht von Prof. Dr. Jessica Schmidt, LL.M. Für die Drucklegung konnten Literatur und Rechtsprechung sowie legislatorische und nicht-legislatorische Bestrebungen weitgehend bis Januar 2020 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meiner hochverehrten Doktormutter und akademischen Lehrerin, Frau Prof. Dr. Jessica Schmidt, LL.M, die diese Arbeit nicht nur thematisch angeregt, sondern von Anfang an hervorragend betreut und stets durch zahlreiche Hinweise unterstützt hat. Für die wohlwollende Förderung und stetige Hilfsbereitschaft sowie das mir durchweg entgegengebrachte Vertrauen bin ich ihr zu tiefstem Dank verpflichtet. Die fünf Jahre an ihrem Lehrstuhl, zunächst als studentische Hilfskraft und daran anknüpfend als Wissenschaftliche Mitarbeiterin, haben mein wissenschaftliches Interesse für das Kapitalmarktrecht geweckt und sowohl die vorliegende Arbeit als auch mein juristisches Denken und Arbeiten maßgeblich beeinflusst. Ihr danke ich auch für die äußerst rasche Erstellung des Erstgutachtens. Großer Dank gebührt zudem meinem hochverehrten Zweitgutachter Herrn Prof. Dr. Karl-Georg Loritz für die umgehende Erstellung des Zweitgutachtens sowie seine Unterstützung. Ebenso möchte ich mich bei Herrn Prof. Dr. Nikolaus Bosch für die zügige Terminierung und angenehme Leitung des Rigorosums bedanken.

Der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg, und dem Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) danke ich jeweils für die freundliche und großzügige Gewährung eines Druckkostenzuschusses.

Großer Dank gilt ferner meinen Freunden und Fachbereichskollegen, allen voran Dr. Julia Hörnig, Katharina Erler, Sven Graupner und Jessica Menzel. Der ständige Austausch in fachlicher und persönlicher Hinsicht als auch die regelmäßigen Kaffeepausen haben nicht nur die Promotionszeit unvergesslich gemacht, sondern auch die vorliegende Arbeit maßgeblich vorangebracht. Darüber hinaus bedanke ich mich bei meinen ehemaligen Lehrstuhlkollegen, insbesondere bei Dr. Till J. Trouvain, für die zahlreichen – nicht nur juristischen –

Gespräche und Nina Gläßer-Popp sowie Helene Maskow, welche die Lehrstuhlzeit nicht nur als Kollegen, sondern auch als Freunde begleitet haben.

Zu größtem Dank bin ich meiner Familie verpflichtet. Zuvorderst danke ich meiner Mutter, Karin Gütte, die mich unermüdlich und bedingungslos in jeder Lebenslage bestärkt und fördert und durch ihren Glauben an mich nicht nur die vorliegende Arbeit, sondern meinen gesamten Werdegang erst ermöglicht hat. Großer Dank gebührt zudem meinem Mann, Frederik Gütte, der mir geduldig in jedweder Hinsicht und bei allen tatsächlichen und vermeintlichen Schwierigkeiten während der Promotion beigestanden hat, für den vorbehaltlosen und unentwegten Zuspruch. Schließlich gilt mein Dank meiner Großmutter, Christel Gütte, die mich während meiner Ausbildung und auch sonst stets unterstützt hat. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt, April 2020

Kristina L. Gütte

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	VII
Verzeichnis abgekürzt zitierter Literatur.....	XXIII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Abbildungsverzeichnis	XXXIV
Einleitung und Gang der Untersuchung	1
§ 1 Problemaufriss	1
§ 2 Gang der Untersuchung und Methode	5
Kapitel 1: Ökonomische Grundlagen.....	9
§ 1 Ökonomischer Hintergrund von Referenzwerten	9
A. Begriffliche Abgrenzung von Index und Referenzwert	9
B. Der Wertschöpfungsprozess von Referenzwerten	10
I. An dem Wertschöpfungsprozess beteiligte Marktakteure.....	10
II. Ermittlungsmöglichkeiten von Referenzwerten	12
III. Systematisierung von Referenzwerten	13
IV. Zusammenfassung	15
C. Funktionen von Referenzwerten.....	15
I. Informationsfunktion	16
II. Referenzfunktion	17
III. Investitionsfunktion	18
IV. Regulierungsfunktion	19
V. Zusammenfassung	20
D. Risiken von Referenzwerten.....	20
I. Manipulationen von Referenzwerten	20
1. Ermessensspielräumen und der Mythos der Objektivität	21
2. Interessenkonflikte	23
3. Transparenz der Methodik.....	24
II. Systemische Risiken aufgrund des Konzentrationseffektes	25

III. Nicht- oder Schlechtproduktion	26
IV. Zusammenfassung	27
<i>§ 2 Beispiele für Referenzwertmanipulationen</i>	<i>27</i>
A. Referenzzinssätze	28
I. Manipulationen von LIBOR und EURIBOR	29
1. Berechnungskonzepte von LIBOR und EURIBOR	29
a) London Interbank Offered Rate (LIBOR)	29
b) Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR)	32
2. Manipulationspotentiale bei LIBOR und EURIBOR	33
3. Ablauf und Hintergründe der IBOR-Manipulationen	34
a) Ablauf der Manipulationen	35
aa) Interne Anfragen und Weisungen	35
bb) Externe Absprachen	36
b) Motive und Hintergründe der Manipulationen	37
aa) Profit-orientierte Manipulationen	37
bb) Reputations-orientierte Manipulationen	38
cc) Defizitäre Organisationsstrukturen	39
4. Reformen von LIBOR und EURIBOR	39
a) Reform des LIBORs	40
b) Reform des EURIBORs	42
II. Manipulationen des ISDAFix	42
1. ISDAFix	43
2. Manipulationen des ISDAFix	44
B. Devisenreferenzwerte	44
I. WM/Reuters Fix	45
II. Manipulationsanreize und -potentiale von Devisenreferenzwerten	46
III. Manipulationen des WM/Reuters Fix	46
C. Zusammenfassung	48
<i>§ 3 Verfahren infolge der Manipulationen</i>	<i>49</i>
A. Sanktionen in den USA und im UK	50
I. Sanktionen in den USA	50
II. Sanktionen im UK	51
B. Kartellverfahren der Europäischen Kommission	52
I. Die kartellrechtlichen Bußgeldbescheide der Europäischen Kommission	53
II. Verstoß gegen das Kartellverbot des Art. 101 Abs. 1 AEUV	54
III. Exkurs: Zivilrechtliche Schadensersatzansprüche	56
C. Zusammenfassung	57

Kapitel 2: Maßnahmen zur Regulierung von Referenzwerten.....59

§ 1 Kriseninduzierte Regulierungsinitiativen60

A. Der Wheatley-Review und die Umsetzung im Vereinigten Königreich ...60	
I. Die regulatorischen Empfehlungen im Überblick61	
II. Regulierung und Sanktionierung von Manipulationen62	
III. Übertragung der Zuständigkeit und Governance-Anforderungen63	
B. Die IOSCO-Grundsätze.....64	
I. Die IOSCO-Grundsätze für finanzielle Referenzwerte.....65	
1. Anwendungsbereich der Grundsätze.....65	
2. Kein „one size fits it all“-Ansatz66	
3. Die Grundsätze im Überblick66	
a) Governance-Anforderungen67	
b) Maßnahmen zur Sicherung der Referenzwertqualität68	
c) Maßnahmen zur Sicherung der Qualität der Methodik69	
d) Rechenschaftspflichten71	
4. Erklärung für Verwender von Referenzwerten71	
II. Die IOSCO-Grundsätze für Ölpreismeldestellen.....72	
C. Die ESMA-EBA-Prinzipien für Referenzwerte72	
D. Die Vorschläge des Financial Stability Boards (FSB)75	
E. Zusammenfassung.....76	

§ 2 Einzelregelungen für Indizes und Referenzwerte in Unionsrechtsakten ...77

A. Diskriminierungsfreier Zugang zu Referenzwerten nach MiFIR78	
I. Anwendungsbereich des Art. 37 MiFIR.....79	
II. Anforderungen und Gegenstand der Zugangspflicht80	
III. Übergangsvorschriften und Anwendungszeitpunkt des Diskriminierungsverbots.....81	
IV. Zusammenfassung81	
B. Vorgaben an die Indexreplikation nach der OGAW-RL82	
I. Replikation eines Aktien- oder Schuldtitelindex durch einen OGAW82	
1. Replikation eines Aktien- oder Schuldtitelindex.....83	
2. Anerkennung eines Aktien- oder Schuldtitelindex.....84	
II. Replikation eines Finanzindex durch einen OGAW85	
III. Zusammenfassung86	
C. Informationspflichten nach der ProspVO87	
D. Das Verbot der Referenzwertmanipulation der MAR89	
I. Die Regulierung von Referenzwerten durch die MAR89	
II. Das Verbot der Referenzwertmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. d i.V.m. Art. 15 MAR90	
1. Begriff des Referenzwertes im Sinne der MAR90	

2. Relevante Handlungen nach Art. 12 Abs. 1 lit. d MAR	92
a) Übermittlung von Angaben oder Bereitstellung von Ausgangsdaten	92
b) Sonstige manipulative Handlungen	94
III. Kein Erfordernis eines Manipulationserfolges	95
IV. Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen das Marktmanipulationsverbot.....	96
1. Das Sanktionsregime nach MAR und MAD II.....	96
a) Verwaltungsrechtliche Sanktionen	96
b) Strafrechtliche Sanktionen	97
2. Ausführung und Umsetzung in Deutschland.....	98
V. Zusammenfassung	99
E. Das Verbot der Referenzwertmanipulation der REMIT	100
F. Zusammenfassung.....	101

Kapitel 3: Die VO (EU) 2016/1011 – Benchmark Regulation

(BMR).....	103
------------	-----

<i>§ 1 Institutioneller Rahmen der BMR</i>	103
--	-----

A. Gesetzgebungsverfahren und Rechtsetzungstechnik der BMR	103
B. Regulierungsziele der BMR	107
I. Schutz der Integrität und Funktionsfähigkeit von Referenzwerten ..	107
II. Anleger- und Verbraucherschutz	108
III. Vertrauensschutz	109
IV. Sicherstellung von Finanzstabilität	110
V. Vermeidung von Verzerrungen der Realwirtschaft	110

