

DANIEL KLINGENBRUNN

Produktverbote zur  
Gewährleistung von  
Finanzmarktstabilität

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
50*

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

50





Daniel Klingenbrunn

# Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität

Legitimation und Dogmatik unter der Annahme  
adaptiver, evolutionärer Finanzmärkte

Mohr Siebeck

*Daniel Klingenbrunn*, geboren 1986; Studium der Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School (Hamburg) und an der Georgetown University (Washington D.C.); Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Alfred Krupp-Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht und am Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht an der Bucerius Law School; 2017 Promotion; bis 2018 Referendariat beim Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg; derzeit Mitarbeiter einer Kanzlei in Frankfurt am Main.

ISBN 978-3-16-155928-0 / eISBN 978-3-16-156170-2  
DOI 10.1628/978-3-16-156170-2

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.

© 2018 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohrsiebeck.com](http://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 Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Für meine Familie  
und  
Christina



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand zwischen 2013 und 2016 während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter des Alfred Krupp-Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht sowie am Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, jeweils an der Bucerius Law School und wurde von Prof. Dr. Rüdiger Veil betreut. Der Promotionsausschuss hat die Arbeit im Januar 2017 angenommen. Das Zweitvotum wurde durch Prof. Dr. Hans-Bernd Schäfer erstellt. Das Rigorosum erfolgte am 27. Februar 2017.

Als ich im Januar 2013 mit dieser Arbeit begonnen hatte, waren die europäischen Finanzmärkte gerade durch zwei schwere Krisen gegangen. Die Finanzkrise von 2007/2008 und die europäische Staatsschulden- und Währungskrise von 2010/2011 zwangen Politiker, Wissenschaftler und Praktiker dazu, ihre grundlegenden Vorstellungen von dem, was die Finanzmärkte „in ihrem Innersten zusammenhält“, radikal zu überdenken. Diese Arbeit wollte – zunächst auf Leerverkäufe beschränkt – einen Beitrag zu der Teilfrage leisten, inwiefern es sinnvoll ist, in Zeiten der Krise oder auch generell durch Produktverbote zu intervenieren. Im Laufe des Entstehens der Arbeit kristallisierte sich jedoch immer mehr heraus, dass sich diese Frage nicht nur bei Leerverkäufen, sondern auch bei Kreditderivaten (CDS) und jedem anderen Produkt stellen würde. Ferner wurde immer deutlicher, dass die Anwendung der gängigen Finanzmarkttheorie oder deren schlichte Verwerfung als *petitio principii* wirken würde. Eine differenzierte Aufarbeitung bedurfte daher eines innovativen Ansatzes, der die Dynamik der Produktinnovation in den Mittelpunkt stellt und das übergeordnete Regelungsziel der Finanzmarktstabilität in seine Bestandteile aufbricht. Die Arbeit folgt finanzmarkttheoretisch im Wesentlichen der Theorie Adaptiver Märkte von Prof. Andrew W. Lo und wurde durch die klugen Erwägungen von Prof. Dan Awrey bestärkt.

Mein größter Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil. Ohne dessen Offenheit gegenüber der Herangehensweise, der steten Bestärkung darin, dass sich dieser Weg lohnen würde und dessen Geduld wäre es mir nicht möglich gewesen, die vorliegende Arbeit zu vollenden. Ferner werde ich die drei Jahre am