<i>§ 2 Der Anwendungsbereich der BMR</i>	111
--	-----

A. Referenzwert im Sinne der BMR	111
I. Index im Sinne der BMR	112
1. Kriterium der öffentlichen Zugänglichkeit.....	113
a) Begriff der Öffentlichkeit im europäischen Urheberrecht	114
b) Übertragung auf die BMR.....	115
c) Zusammenfassung.....	118
2. Ermittlung unter Anwendung einer Methode.....	118
a) Datengrundlage des Index	119
b) Mehrstufige Berechnungs- oder Bewertungsmethode.....	119
c) Zusammenfassung.....	121
II. Referenzkriterium.....	122
1. Bestimmung des Wertes oder Preises eines Finanzinstruments...122	
a) Übertragbare Wertpapiere	123

aa) Aktien und diesen vergleichbare Wertpapiere.....	124
bb) Schuldtitel und andere verbrieftete Schuldtitel	125
cc) Sonstige Wertpapiere.....	127
b) Geldmarktinstrumente	127
c) Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen.....	128
aa) OGAW	130
bb) AIF	131
cc) Zusammenfassung	132
d) Derivative Finanzinstrumente	132
aa) Kategorien von Derivaten.....	134
bb) Derivate mit Bezug auf einen Referenzwert.....	136
(1) Zinsswaps	136
(2) Zinsfutures und Zinsforwards.....	137
(3) Indexoptionen	138
e) Emissionszertifikate	138
f) Marktbezug der Finanzinstrumente	138
aa) Geregeltete Märkte	139
bb) Multilaterale Handelssysteme	139
cc) Organisierte Handelssysteme.....	139
dd) Systematische Internalisierer	140
g) Zusammenfassung.....	140
2. Finanzkontrakt im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 18 BMR.....	141
a) Kreditvertrag im Sinne des Art. 3 lit. c VerbrKrRL.....	142
b) Kreditvertrag im Sinne des Art. 4 Nr. 3 WoImKrRL.....	143
c) Verwendung von Referenzwerten in Rahmen von Finanzkontrakten	144
3. Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds	145
a) Investmentfonds im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 19 BMR	145
b) Verwendung zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds.....	146
III. Zusammenfassung	148
B. Regulierte Aktivitäten und persönlicher Anwendungsbereich	149
C. Ausnahmen vom Anwendungsbereich.....	150
I. Vollaussnahmen für Zentralbanken	150
II. Partielle Ausnahmen für ausgewählte Personengruppen, Institutionen und Referenzwerte	151
D. Zusammenfassung.....	154
<i>§ 3 Typologisierung von Referenzwerten.....</i>	<i>155</i>
A. Typologisierung anhand des Breitengrades von Referenzwerten	155
I. Kritische Referenzwerte	156
1. Voraussetzungen des Art. 20 Abs. 1 BMR.....	157

a) Art. 20 Abs. 1 lit. a BMR	157
b) Art. 20 Abs. 1 lit. b BMR	157
c) Art. 20 Abs. 1 lit. c BMR	159
2. Berechnung der Schwellenwerte des Art. 20 Abs. 1 BMR	161
a) Berechnungsgrundlage	161
aa) Nennwert von Finanzinstrumenten	162
bb) Nominelle Wert von Derivaten	163
cc) Nettoinventarwert von Investmentfonds	164
b) Verfügbarkeit der Daten und Beschaffung	165
c) Berechnung der Schwellenwerte bei indirekter Bezugnahme	166
d) Überprüfung der Berechnungsmethode	167
3. Die VO (EU) 2018/1557 zur Festlegung kritischer Referenzwerte	167
4. Aufsicht über kritische Referenzwerte	167
II. Signifikante Referenzwerte	170
1. Voraussetzungen des Art. 24 Abs. 1 BMR	170
2. Befreiungsmöglichkeiten nach Art. 25 BMR	172
3. Konformitätserklärung des Administrators	173
III. Nicht-signifikante Referenzwerte	174
IV. Zusammenfassung	175
B. Typologisierung anhand der Eingabedaten	176
I. Referenzwerte aus regulierten Daten	176
1. Eingabedaten ausgewählter Quellen	176
2. Hintergrund und Konsequenzen der Einordnung als Referenzwert aus regulierten Daten	179
II. Referenzzinssätze	181
III. Rohstoff-Referenzwerte	181
IV. Klimareferenzwerte	182
1. Kategorien von Klimareferenzwerten	183
a) EU PAB	184
b) EU CTB	184
2. Anforderungen an Klimareferenzwerte	185
3. Aufforderung zur Vermarktung von Klimareferenzwerten	186
V. Zusammenfassung	187
 § 4 Anforderungen an Administratoren	187
A. Administratoren	188
I. Begriff des Administrators	188
II. Bereitstellung eines Referenzwertes	190
1. Verwaltung der Mechanismen	191
2. Erhebung, Analyse oder Verarbeitung von Eingabedaten	192

3. Bestimmung eines Referenzwertes durch Anwendung einer Methode	192
III. Zusammenfassung	193
B. Zulassung oder Registrierung von Administratoren.....	193
I. Genehmigungs- und Überwachungspflicht	193
1. Zulassung und Registrierung	193
2. Antragstellung und Informationspflichten	194
a) Umfang der Informationspflicht	195
b) Antragstellung.....	196
aa) Übergangsbestimmungen für nicht-konforme Referenzwerte.....	197
(1) Voraussetzungen der Gestattung	198
(2) Besonderheiten für kritische Referenzwerte	200
(3) Übergangsbestimmungen für Drittstaaten-Referenzwerte	201
bb) Fehlende Kenntnis der Verwendung als Referenzwert	201
c) Entscheidung über den Antrag	202
II. Entzug oder Aussetzung von Zulassung oder Registrierung.....	202
III. Register der ESMA.....	204
C. Anforderungen an das Governance-System für Administratoren	204
I. Überblick über das Governance-System	205
1. Hintergründe und Zielsetzung	205
2. Parallelen zu anderen kapitalmarktrechtlichen Organisationspflichten.....	206
3. Teilsysteme eines Governance-Systems	208
II. Die Teilelemente des Governance-Systems der BMR	210
1. Unternehmensführung und Interessenkonflikte.....	210
a) Allgemeine Anforderungen an die Unternehmensführung	210
aa) Allgemeine aufbau- und ablauforganisatorische Pflichten	210
bb) Einrichtung von Kontrollverfahren	212
b) Erkennung und Vermeidung von Interessenkonflikten	212
aa) Organisatorische Trennung	213
bb) Strategien, Verfahren und Regelungen.....	215
cc) Unabhängige Aufsichtsfunktion.....	217
dd) Offenlegung von Interessenkonflikten	217
ee) Personelle Maßnahmen.....	218
ff) Beendigung von Tätigkeiten oder Einstellung der Bereitstellung	220
c) Zusammenfassung.....	220
2. Schaffung und Unterhaltung einer Aufsichtsfunktion	221
a) Zusammensetzung der Aufsichtsfunktion.....	222
b) Positionierung und Merkmale der Aufsichtsfunktion	224

c)	Verfahren der Aufsichtsfunktion	225
d)	Aufgaben und Arbeit der Aufsichtsfunktion	225
aa)	Aufgabenbereiche der Aufsichtsfunktion	225
bb)	Exkurs: Implikationen für eine strafrechtliche Verantwortlichkeit nach deutschem Strafrecht	227
e)	Leitlinien für Administratoren nicht-signifikanter Referenzwerte	229
f)	Zusammenfassung	230
3.	Einrichtung eines Kontrollrahmens	231
a)	Umfang des Kontrollrahmens	231
aa)	Steuerung operationeller Risiken	231
(1)	Begriff des operationellen Risikos	232
(2)	Der Steuerungsprozess im Überblick	233
(3)	Operationelle Risiken personeller Art	234
(4)	Operationelle Risiken sachlich-technischer Art	235
(5)	Operationelle Risiken prozesstechnischer Art	236
(6)	Operationelle Risiken externer Art	237
bb)	Fortführung des Geschäftsbetriebs und Notfallbewältigung	237
cc)	Notfallverfahren bei Störungen des Bereitstellungsprozesses	239
b)	Maßnahmen gegenüber Kontributoren	239
c)	Dokumentation und Überprüfung	239
d)	Zusammenfassung	240
4.	Rechenschaftslegung und Dokumentation	241
a)	Rechenschaftslegungsrahmen	241
aa)	Aufbewahrung von Aufzeichnungen	241
bb)	Überprüfungen und Beschwerdeverfahren	244
b)	Einrichtung einer internen Prüfstelle	244
c)	Bestellung eines externen Prüfers für kritische Referenzwerte	245
d)	Zusammenfassung	245
5.	Beschwerdemechanismus	246
a)	Begriff der Beschwerde	246
b)	Ausgestaltung des Beschwerdemechanismus	247
c)	Dokumentation und Veröffentlichung des Beschwerdemechanismus	249
d)	Zusammenfassung	249
6.	Auslagerung von Tätigkeiten	250
a)	Begriff der Auslagerung	251
b)	Voraussetzungen der Auslagerung	252
aa)	Keine wesentliche Beeinträchtigung der Kontrolle	253
bb)	Vereinbarung von Weisungsrechten	254

cc) Abschluss eines Auslagerungsvertrages und Mindestinhalt.....	255
dd) Keine wesentliche Beeinträchtigung der Aufsicht.....	256
ee) Anforderungen an den Dienstleister.....	256
ff) Risikomanagement	258
gg) Maßnahmen bei Schlechterfüllung ausgelagerter Aufgaben.....	259
hh) Beendigungsmöglichkeiten.....	260
ii) Informationspflichten des Dienstleisters	260
jj) Zusammenarbeit mit den zuständigen Behörden.....	260
c) Keine Verantwortungsdelegation	261
d) Zusammenfassung.....	261
III. Der prinzipienbasierte Ansatz des Governance-Systems.....	262
1. Prinzipienbasierter vs. regelbasierter Ansatz	263
2. Das der BMR zugrundeliegende Regelungskonzept	266
3. Bewertung des Regelungskonzepts der BMR	266
D. Anforderungen an Eingabedaten, Methodik und die Meldung von Verstößen.....	268
I. Eingabedaten	268
1. Anforderungen an die Eingabedaten	269
a) Repräsentativität, Geeignetheit und Nachprüfbarkeit	269
aa) Eignung und Nachprüfbarkeit.....	270
bb) Risiken im Hinblick auf Transaktionsdaten	272
b) Erstellung und Veröffentlichung von Leitlinien	274
c) Auswahl zuverlässiger und repräsentativer Kontributoren.....	274
d) Verwendungsverbot bestimmter Eingabedaten.....	274
2. Kontrollmechanismen für Eingabedaten	275
3. Eingabedaten aus einem Frontoffice	276
4. Maßnahmen bei Zweifeln über die Repräsentativität	279
5. Leitlinien für Administratoren nicht-signifikanter Referenzwerte	279
6. Zusammenfassung	281
II. Methodik und Transparenz	282
1. Qualitative Anforderungen an die Methode	282
a) Generelle Qualitätsstandards.....	282
b) Entwicklung der Methode	283
c) Kongruenz zwischen Methode und Eingabedaten.....	284
2. Transparenz der Methode	285
a) Schlüsselemente der Methode	286
aa) Offenzulegende Elemente kritischer und signifikanter Referenzwerte.....	286
bb) Offenzulegende Elemente nicht-signifikanter Referenzwerte.....	287

b)	Überprüfung und Genehmigung der Methode	288
aa)	Überprüfung und Genehmigung der Methode kritischer und signifikanter Referenzwerte	288
bb)	Überprüfung und Genehmigung der Methode nicht- signifikanter Referenzwerte	289
c)	Konsultationsverfahren bei wesentlichen Änderungen	289
aa)	Wesentliche Änderungen der Methodik kritischer und signifikanter Referenzwerte	290
bb)	Wesentliche Änderungen der Methodik nicht-signifikanter Referenzwerte	290
d)	ESG-Erklärung für Referenzwerte.....	291
3.	Zusammenfassung	291
III.	Meldung von Verstößen.....	292
1.	Mechanismen zur Ermittlung von Verstößen	293
2.	Meldung von Verstößen	295
3.	Internes Whistleblowing-Regime	296
a)	Hintergrund und Wirkung von Whistleblowing-Systemen	297
b)	Personelle und thematische Reichweite des Whistleblowing- Systems.....	297
c)	Ausgestaltung und organisatorische Anbindung des Whistleblowing-Systems.....	298
4.	Zusammenfassung	299
E.	Instrumente zum Verbraucherschutz und zur Schaffung von Transparenz.....	299
I.	Referenzwert-Erklärung.....	300
1.	Inhaltliche Anforderungen an die Referenzwert-Erklärung.....	301
a)	Allgemeine Leitlinien und Mindestinhalt	302
b)	Inhaltliche Anforderungen nach der BMR-ÄndVO	302
c)	Konkretisierung durch technische Regulierungsstandards	303
2.	Begrenzung der offenzulegenden Informationen	304
a)	Transparenzpflicht als Regulierungskonzept	305
b)	Offenlegungspflicht der Formel	306
3.	Zusammenfassung	306
II.	Maßnahmen im Fall von Änderungen oder der Einstellung eines Referenzwertes	307
F.	Spezielle Anforderungen an Administratoren besonderer Referenzwertkategorien	308
I.	Spezifische Anforderungen an Administratoren kritischer Referenzwerte.....	308
1.	Pflichtverwaltung kritischer Referenzwerte	309
a)	Ablauf des Verfahrens.....	309
b)	Ersetzung der IBORs.....	310
aa)	Hintergründe der geplanten Einstellung	311

bb) Alternative Referenzwerte	312
cc) Exkurs: Kautelarjuristische Herausforderungen und Implikationen	315
2. Einschränkung der Marktmacht	318
II. Sektorspezifische Anforderungen an Administratoren von Referenzzinssätzen	319
1. Eingabedaten zu Referenzzinssätzen	320
2. Gesonderte Anforderungen an die Aufsichtsfunktion	321
3. Gesonderte Anforderungen an den Kontrollrahmen	321
III. Sektorspezifische Anforderungen an Administratoren von Rohstoff-Referenzwerten	322
1. Anforderungen an die Methodik eines Rohstoff- Referenzwertes	322
2. Berechnung eines Rohstoff-Referenzwertes	323
3. Sicherstellung der Integrität des Meldeprozesses	324
4. Spezielle Verfahren für Prüfer	325
5. Spezielle Vorgaben an Prüfpfade des Administrators	326
6. Handhabung von Interessenkonflikten	326
7. Beschwerdemanagement	327
8. Bestellung eines externen Prüfers	328
G. Zwischenfazit	328
 <i>§ 5 Anforderungen an Kontributoren</i>	330
A. Kontributoren zu Referenzwerten	331
I. Begriff des Kontributors	331
II. Beitragen von Eingabedaten zu einem Referenzwert	332
III. Zusammenfassung	333
B. Verhaltenskodex für Kontributoren	333
I. Mindestinhalt des Verhaltenskodex	334
II. Bindungswirkung des Verhaltenskodex	337
1. Das Konzept der regulierten Selbstregulierung	338
2. Eignung des Konzepts für die BMR	340
III. Zusammenfassung	341
C. Unternehmensführung und Kontrolle beaufsichtigter Kontributoren	342
I. Organisationspflichten beaufsichtigter Kontributoren	344
II. Organisationspflichten für beaufsichtigte Kontributoren zu nicht-signifikanten Referenzwerten	347
III. Zusammenfassung	348
D. Beitragspflicht zu kritischen Referenzwerten	349
I. Verfahrensablauf	350
II. Befugnisse der zuständigen Behörden	350
1. Art. 23 Abs. 5 BMR	351

2. Art. 23 Abs. 6 BMR	351
III. Beitragspflicht im Fall der Einstellung eines Referenzwertes	355
IV. Zusammenfassung	355
E. Spezifische Anforderungen an Kontributoren zu Referenzzinssätzen	356
I. Schriftliche Bestätigung des Verhaltenskodex	356
II. Einrichtung von Systemen und Kontrollen.....	356
III. Aufzeichnungspflichten.....	358
IV. Prüf- und Berichtspflichten.....	359
F. Zwischenfazit.....	359
§ 6 Anforderungen an die Verwendung von Referenzwerten	361
A. Verwendung eines Referenzwertes.....	361
I. Nutzer eines Referenzwertes.....	361
II. Verwendung eines Referenzwertes	362
1. Ausgabe eines Finanzinstruments.....	362
2. Bestimmung des im Rahmen eines Finanzinstruments oder -kontrakts zahlbaren Betrags	363
3. Umstand, Vertragspartei eines Finanzkontrakts zu sein	363
4. Bereitstellung eines Sollzinssatzes i.S.v. Art. 3 lit. j RL 2008/48/EG	364
5. Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds	364
B. Anforderungen an die Verwendung eines Referenzwertes in der Europäischen Union	364
I. Verwendung eines Referenzwertes durch beaufsichtigte Unternehmen	364
1. Verwendung der Referenzwerte von EU-Administratoren	365
2. Verwendung von Drittstaaten-Referenzwerten	366
a) Gleichwertigkeit.....	368
aa) Positivvoraussetzungen des Art. 30 Abs. 1 BMR.....	368
bb) Negativvoraussetzungen des Art. 31 BMR	371
b) Anerkennung von Drittstaaten-Administratoren	371
aa) Anerkennungsverfahren und Anerkennungs- voraussetzungen	372
bb) Aussetzung oder Zurückziehung der Anerkennung	374
c) Übernahme eines Drittstaaten-Referenzwertes	375
d) Zusammenfassung.....	377
II. Verwendung von Referenzwerten in Prospekten.....	379
III. Präventivpflichten beaufsichtigter Unternehmen	381
1. Erstellung und Pflege von Notfallplänen	381
a) Konzeption der Notfallpläne	382
b) Inhaltliche Ausgestaltung der Notfallpläne.....	382
c) Pflege der Notfallpläne	383

d) Orientierung und Integration der Notfallpläne in Vertragsbeziehungen.....	383
2. Das ISDA Benchmarks-Supplement als Beispiel eines Notfallplans.....	384
3. Eignungsprüfung (potentieller) Nutzer	388
4. Informationspflichten gegenüber Verbrauchern.....	390
C. Zwischenfazit.....	390
 <i>§ 7 Befugnisse der Aufsichtsbehörden und Sanktionen</i>	392
A. Zuständige nationale Behörden	392
B. Kooperationspflichten der Behörden und Aufgabendelegation.....	392
C. Berufsgeheimnis und Datenschutz.....	393
D. Befugnisse der zuständigen Behörden	394
E. Sanktionen bei Verstößen gegen die BMR	396
I. Verwaltungssanktionen und andere Verwaltungsmaßnahmen	396
II. Naming and shaming	399
III. Private Enforcement	400
1. Bewusstes Schweigen der BMR zu einer zivilrechtlichen Haftung	401
2. Gebot einer zivilrechtlichen Haftung aufgrund des effet utile- Grundsatzes?	403
a) Der effet utile-Grundsatz und die Rechtsprechung des EuGH.....	403
b) Unionsrechtskonforme Auslegung des § 823 Abs. 2 BGB und die Vorgaben der BMR	404
IV. Exkurs: Organhaftung aufgrund unzureichender Umsetzung der BMR.....	406
F. Zusammenfassung.....	408
 Kapitel 4: Resümee	411
 Annex I – Übersicht über die Regelungen BMR.....	419
Annex II – Level 2-Rechtsakte zur BMR.....	429
Literaturverzeichnis.....	433
Sachregister.....	465

Verzeichnis abgekürzt zitierter Literatur

- Baur/Tappen/Mehrkah/Bearbeiter: *Baur, Jürgen/Tappen, Falko/Mehrkah, Elnaz* (Hrsg.), Investmentgesetze Großkommentar, 4. Aufl. 2019
- Beckmann/Scholtz/Vollmer/Bearbeiter: *Beckmann, Klaus/Scholtz, Rolf-Detlev/Vollmer, Lothar* (Hrsg.), Investment, Handbuch für das gesamte Investmentrecht, Loseblatt
- BeckOGK/Bearbeiter: *beck-online.GROSSKOMMENTAR*, Gesamtherausgeber Gsell, Beate/Krüger, Wolfgang/Lorenz, Stephan/Mayer, Jörg
- BeckOK/Bearbeiter: *Beck'scher Online-Kommentar*, Gesamtherausgeber Bamberger, Georg/Roth, Herbert/Hau, Wolfgang/Poseck, Roman
- Berger/Steck/Lübbehüsen/Bearbeiter: *Berger, Hanno/Steck, Kai-Uwe/Lübbehüsen, Dieter* (Hrsg.), Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz: InvG, InvStG, 2010
- Calliess/Ruffert/Bearbeiter: *Calliess, Christian/Rafferty, Matthias* (Hrsg.), EUV/AEUV, 5. Aufl. 2016
- Dausers/Ludwigs/Bearbeiter: *Dausers, Manfred/Ludwigs, Markus* (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 48. EL 2019
- EBJS/Bearbeiter: *Ebenroth, Carsten Thomas/Boujong, Karlheinz/Joost, Detlev/Strohn, Lutz* (Hrsg.), HGB, Band 2, 3. Aufl. 2015
- Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Bearbeiter: *Emde, Ernst Thomas/Dornseifer, Frank/Dreibus, Alexandra* (Hrsg.), KAGB, 2. Aufl. 2019
- Erbs/Kohlhaas/Bearbeiter: *Erbs, Georg/Kohlhaas, Max* (Hrsg.), Strafrechtliche Nebengesetze, 228. EL Januar 2020
- Erman/Bearbeiter: *Erman, Walter* (Begr.), Bürgerliches Gesetzbuch, Westermann, Harm Peter/Grunewald, Barbara/Maier-Reimer, Georg (Hrsg.), Band I, 15. Aufl. 2017
- GHN/Bearbeiter: *Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard/Nettesheim, Martin* (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, Loseblatt
- Graf/Jäger/Wittig/Bearbeiter: *Graf, Jürgen Peter/Jäger, Markus/Wittig, Petra* (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2017
- GroßkommAktG/Bearbeiter: *Großkommentar zum Aktiengesetz* (Hirte, Heribert/Mülbert, Peter O./Roth, Markus/Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert [Hrsg.]), 4. Aufl. 2004 ff. bzw. 5. Aufl. 2015 ff.
- GroßkommHGB/Bearbeiter: *Staub, Hermann* (Begr.), Handelsgesetzbuch Großkommentar (Canaris, Claus-Wilhelm/Habersack, Mathias/Schäfer, Christian [Hrsg.]), Elfter Band, Bankvertragsrecht Zweiter Teilband Investmentbanking, 5. Aufl. 2018
- GSH/Bearbeiter: *von der Groeben, Hans/Schwarze, Jürgen/Hatje, Armin* (Hrsg.), Europäisches Unionsrecht, 7. Aufl. 2015
- Heidel/Bearbeiter: *Heidel, Thomas* (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019
- KK-AktG/Bearbeiter: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz* (Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich [Hrsg.]), 3. Aufl. 2009 ff.

- KK-WpHG/Bearbeiter: *Kölner Kommentar zum WpHG* (Hirte, Heribert/Möllers, Thomas M.J. [Hrsg.]), 2. Aufl. 2014
- KMRK/Bearbeiter: *Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel* (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Aufl. 2010
- Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Bearbeiter: *Kümpel, Siegfried/Mülbert, Peter O./Früh, Andreas/Seyfried Thorsten* (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019
- Langenbacher/Bliesener/Spindler/Bearbeiter: *Langenbacher, Katja/Bliesener, Dirk/Spindler, Gerald* (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 2. Aufl. 2016
- Moloney: *Moloney, Niamh*, EC Securities and Financial Markets Regulation, 3. Aufl. 2014
- Moritz/Helios/Jesch/Bearbeiter: (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlage-recht, Bd. 3: Recht der Assetklassen, 2019
- Moritz/Klebeck/Jesch/Bearbeiter: *Moritz, Joachim/Klebeck, Ulf/Jesch, Thomas A.* (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlage-recht, Bd. 1, 2016
- MüKoBGB/Bearbeiter: *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, 8. Aufl. 2018 f. (Band 1–5) bzw. 7. Aufl. 2017 ff. (Band 6–12)
- MüKoHGB/Bearbeiter: *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, 3. Aufl. 2012 ff. (Band 3, 4, 6, 7) bzw. 4. Aufl. 2016 ff. (Band 1, 2, 5)
- MüKoStGB/Bearbeiter: *Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch*, 3. Aufl. 2016 ff. (Band 1–6 und 8) bzw. 2. Aufl. 2015 f. (Band 7)
- Patzner/Döser/Kempf/Bearbeiter: *Patzner, Andreas/Döser, Achim/Kempf, Ludger J.* (Hrsg.), Investmentrecht, Kapitalanlagegesetz-buch, Investmentsteuergesetz, 3. Aufl. 2017
- PWW/Bearbeiter: *Prütting, Hanns/Wegen, Gerhard/Weinreich, Gerd* (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch, 14. Aufl. 2019
- Schimansky/Bunte/Lwowski/Bearbeiter: *Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017
- Schwintowski/Bearbeiter: *Schwintowski, Hans-Peter* (Hrsg.), Bankrecht, 5. Aufl. 2018
- Spindler/Stilz/Bearbeiter: *Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard* (Hrsg.), Aktiengesetz, Kommen-tar, 3. Aufl. 2015
- Streinz/Bearbeiter: *Streinz, Rudolf* (Hrsg.), EUV/AEUV, 3. Aufl. 2018

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere(r) Ansicht
ABIEG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften (ab 1. Februar 2003: ABIEU – Amtsblatt der Europäischen Union)
ABIEU	Amtsblatt der Europäischen Union (bis 31. Januar 2003: ABIEG – Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften)
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
Abs.	Absatz/Absätze
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
ADR	American Depositary Receipts
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft Die Aktiengesellschaft [Zeitschrift]
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive [RL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 8.7.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinie 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABIEU v. 1.7.2011, L 174/1]
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Am. Bus. Law J.	American Business Law Journal
APA	Approved Publication Arrangement
ARM	Approved Reporting Mechanism
ARRC	Alternative Reference Rates Committee
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
B.F.L.R.	Banking and Finance Law Review
B. C. L. Rev.	Boston College Law Review
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Banking L.J.	Banking Law Journal
BB	Betriebsberater
BBA	British Banker Association
Bd.	Band
BdB	Bundesverband deutsche Banken
BeckOGK	beck-online.GROSSKOMMENTAR
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Begr.	Begründung/Begründer

BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIS	Bank for International Settlement
BJIBFL	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMR	Benchmark Regulation
BMR-ÄndVO	Benchmark Regulation-Änderungsverordnung
BMR-E	Benchmark Regulation-Entwurf
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
Bus. Entrepreneurship & L.	The Journal of Business, Entrepreneurship and the Law
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
bzw.	beziehungsweise
Cal. L. Rev.	California Law Review
CB	Compliance-Berater
CCP	<i>central counterparty</i> [zentrale Gegenpartei]
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDI	Crest Depository Interests
CDS	Credit Default Swap
CEBS	Committee of European Banking Supervisors [Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden]
CESR	Committee of European Securities Regulators [Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden]
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CHF-LIBOR	Schweizer Franken Libor
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CO ₂	Kohlenstoffdioxid
C.O.B.	Compliance Officer Bulletin [Zeitschrift]
COM	Legislativvorschläge und sonstige Mitteilungen der Kommission an den Rat und/oder an die anderen Organe sowie die entsprechenden vorbereitenden Dokumente. Dokumente der Kommission für die anderen Organe (Legislativvorschläge, Mitteilungen, Berichte usw.) (dt. Fassung bis 2012: „KOM“)
CRAR	Credit Rating Agencies Regulation [Rating-VO – VO (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABIEU v. 31.5.2013, L 146/1]
CRD IV	Capital Requirements Directive [Vierte Kapitaladäquanzrichtlinie – RL 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen,

	zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, ABIEU v. 27.6.2013, L 176/338]
CRR	Capital Requirements Regulation [Kapitaladäquanzverordnung – VO (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABIEU v. 27.6.2013, L 176/1]
CTP	Consolidated Tape Providers
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb [Zeitschrift]
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
DePaul Bus. & Com. L.J.	DePaul Business and Commercial Law Journal
ders.	derselbe
dies.	dieselbe/n
DoJ	Department of Justice
DStR	Deutsches Steuerrecht [Zeitschrift]
€STR	euro short term rate
EBA	European Banking Authority [Europäische Bankenaufsichtsbehörde]
EBS	Electronic Broking Services
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECLIC	EU and Comparative Law Issues and Challenges Series [Zeitschrift]
ECML	European Capital Markets Law [Buch]
eds.	<i>editors</i> [Herausgeber]
EEX	European Energy Exchange [Leipziger Strombörse]
EFTA	European Free Trade Association [Europäische Freihandelsassoziation]
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EL	Ergänzungslieferung
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
EMMI	European Money Market Institute
Emory L. J.	Emory Law Journal
endg.	endgültig
Eonia	Euro OverNight Index Average
ErwG	Erwägungsgrund
ESA	European Supervisory Authorities [Europäische Aufsichtsbehörden]
ESG	<i>environmental, social and governance</i>
ESMA	European Securities and Markets Authority [Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde]
ETF	<i>exchange traded funds</i> [börsengehandelte Indexfonds]
EU	Europäische Union
EU CTB	<i>EU Climate Transition Benchmark</i> [auf den klimabedingten Wandel bezogener EU-Referenzwert]

EU PAB	<i>EU Paris-aligned Benchmark</i> [auf das Übereinkommen von Paris abgestimmter EU-Referenzwerte]
EuG	Gericht [seit dem Vertrag von Lissabon heißt das Gericht erster Instanz offiziell nur noch „Gericht“]
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGrCh	EU-Grundrechtecharta
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht [Zeitschrift]
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht [Zeitschrift]
EWU	Europäische Währungsunion
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
FAQ	<i>frequently asked questions</i> [häufig gestellte Fragen]
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FBI	Federal Bureau of Investigation
FCA	Financial Conduct Authority
ff.	fortfolgende
FiMaNoG	Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (Finanzmarktnovellierungsgesetz – FiMaNoG)
FinARErgG	Gesetz zur Ergänzung des Finanzdienstleistungsaufsichtsrechts im Bereich der Maßnahmen bei Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems und zur Änderung der Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie (Finanzaufsichtsrechtsergänzungsgesetz) v. 6.6.2017, BGBl. I, 1495
FINMA	Schweizer Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
Fn.	Fußnote
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate and Financial Law
Fordham Urb. L.J.	Fordham Urban Law Journal
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSB	Financial Stability Board
FSMA	Financial Services and Markets Authority [Autorität Finanzielle Dienste und Märkte]
FSMA 2000	Financial Services and Markets Act
FTSE	Financial Times Stock Exchange Index
FX	Forex Exchange
G20	Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
G.C.L.R.	Global Competition Litigation Review
GaJICL	Georgia Journal of International and Comparative Law
GHG	Greenhouse Gas
GHG Protocol	Greenhouse Gas Protocol
GMT	Greenwich Mean Time
GPR	Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht

GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht [Zeitschrift]
GS	Gedächtnisschrift
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Hanse L. Rev.	Hanse Law Review
Harv. Int'l L.J.	Harvard International Law Journal
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
Hrsg./hrsg.	Herausgeber/herausgegeben
Hs.	Halbsatz
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
IBA	ICE Benchmark Administration
IBOR	Interbank Offered Rate
ICCLJ	International and Comparative Corporate Law Journal
ICE	Intercontinental Exchange
IEA	Internationale Energieagentur
IEF	Internationale Energieforum
IKS	Internes Kontrollsystem
IMF	International Monetary Fund
InstitutsVergV	Institutsvergütungsverordnung
Int. T.L.R.	International Trade Law & Regulation [Zeitschrift]
Int'l L. & Mgmt. Rev.	International Law and Management Review
InvG	Investmentgesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions [Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden]
Iowa L. Rev.	Iowa Law Review
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
ISDA	International Swaps and Derivates Association
ISIN	Internationale Wertpapierkennnummer
ITRB	IT-Rechtsberater [Zeitschrift]
ITS	<i>implementing technical standards</i> [technische Durchführungsstandards]
J. Bus. Entrepreneurship & L.	Journal for Business, Entrepreneurship & Law
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives
J.I.B.L.R.	Journal of International Banking Law and Regulation
JBA	Japanese Banking Association
JBF	Journal of Banking and Finance
JFR	Journal of Financial Regulation
JFSA	Japanese Financial Services Agency
JIEL	Journal of International Economic Law
JLS	The Journal of Legal Studies
JSOC	Journal of Securities Operations & Custody
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KIID	key investor information document

KOM	Legislativvorschläge und sonstige Mitteilungen der Kommission an den Rat und/oder an die anderen Organe sowie die entsprechenden vorbereitenden Dokumente. Dokumente der Kommission für die anderen Organe (Legislativvorschläge, Mitteilungen, Berichte usw.) (englische Fassung: „COM“)
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
Kor. U. L. Rev.	Korean University Law Review
KWG	Gesetz über das Kreditwesen [Kreditwesengesetz]
LFMR	Law and Financial Markets Review
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	littera [Buchstabe]
LMA	Loan Markets Association
LMK	beck-fachdienst Zivilrecht – LMK
m.z.w.N.	mit zahlreichen weiteren Nachweisen
MAD II	Market Abuse Directive [RL 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABIEU v. 12.6.2014, L 173/179]
mAnm	mit Anmerkung
MAR	Market Abuse Regulation [VO (EU) (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABIEU v. 12.6.2014, L173/1]
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MiFID II	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente [RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABIEU v. 12.6.2014, L 173/349]
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation [VO (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABIEU v. 12.6.2014, L 173/84]
Mio.	Millionen
MSCI	Morgan Stanley Capital International
Mrd.	Milliarde
MTF	<i>multilateral trading facilities</i> [multilaterale Handelssysteme]
N.C. Banking Inst. J.	North Carolina Banking Institute Journal
N.Y.	New York
N.Y.U. J. L. & Bus.	New York University Journal of Law & Business
NJW	Neue Juristische Wochenschrift

NJW-RR	NJW-Rechtsprechungsreport-Report Zivilrecht
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NW. J. Int'l L. & Bus.	Northwestern Journal of International Law & Business
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OFT	Office of Fair Trading
OGA	Organismus für gemeinsame Anlagen
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OPEC	Organisation Erdöl exportierender Länder
OSSG	<i>Official Sector Steering Group</i>
OTC	<i>over the counter</i> [außerbörslich]
OTF	<i>organised trading facility</i> [organisierte Handelssysteme]
PIB	Produktinformationsblatt
plc	<i>public limited company</i>
PRA	Prudential Regulation Authority
ProspRL	Prospektrichtlinie [RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABIEG v. 31.12.2003, L 345/64]
ProspVO	Prospektverordnung [VO (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABIEU v. 30.6.2017, L 168/12]
PVPI	harmonisierte Verbraucherpreisindizes
Q&A	Questions & Answers
RdF	Recht der Finanzinstrumente [Zeitschrift]
REMIT	Regulation on wholesale Energy Market Integrity and Transparency [VO (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 25.10.2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts, ABIEU v. 8.12.2011, L 326/1]
Rev.	Review
Rev. Banking & Fin. L.	Review of Banking & Financial Law
RFR	<i>risk free rates</i>
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer(n)
RTS	<i>regulatory technical standards</i> [technische Regulierungsstandards]
S.	Seite
	Satz
S. C. J. Int'l L. & Bus.	South Carolina Journal of International Law & Business
S&P 500	Standard & Poor's 500

SchVG	Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen [Schuldverschreibungsgesetz]
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i> [U.S.-Börsenaufsichtsbehörde]
sec.	<i>section</i>
SFO	Serious Fraud Office
SI	<i>systematic internaliser</i> [Systematischer Internalisierer]
SOFR	Secured Overnight Financing Rate
sog.	so genannte(n)
SONIA	Sterling Overnight Index Average
Sps.	Spiegelstrich
StGB	Strafgesetzbuch
STIBOR	Stockholm Interbank Offered Rate
StV	Strafverteidiger
SWD	Arbeitsdokumente und gemeinsame Arbeitsdokumente der Dienststellen (Folgenabschätzungen, Zusammenfassungen von Folgenabschätzungen, Arbeitsunterlagen für Beschäftigte)
Syracuse J. Int'l L. & Com.	Syracuse Journal of International Law and Commerce
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TEG	Technical Expert Group on Sustainable Finance
TIBOR	Tokyo Interbank Offered Rate
u.a.	unter anderem und andere
U. Miami L. Rev.	University of Miami Law Review
U.S.	United States of America [Vereinigte Staaten von Amerika]
UAbs.	Unterabsatz
UBS	Union de Banques Suisses
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
USps.	Unterspiegelstrich
v.	von/vom
Va. J. Int'l L.	Virginia Journal of International Law
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
VerbrKrRL	Verbraucherkreditrichtlinie [RL 2008/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 23.4.2008 über Verbraucherkreditverträge und zur Aufhebung der RL 87/102/EWG des Rates, ABIEU v. 22.5.2008, L 133/66]
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen [Vermögensanlagegesetz]
VersR	Versicherungsrecht [Zeitschrift]
VersVergV	Versicherungsvergütungsverordnung
vgl.	vergleiche
VIX	Volatility Index
VO	Verordnung
Vor.	Vorbemerkung(en)

VUR	Verbraucher und Recht [Zeitschrift]
Wash. L. Rev.	Washington Law Review
WM	Wertpapiermitteilungen [Zeitschrift]
WoImKrRL	Wohnimmobilienkreditrichtlinie [RL 2014/17/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 4.4.2014 über Wohnimmobilienkreditverträge für Verbraucher und zur Änderung der RL 2008/48/EG und 2013/36/EU und der VO (EU) Nr. 1093/2010, ABIEU v. 28.2.2014, L 60/34]
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen [Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz]
Yale J. On. Reg.	Yale Journal on Regulation
ZAP	Zeitschrift für die Anwaltspraxis
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZeUP	Zeitschrift für europäisches Privatrecht
ZfgK	Zeitschrift für die gesamte Kreditwirtschaft
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer(n)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRFC	Zeitschrift für Risk, Fraud & Compliance
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht
ZVersWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Wertschöpfungsprozess eines Referenzwertes	10
Abbildung 2: LIBOR Wasserfallprinzip der Datenberücksichtigung.....	41
Abbildung 3: BMR Aufsichtsstruktur	338
Abbildung 4: ISDA Benchmark Supplement	387

Einleitung und Gang der Untersuchung

§ 1 Problemaufriss

Über lange Zeit führten Referenzwerte ein Schattendasein, obwohl ihre Bedeutung für das globale Finanzsystem in den letzten Jahren stetig angestiegen ist. Referenzwerte spielen eine Schlüsselrolle für eine Vielzahl von Finanztransaktionen – von Kredit- und Darlehensverträgen über verschiedene Finanzinstrumente bis hin zu Investmentfonds im Wert von mehreren Billionen Euro. Aufgrund ihrer weitreichenden Einbindung in das Finanzsystem stellen sie zudem einen entscheidenden Faktor für die Entscheidungsfindungsprozesse von Marktteilnehmern und ein wichtiges Instrument im Rahmen geldpolitischer Entscheidungen dar. Allein der regelmäßig als *the world's most important number*¹ bezeichnete Referenzzinssatz LIBOR² hatte 2014 einen geschätzten ausstehenden Nominalwert von ungefähr 200 Billionen Euro.³ Eine etwas geringere, aber dennoch weitreichende Bedeutung kommt dem Referenzzinssatz EURIBOR⁴ als Gegenstück des LIBORs für den Euroraum zu. Nach Schätzungen der Europäischen Kommission wird der EURIBOR für Finanzprodukte im Gesamtwert von über 180 Billionen Euro verwendet.⁵ Als noch bedeutsamer gelten Devisenreferenzwerte, die neben dem ungefähr täglich 4,6 Billionen Euro umfassenden Devisenmarkt auch für andere Bereiche – insbesondere für Aktienindizes – herangezogen werden.⁶

¹ Vgl. nur *Broad*, *The world's most important number?*, BBC News v. 20.10.2008; *Enrich*, *Libor: A Eulogy for the World's Most Important Number*, Wall Street Journal v. 27.7.2017; *Rauterberg/Verstein* (2013) 30 Yale J. On Reg. 101, 102.

² Die Abkürzung LIBOR steht für London Interbank Offered Rate.

³ Vgl. *FSB*, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, 22.7.2014, S. 6. Die Angaben des FSB weisen 220 Billionen U.S.-Dollar aus und wurden in Euro umgerechnet.

⁴ Die Abkürzung EURIBOR steht für Euro Interbank Offered Rate, vgl. *Bausch/Wittmann* WM 2014, 494, 495.

⁵ Vgl. ErwG 5 der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1038 der Kommission v. 11.8.2016 zur Erstellung einer Liste der an den Finanzmärkten verwendeten kritischen Referenzwerte gemäß der Verordnung (EU) 2016/1011, ABIEU v. 12.8.2016, L 217/1. Entsprechende Werte finden sich auch bei *FSB*, *Reforming Major Interest Rate Benchmarks* (Einleitung Fn. 3), S. 6.

⁶ Vgl. *BIS*, *Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange turnover in April 2016*, Monetary and Economic Department, September 2016, S. 4; *Duffie/Dworczak/Zhu*, *Benchmarks in Search Markets*, NBER Working Paper No. 20620, 2014, S. 1; *FSB*, *Foreign*

Trotz der zentralen Bedeutung von Referenzwerten unterlag ihre Ermittlung lange Zeit bestenfalls einer Selbstregulierung durch die beteiligten Marktakteure, überwiegend vollzog sie sich jedoch in einem regulierungsfreien Raum. Erst mit dem Bekanntwerden jahrelanger Manipulationen wurde die Aufmerksamkeit von Gesetzgebern und Aufsichtsbehörden auf diesen Bereich gelenkt.

Zweifel an einem ordnungsgemäßen Zustandekommen von Referenzwerten kamen erstmals zwischen 2007 und 2008 in Bezug auf den LIBOR auf.⁷ Nach Medienberichten nahmen mehrere Mitarbeiter großer, maßgeblich an der Bestimmung des LIBORs beteiligter Banken in unzulässiger Weise Einfluss auf die übermittelten Zinsmeldungen.⁸ Trotz der bereits zu diesem Zeitpunkt geäußerten Verdachtsmomente dauerte es mehr als zwei Jahre, bis erstmalig durch U.S.-amerikanische Behörden Ermittlungen in Bezug auf Manipulationen des LIBORs eingeleitet wurden.⁹ Im Anschluss hieran haben unter anderem auch britische und europäische Aufsichtsbehörden begonnen, den Verdachtsfällen nachzugehen.¹⁰ Die Ermittlungen der Aufsichtsbehörden beschränkten sich indes nicht nur auf den LIBOR, sondern erweiterten sich schnell auch auf andere Referenzzinssätze, wie den EURIBOR oder den TIBOR¹¹. Sanktionen aufgrund der Referenzzinssatzmanipulationen erfolgten zunächst 2012 durch U.S.-amerikanische Behörden und die damalige britische Finanzaufsichtsbehörde Financial Services Authority (FSA).¹² Ein Jahr später verhängte dann auch die Europäische Kartellbehörde gegen mehrere Banken eine empfindliche Geldbuße wegen kartellrechtswidriger Absprachen zur Manipulation von Referenzzinssätzen.¹³ Nur kurze Zeit später erschütterte ein

Exchange Benchmarks, Final Report, 30.9.2014, S. 5; Powers (2016) 43 Fordham Urb. L.J. 139, 140, 142; Verstein (2015) 56 B. C. L. Rev. 215, 233 ff. Die Angaben weisen ungefähr 5 Billionen U.S.-Dollar aus und wurden in Euro umgerechnet.

⁷ Vgl. Abrantes-Metz/Kraten/Metz/Seow (2012) 36 JBF 136; Beißer/Read ZfgK 2016, 219, 220; Eisl/Jankowitsch/Subrahmanyam (2017) 23 European Financial Management 609, 613; GroßkommHGB/Grundmann Sechster Teil Rn. 766.

⁸ Siehe hierzu Mollenkamp, Libor Fog: Bankers Cast Doubt on Key Rate Amid Crisis, Wall Street Journal v. 16.4.2018; Mollenkamp/Whitehouse, Study Casts Doubts on Key Rate, Wall Street Journal v. 29.5.2008; GroßkommHGB/Grundmann Sechster Teil Rn. 766.

⁹ Vgl. N.N., Zinsskandal: US-Bundesstaaten ermitteln wegen Libor-Manipulationen, Zeit Online v. 16.7.2012. Siehe hierzu auch Moloney VIII.8.2.3; Schwintowski/Badtke/Pahlen Kap. 24 Rn. 516.

¹⁰ Vgl. N.N., Milliardenstrafe im LIBOR-Skandal: UBS zahlte sogar Schmiergelder, Handelsblatt v. 19.12.2012.

¹¹ Die Abkürzung TIBOR steht für Tokyo Interbank Offered Rate, siehe hierzu die Homepage der Japanese Banker Association (JBA) abrufbar unter <http://www.jbatibor.or.jp/english/about/>.

¹² Vgl. nur Ashton/Christophers (2015) 44 Economy and Society 188, 197; Schwintowski/Badtke/Pahlen, Kap. 24 Rn. 517.

¹³ Vgl. Buck-Heeb WM 2015, 157; Eufinger WM 2014, 1113; O'Brien, Rate Manipulation: Largest Cartel Fine in History, v. 6.12.2013. Siehe näher zu dem Kartellverfahren der Europäischen Kommission unter Kapitel 1 § 3B.

weiterer Manipulationsskandal die Finanzwelt.¹⁴ Im Zentrum der Aufmerksamkeit standen nunmehr Devisenreferenzwerte wie der WM/Reuters Fix.¹⁵ Die Manipulationen der Devisenreferenzwerte werden im Vergleich zu den Referenzzinssatzmanipulationen aufgrund des Umfangs der an diese gekoppelten Finanzprodukte als noch gravierender qualifiziert.¹⁶

Die volkswirtschaftlichen Folgen der Manipulationen sind nur schwer quantifizierbar. Obwohl die Angabe allgemeingültiger Zahlen kaum möglich ist, erscheint es nicht abwegig, dass die Manipulationen schädigende Auswirkungen für eine Vielzahl von Personengruppen hatten. Zu den (potentiell) Betroffenen zählen unter anderem Anleger, Hypothekengläubiger, Investoren, Arbeitnehmer, Rentner und Verbraucher.¹⁷ So besteht beispielsweise eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass Hypothekengläubiger infolge der LIBOR und EURIBOR Manipulationen höhere Zinszahlungen geleistet haben als im Fall eines ordnungsgemäßen Zustandekommens der Referenzzinssätze.¹⁸ Die Manipulationen des Devisenreferenzwertes WM/Reuters Fix können unter anderem sowohl negative Auswirkungen auf die Renditen von Anlegern – eingeschlossen Rentner, die auf Pensionskassen zurückgreifen – als auch für Verbraucher gehabt haben.¹⁹

Erste aufsichtsrechtliche Reaktionen erfolgten bereits kurze Zeit nach dem Bekanntwerden der Manipulationen. Während zunächst auf internationaler Ebene und von britischer Seite Arbeitsgruppen eingerichtet wurden, die allgemeine Standards und Reformvorschläge formulierten,²⁰ hat der Unionsgesetzgeber die sich noch im Entwurfsstadium befindlichen VO (EU) Nr. 569/2014²¹ (MAR) und die RL 2014/57/EU²² (MAD II) nochmals geändert, um mit dem

¹⁴ Vgl. *Vaughan/Finch/Choudhury*, Traders Said to Rig Currency Rates to Profit Off Clients, Bloomberg v. 11.6.2013.

¹⁵ Vgl. *Miller* LFMR 2014, 155; *Perkins/Mortby* (2014) 7 JSOC 296.

¹⁶ Vgl. *Martens*, Top UK Regulator: People have good Reason Not to Trust Currency Rates Set by Big Banks, Wall St. on Parade v. 5.2.2014; *Verstein* (2015) 56 B. C. L. Rev. 215, 233 f.

¹⁷ Vgl. *Johnson* (2013) 88 Wash. L. Rev. 185, 188; *Luna II* (2013-2014) 10 S. C. J. Int'l L. & Bus. 219, 220 f.; *Miller* LFMR 2014, 155, 156 f.; *Slawotsky* (2015-2016) 40 Del. J. Corp. L. 280, 326 f.

¹⁸ Vgl. *Miller* LFMR 2014, 155, 156.

¹⁹ Siehe hierzu *Chandrasekhar*, A benchmark for rigging, Frontline v. 13.12.2013; *Geiger/Brush*, SEC reportedly probing alleged foreign-exchange-rate rigging, SFGate v. 10.3.2014; *Miller* LFMR 2014, 155, 156 f.

²⁰ Siehe hierzu näher unter Kapitel 2 § 1.

²¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABIEU v. 12.6.2014, L 173/1.

²² Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABIEU v. 12.6.2014, L 173/179.

Marktmanipulationsverbot auch Referenzwertmanipulationen zu erfassen.²³ Eine Beschränkung allein auf verwaltungs- und strafrechtliche Sanktionen hielt die Europäische Kommission indes für nicht ausreichend, um die Manipulationsrisiken im Zusammenhang mit Referenzwerten zu beseitigen.²⁴ Die infolge der Manipulationen getätigten Ermittlungen haben erhebliche Defizite bei der Ermittlung und Verwendung von Referenzwerten offenbart. Neben der Systemrelevanz²⁵ von Referenzwerten sind vor allem die für den Ermittlungsprozess charakteristischen Interessenkonflikte und Ermessensspielräume in den Fokus des europäischen Gesetzgebers gerückt.²⁶ Um sicherzustellen, dass die Ermittlungsprozesse künftig eindeutigen aufsichtsrechtlichen Regeln folgen, wurde mit der VO (EU) 2016/1011²⁷ (BMR) daher ein präventiver Rechtsrahmen geschaffen, der Referenzwerte erstmalig einer umfassenden Regulierung zuführt. Die BMR kann folglich als das gesetzgeberische Ergebnis vorhergehender Ereignisse und damit als kriseninduzierter Rechtsakt beschrieben werden.²⁸

Das Phänomen der kriseninduzierten Gesetzgebung zieht sich seit der Finanzkrise 2007 durch die gesamte Finanzmarktregulierung.²⁹ Obgleich unter den Eindrücken der vielfältigen Referenzwertmanipulationen durchaus nachvollziehbar, bergen kriseninduzierte Rechtsakte typische Risiken. Ihnen ist gemein, dass sie unter großem öffentlichem Druck und innerhalb kurzer Zeiträume erarbeitet werden.³⁰ Dies birgt einerseits die Gefahr einer Überregulierung, die weder den durch den Rechtsakt ausgelösten Folgen hinreichend Rechnung trägt noch in einem angemessenen Kosten-Nutzen-Verhältnis steht.³¹ Andererseits ist ihr das Risiko einer reinen Symbolgesetzgebung immanent, die nicht geeignet ist, die verfolgten Ziele tatsächlich zu erreichen.³²

²³ Vgl. COM(2012) 420, S. 2; COM(2012) 421, S. 2 f. Zur Historik von MAR und MAD II ausführlich *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, EuropUR, 6. Aufl. 2018, Rn. 34.4.

²⁴ Vgl. COM(2013) 641 final, S. 2; *Spindler* ZBB 2015, 165, 167.

²⁵ Hierzu näher unter Kapitel 1 § 1D.II. Vgl. auch *BIS*, Towards better reference rate practices: a central bank perspective, 2013, S. 12 f.

²⁶ Vgl. COM(2013) 641 final, S. 2; *Spindler* ZBB 2015, 165, 167.

²⁷ Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 8.6.2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, ABIEU v. 29.6.2016, L 171/1.

²⁸ Hierauf ebenfalls hinweisend GroßkommHGB/*Grundmann* Sechster Teil Rn. 775. In diese Richtung auch *Rauterberg/Verstein* (2013-2014) 54 Va. J. Int'l L. 9, 29 ff.

²⁹ Vgl. *Binder* FS Köndgen, 2016, S. 65, 70; *Mülbert* ZHR 176 (2012), 369 ff. Instrukтив zur kriseninduzierten Rechtssetzung *Romano* (2014) 43 Hofstra L. Rev. 25.

³⁰ Vgl. *Fleischer* FS Priester, 2007, S. 75, 85.

³¹ Vgl. *Fleischer* FS Priester, 2007, S. 75, 85.

³² Vgl. *Binder* FS Köndgen, 2016, S. 65, 71; *Fleischer* FS Priester, 2007, S. 75, 88.

§ 2 Gang der Untersuchung und Methode

Übergeordnetes Ziel der vorliegenden Arbeit ist eine umfassende Analyse des mit der BMR geschaffenen aufsichtsrechtlichen Rahmens zur Verhinderung von Referenzwertmanipulationen. In diesem Zusammenhang wird zum einen untersucht, ob dieser Rechtsrahmen geeignet ist, Referenzwertmanipulationen künftig zu verhindern. Des Weiteren wird beleuchtet, ob sich die Risiken einer kriseninduzierten Rechtssetzung in der BMR realisieren.

Kapitel 1 widmet sich zunächst den ökonomischen Grundlagen zu Referenzwerten. Nach einer begrifflichen Abgrenzung (Kapitel 1 § 1 A) wird der Entstehungsprozess eines Referenzwertes dargestellt (Kapitel 1 § 1 B). Hieran anknüpfend werden die vielfältigen Funktionen von Referenzwerten beleuchtet (Kapitel 1 § 1 C), denen dann die aus der Verwendung von Referenzwerten resultierenden Risiken gegenübergestellt werden (Kapitel 1 § 1 D). Anschließend an diese allgemeinen Ausführungen wird exemplarisch auf einige ausgewählte Referenzwertmanipulationen eingegangen (Kapitel 1 § 2). Beschrieben werden sowohl die jeweiligen Referenzwerte und die ihnen zugrundeliegenden Berechnungsmethoden als auch Ablauf und Hintergründe der Manipulationen. Im Anschluss hieran findet eine Darstellung der auf U.S.-amerikanischer, britischer und europäischer Ebene eingeleiteten Verfahren statt (Kapitel 1 § 3).

In Kapitel 2 erfolgt zunächst eine überblicksartige Darstellung der internationalen und nationalen Regulierungs- und Reforminitiativen (Kapitel 2 § 1). Die diesbezüglichen Ausführungen umfassen den vom britischen Finanzminister angestoßenen Wheatley-Review (Kapitel 2 § 1 A), die IOSCO-Grundsätze (Kapitel 2 § 1 B), die ESMA-EBA-Prinzipien für Referenzwerte (Kapitel 2 § 1 C) und die Reformvorschläge des Financial Stability Boards (FSB) (Kapitel 2 § 1 D). In einem zweiten Schritt wird auf verschiedene Rechtsvorschriften unterschiedlicher Unionsrechtsakte eingegangen, die spezifische Gesichtspunkte im Zusammenhang mit Referenzwerten adressieren (Kapitel 2 § 2). Zu diesen zählt die Pflicht einer diskriminierungsfreien Zugangsgewährung zu Referenzwerten (Kapitel 2 § 2 A), Vorgaben an Indexreplikationen (Kapitel 2 § 2 B), Informationspflichten in Bezug auf prospektpflichtige Wertpapiere (Kapitel 2 § 2 C), das Verbot der Referenzwertmanipulation des unionsrechtlichen Marktmissbrauchsregimes (Kapitel 2 § 2 D) sowie das Verbot der Referenzwertmanipulation in Bezug auf Energiegroßhandelsprodukte (Kapitel 2 § 2 E).

Im Zentrum der Arbeit steht mit Kapitel 3 die detaillierte Analyse der BMR. Der Abschnitt Kapitel 3 § 1 illustriert an erster Stelle unter Skizzierung des Gesetzgebungsverfahrens und der Rechtssetzungstechnik (Kapitel 3 § 1 A) sowie der Regulierungsziele der BMR (Kapitel 3 § 1 B) den institutionellen Rahmen der BMR. Im Anschluss hieran wird der Anwendungsbereich der BMR abgesteckt, in dessen Zentrum der Begriff des Referenzwertes steht (Kapitel 3 § 2 A). Im Rahmen des Anwendungsbereichs wird des Weiteren knapp auf die durch die BMR regulierten Verhaltensweisen und den persönlichen Anwen-

dungsbereich eingegangen (Kapitel 3 § 2 B), die ausführlich jeweils im Zusammenhang mit den erfassten Personengruppen thematisiert werden. Schließlich werden die Ausnahmen vom Anwendungsbereich beleuchtet (Kapitel 3 § 2 C). Der folgende Abschnitt geht auf die verschiedenen Referenzwertkategorien ein (Kapitel 3 § 3). Diese betreffen sowohl nach dem Verbreitungsgrad (Kapitel 3 § 3 A) als auch anhand der zugrundeliegenden Eingabedaten kategorisierte Referenzwerte (Kapitel 3 § 3 B).

Abschnitt Kapitel 3 § 4 widmet sich ausführlich den an Administratoren gestellten Anforderungen. Nach Darstellung der Gruppe der Administratoren und der von diesen ausgeübten Verhaltensweisen (Kapitel 3 § 4 A) ist das von einem Administrator zu durchlaufende Zulassungs- bzw. Registrierungsverfahren (Kapitel 3 § 4 B) zu erläutern. Die an Administratoren gestellten Anforderungen untergliedern sich in Anforderungen an das Governance-System (Kapitel 3 § 4 C), Anforderungen an Eingabedaten, Methodik und die Meldung von Verstößen (Kapitel 3 § 4 D) sowie von den Administratoren zu schaffende Verbraucherschutz- und Transparenzinstrumente (Kapitel 3 § 4 E). Anknüpfend an diese grundsätzlich für alle Administratoren geltenden Anforderungen werden schließlich die auf Administratoren spezieller Referenzwertkategorien zugeschnittenen sektorspezifischen Anforderungen (Kapitel 3 § 4 F) dargestellt. Der nächste Abschnitt widmet sich den an Kontributoren gestellten Anforderungen (Kapitel 3 § 5). Entsprechend der Ausführungen zu den Administratoren wird auch hier zunächst auf die Gruppe der Kontributoren sowie die von ihnen ausgeübte Verhaltensweise (Kapitel 3 § 5 A) eingegangen. Im Anschluss hieran werden zunächst die für alle Kontributoren geltenden Anforderungen des Verhaltenskodex (Kapitel 3 § 5 B) sowie ergänzend die lediglich für beaufsichtigte Kontributoren geltenden Vorgaben zur Unternehmensführung und Kontrolle (Kapitel 3 § 5 C) untersucht. Den auf Kontributoren zu bestimmten Referenzwertkategorien beschränkten Anforderungen widmen sich die Ausführungen zur Beitragspflicht (Kapitel 3 § 5 D) sowie zu Referenzzinssätzen (Kapitel 3 § 5 E). Unter Kapitel 3 § 6 wird schließlich auf die an die Verwendung eines Referenzwertes in der Europäischen Union gestellten Anforderungen eingegangen. Zu Beginn wird wiederum vorab erläutert, welche Personen als Verwender und was als Verwendung eines Referenzwertes (Kapitel 3 § 6 A) gilt. Im Anschluss wird auf die an die Verwendung eines Referenzwertes gestellten Anforderungen eingegangen (Kapitel 3 § 6 B). Abschließend erfolgt eine Darstellung der Befugnisse der Aufsichtsbehörden und des durch die BMR implementierten Sanktionsregimes (Kapitel 3 § 7). Die zentralen Abschnitte des Kapitels 3 werden jeweils mit einem Zwischenfazit abgerundet.

Kapitel 4 schließt die Arbeit durch das in Thesen verfasste Resümee.

Es ist hervorzuheben, dass sich die verwendeten Begrifflichkeiten ausschließlich an dem Wortlaut der BMR sowie den sonstigen, in Bezug genommenen unionsrechtlichen Rechtsakten orientieren. Der gesamten Arbeit liegt

damit allein ein unionsrechtliches Begriffsverständnis zugrunde. Fernerhin ist darauf hinzuweisen, dass zur Auslegung der Vorgaben der BMR sowie der ebenfalls in die Untersuchung mit einbezogenen Rechtsakte zu weiten Teilen auf die maßgebliche nationale Literatur rekurriert wurde. Insofern ist zu beachten, dass es sich bei der Umsetzung unionsrechtlicher Rechtsakte lediglich um eine Interpretation des Willens des Unionsgesetzgebers durch den nationalen Gesetzgeber handelt.³³ Der Rückgriff auf die zur nationalen Umsetzung erschienene Literatur ist demgemäß mit der gebotenen Zurückhaltung erfolgt.

³³ Siehe zu diesem Problemkreis allgemein *Müller*, Finanzinstrumente in der Rom I-VO, 2011, S. 53 f.

Kapitel 1

Ökonomische Grundlagen

§ 1 Ökonomischer Hintergrund von Referenzwerten

A. Begriffliche Abgrenzung von Index und Referenzwert

Die Begriffe Index und Referenzwert werden oftmals synonym benutzt, obgleich es sich nicht um identische Begriffe handelt. Indizes sind statistische Werkzeuge zur Leistungsmessung.¹ Ein Index gibt an, wie sich gleichartige Größen über einen bestimmten Zeitraum, an verschiedenen Orten oder zwischen unterschiedlichen Gruppen von Merkmalsträgern im Durchschnitt verändern.² Dementsprechend beschreibt die deskriptive Statistik einen Index als die Aggregation mehrerer Einzelgrößen zu einem Gesamtwert.³ Anhand von Indizes lässt sich die durchschnittliche Veränderung von Merkmalsausprägungen verschiedenster Vermögenswerte wie Aktienkurse, Zinssätze oder Rohstoffpreise messen, um ein möglichst repräsentatives Bild des jeweils zugrundeliegenden Marktes wiederzugeben. So bildet ein Aktienkursindex beispielsweise die Kursveränderung eines Aktienportfolios ab, anhand von Zinsindizes können Veränderungen der Konditionen im Kreditmarkt nachverfolgt werden.⁴

Zu einem Referenzwert wird ein Index erst dann, wenn Dritte ihn als Bezugspunkt für die Bestimmung von Rechten und Pflichten oder Verhaltensweisen heranziehen.⁵ Ein engeres Verständnis legt die BMR zugrunde, die eine Bezugnahme im Rahmen eines Finanzinstruments, Finanzkontrakts oder Investmentfonds fordert.⁶ Nach diesem Verständnis ist kennzeichnend, dass Marktinformationen zu einer einzelnen Kennzahl aggregiert werden, die dann

¹ Vgl. *Gupta*, *Indexes or Benchmarks: What's the Difference*, v. 1.11.2005.

² Vgl. *Fisher*, *The Making of Index Numbers*, 3. Aufl. 1927, S. 3; *Nikolova*, *Rechtsnatur der Zertifikate*, 2013, S. 51 f.; *Schmitz-Esser*, *Aktienindizes*, 2001, S. 6.

³ Vgl. *Assenmacher*, *Deskriptive Statistik*, 4. Aufl. 2010, S. 228; *Auer/Rottmann*, *Statistik*, 3. Aufl. 2015, S. 111; *Schulze/Porath*, *Statistik*, 7. Aufl. 2012, S. 263.

⁴ Vgl. *Dombalagian*, *Chasing the Tape*, 2015, S. 89; *Schmitz-Esser*, *Aktienindizes*, 2001, S. 6.

⁵ Vgl. COM(2013) 641 final, S. 2. In diese Richtung auch *Azevedo* (2013) 2 *Bocconi Legal Papers* 79, 83; *Dombalagian*, *Chasing the Tape*, 2015, S. 89; *Lehmann*, *Zivilrechtliche Auswirkungen von Referenzwertmanipulationen*, in: *Grüneberg/Habersack/Mülbert/Wittig*, *Bankrechtstag 2015*, 2015, S. 207, 209.

⁶ Siehe hierzu ausführlich unter D.II.

als Basis für die Preisfestsetzung oder Bewertung von Finanzprodukten dient.⁷ Damit ist – unabhängig davon, ob ein weites oder enges Verständnis zugrunde liegt – jeder Referenzwert ein Index, aber nicht jeder Index ein Referenzwert.

B. Der Wertschöpfungsprozess von Referenzwerten

I. An dem Wertschöpfungsprozess beteiligte Marktakteure

Trotz der Vielzahl an unterschiedlichen Referenzwerten sind an dem Wertschöpfungsprozess grundsätzlich die gleichen Akteure beteiligt. Zu unterscheiden sind einerseits die Administratoren und die Kontributoren, die jeweils aktiv am Bereitstellungsprozess partizipieren sowie andererseits die lediglich passiv beteiligten Verwender und Nutzer.⁸

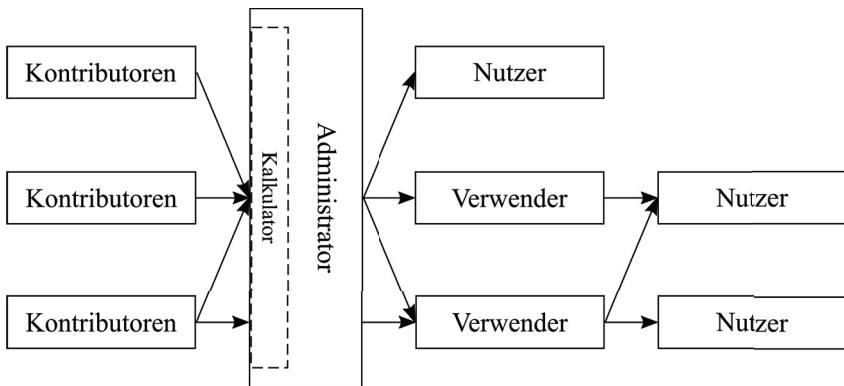


Abbildung 1: Wertschöpfungsprozess eines Referenzwertes

Die Verantwortung und Zuständigkeit für die Ermittlung und Verwaltung liegt bei den Administratoren, bei ihnen handelt es sich um die Bereitsteller eines Referenzwertes.⁹ Die Administratoren nehmen die zentrale Funktion im Wertschöpfungsprozess ein, da sie sowohl die dem Index zugrundeliegende Methodik entwickeln als auch darüber entscheiden, welche Daten von welchem Kontributor in welcher Gewichtung zu berücksichtigen sind.¹⁰ Ihnen kommen dementsprechend in großem Umfang Entscheidungs- und Gestaltungsspielräume zu. Die Berechnung und Veröffentlichung werden indes oftmals nicht von den

⁷ Vgl. *Fletcher* (2017) 102 Iowa L. Rev. 1929, 1930; *Veil/Wundenberg*, ECML, 2. Aufl. 2017, § 35 Rn. 1. Dieses enge Verständnis liegt der Arbeit im Folgenden zugrunde.

⁸ Die Begriffe orientieren sich an der Terminologie der BMR.

⁹ Vgl. SWD(2013) 336 final, S. 5.

¹⁰ Vgl. *Deutsche Börse Group*, *The benchmark industry: an introduction and outlook*, 2013, S. 10.

Sachregister

- Abo-Modell 117
- Abzeichnungspflicht 212
- Administrator 10, 149, 188, 328
- AIFMD 145, 165, 206, 246, 252
- Aktie 123, 124
- Aktienindex 13, 19, 82
 - DAX 19, 45
 - Dow Jones 19, 45
 - S&P 500 19, 45
- Aktienzertifikat 123, 124
 - American Depositary Receipts 125
 - Crest Depositary Interests 125
- aktiver Markt 284
- Alternativer Investmentfonds 129, 131, 145
- Anlageerfolgsprämie 146, 364
- Anlegerschutz 108, 300, 305, 368, 405
- Anleihen 125, 315
- Archivierungssystem 243
- Aufgabendelegation 251, 393
- Aufsichtsbehörde 264, 293, 337, 340, 392
- Aufsichtskompetenz 105
- Aufzeichnungspflicht 73, 242, 346, 358
- Auktionsplattform 178
- Auslagerung 250, 251
 - Outsourcing 252
 - Übertragung 252
- Auslagerungsvertrag 255

- Backoffice 325
- Basisinformationsblatt 402
 - Informationsblatt 300
- beaufsichtigtes Unternehmen 113, 117, 153, 352, 364, 388
- Berufsgeheimnis 394
- Bundesverband deutscher Banken 317, 384
- Business Partner Due Diligence 275
- Business Partner Screening 275

- Central Counterparty 66, 78, 151
- Chinese Walls 213
- Compliance-Funktion 208, 248, 250, 359
- Compliance-Officer 228
- comply or explain*-Mechanismus 172, 180
- conflict of interest policy* 216
- CRD IV 206
- CRR 206

- Dekarbonisierungspfad 184
- Derivat 122, 132, 314
 - Finanzderivat 134
 - Kreditderivat 135
 - Warenderivat 134
- Devisenreferenzwert 13, 44
- disclosure philosophy* 305
- Diskriminierungsverbot 78
- Dokumentationspflicht 401
- Drittstaat 361
- Drittstaaten
 - Administrator 365
 - Referenzwert 365
- Dual Use-Geschäft 143, 144
- Durchführungsbeschluss 369
- EEX 178
- effet utile* 401, 403
- Eignungsprüfung 381, 388
- Eingabedaten 12, 62, 69, 119, 176, 268, 332
- Emissionszertifikat 122
- Energiegroßhandelsprodukt 100
- ergänzende Vertragsauslegung 317
- Ermessensspielräume 4, 21, 34, 120, 282, 336
- Erwägungsgrund 401
- ESA-ÄndVO 104
- ESG-Ziele 182, 303
- ESMA-EBA-Prinzipien 59, 73
- Essential Facilities*-Doktrin 79

- €STR 313
- EURIBOR 29, 32, 52, 117, 273, 310
- European System of Financial Supervision 392
- Exchange Traded Funds 85

- Fallback-Klauseln 314, 315, 317, 383
- Festgeschäft 133
- FiMaNoG 98, 104, 399
- finanzielle Differenzgeschäfte 122, 136
- Finanzindex 82
- Finanzinstrument 18, 122, 362
- Finanzkontrakt 141
 - Darlehen 143
 - Kreditvertrag 141
 - sonstige ähnliche Finanzierungshilfe 143
 - Zahlungsaufschub 143
- Finanzstabilität 70, 110, 156, 160, 308, 355, 381
- floating rate notes 126
- Formel 304
- Forward 133
 - Zinsforward 137
- Freizeichnungsprozess 344, 357
- Frontoffice 70, 276, 280, 345
- FSB 59, 75, 311
 - Official Sector Steering Group 75
- Funktion von Referenzwerten
 - Informationsfunktion 16
 - Investitionsfunktion 18
 - Referenzfunktion 17
 - Regulierungsfunktion 19
- Funktionenschutz 107
- Future 133
 - Zinsfutures 137

- Geeignetheitsprüfung 388
- Geldmarkt 127
- Geldmarktinstrument 122, 127
- Geschäftsgeheimnis 286
- Gleichwertigkeitsbeschluss 368

- Handelbarkeit 123
- Handelsplatz 78, 138, 295
 - geregelter Markt 138
 - multilaterales Handelssystem 138
 - organisiertes Handelssystem 138
- Hedgingfunktion 18

- höhere Gewalt 198

- IBORs 311, 354, 384
- ICAP 53
- ICE Benchmark Administration 30
- Index 9, 112
 - Hauptproduktindex 14
 - Nebenproduktindex 14
 - Nichtproduktion 26
 - öffentlich 14
 - Schlechtproduktion 26
 - Verbraucherpreisindex 14
- Index-Anbieter 154
- Indexfonds 18, 82
- Indexkombination 362
- Indexoption 134, 138
- Indexprodukt 19
- Indexzertifikat 127
- information overload* 305
- Informationsmodell 305
- Interbankenmarkt 33, 311
 - Illiquidität 33
- Interessenkonfliktdatenbank 216
- Interessenkonflikte 4, 23, 67, 195, 212, 215, 217, 326
 - personell 24
 - strukturell 23
- Interne Kontrollsystem 208
- Interne Revision 208
- IOSCO 59, 64, 384
 - Grundsätze 59, 64, 149
- ISDA 317, 381, 384
 - Benchmarks-Supplement 381, 384
 - IBOR-Fallbacks 385
- ISDA Definitionen 314
- ISDAFix 43
 - ICE Swap Rate 43

- Kalkulator 11
 - Berechnungsstelle 362
- Kapitalmarkt 123
- Kartellverfahren 53
- Kassageschäft 132
- Know-your-customer*-Grundsatz 388
- Kollegium 167
- Kontributor 10, 62, 66, 70, 74, 92, 330, 331
 - beaufsichtigt 331
- Kontrolle 189, 254

- Konzentrationseffekt 25
- Kooperationsvereinbarung 369
- Kredite 33, 142, 313, 314
- krisisinduzierte Gesetzgebung 4
- Kronzeugenregelung 53
- Kündigungsrecht 260

- Lamfalussy*-Verfahren 105
- LIBOR 29, 63, 168, 310, 311
- Lizenz 80, 117, 319
 - Exklusivlizenzvereinbarung 80
 - Lizenzvereinbarung 196
- Loan Market Association 314
- London Metal Exchange 178

- MAD II 78
- MAR 78, 292, 293
- Markteffizienz 107
- Marktmanipulation 78, 89
 - handelsbasiert 90
 - handlungsbasiert 90
 - informationsbasiert 90
- MiFID II 77, 206
- MiFIR 77
- Musterformular 295

- naming and shaming* 396, 399
- new public*-Ansatz 114
- Notfallplan 71, 258, 335, 381
- Nutzer 10, 12, 361

- Öffentlichkeit 113
- OGAW-RL 78, 206
- one size fits it all*-Ansatz 66, 155, 175, 330
- Optionsgeschäft 133
- Organhaftung 406
 - Innenhaftung 408
 - Siemens/Neubürger-Entscheidung 406
- Organismen für gemeinsame Anlagen 122, 128
- Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren 78, 129, 130
- Overnight-Index 314

- Panelbanken 63, 310
- Pariser Klimaabkommen 184
- Portfolioreplikation 19

- PRIIP 402
- Private Enforcement* 396, 400
 - Haftungsregelung 402
- Proportionalitätsprinzip 66, 156, 212, 215, 278
- Prospekt 379
- Prospekthaftung 380
- Prospektverantwortliche 379
- ProspRL 78
- ProspVO 78, 87, 379, 402
- Protokoll 315
- Prüfer 242, 245, 325
- Public Enforcement* 96, 396

- Questions and Answers 106

- Ratingagentur 402
- Referenzwert 9, 90, 111
- Referenzwertmanipulation 35, 92, 293, 295
 - Angabe 92
 - Ausgangsdaten 93
 - Bereitstellung 92
 - Manipulationserfolg 95
 - profit-orientiert 37
 - reputations-orientiert 38
 - Übermittlung 92
- Referenzzinssatz 13, 28, 181, 273, 319
 - alternative 75, 311
 - risikofrei 312
 - risikofreie 75
- regelbasierte Ansatz 263
- REMIT 78, 100
- Replikation
 - physisch 83
 - synthetische 84
- Reputation 38, 275
- Risikoinventur 234
- Risikomanagementprozess 233
 - Risikoanalyse 233
 - Risikoidentifikation 233
 - Risikosteuerung 233
 - Risikoüberwachung 233
- Risikomanagementsystem 208
- Rohstoff-Referenzwert 13, 153, 181, 322

- Sanktionen 50
 - Europäische Kommission 52

- Geldbuße 397
- Gewinnabschöpfung 397
- Konzernumsatz 398
- Schadensersatzanspruch 56
- strafrechtlich 96
- U.S.-amerikanische 50
- UK 51
- verwaltungsrechtlich 96
- Schuldtitle 123, 125
- Schuldtitleindex 82
- Schuldverschreibung 123, 125
- Schutzgesetz 404
- Screening-Verfahren 215
- Selbstregulierung 33, 339
 - regulierte 339
- Service-Level-Agreement 259
- Social Trading-Plattform 189
- SOFR 312
- Sollzinssatz 152, 364
- Solvency II 207
- SONIA 312
- Spekulationsgeschäft 18
- Standardisierung 123
- Störung der Geschäftsgrundlage 318
- Stresstest 259
- Submittent 11, 243, 271, 357
- Sustainable Finance 176
- Swap 133, 315
 - Reverse Swap 358
 - Zinsswap 136
- Symbolgesetzgebung 360
- systematischer Internalisierer 138
- systemische Risiken 25, 110, 311
- Systemrelevanz 4, 156

- technische Durchführungsstandards 105
- technische Regulierungsstandards 105
- Termingeschäft 132
- Thomson Reuters 31
- Three Levels of Control*-Modell 277
- Transaktionsdaten 40, 68, 74, 270, 311, 320, 323
- Transaktionskosten 13, 17
- Transaktionsregister 164
- Transparenz 24, 300, 305

- übertragbare Wertpapiere 122
- unionsautonome Auslegung 129

- Validierung 276, 283
- Verantwortungsdelegation 337
- Verbraucherkreditvertrag 109
- Verbraucherschutz 108, 300
- Vergütung 358
- Vergütungsrichtlinien 345
- Vergütungsstruktur 218
- Verhaltenskodex 63, 70, 324, 330, 356
- Veröffentlichungspflicht 249
- Vertragsdokumentation 383
- Vertragskontinuität 382
 - Verwendungskontinuität 382
- Vertragsstrafe 260
- Vertrauensschutz 109
- Vertraulichkeitsbereich 214
- Verwender 10, 12, 361
- Vier-Augen-Prinzip 212, 235

- Ware 181
- Wasserfallprinzip 40, 320, 323
- Weisungsrecht 254
- Wertpapierindex 14
- Wertschöpfungsprozess 10
- Wheatley-Review 30, 59, 60
- Whistleblowing 227
 - Funktion 227
 - Pflicht 227
 - Verfahren 277, 293
- Wiederanlaufplan 239
- WM/Reuters Fix 13, 45

- Zentralbank 150
- Zinsgleitklausel 144, 316
- Zuwendungen 219
- Zweckgesellschaft 366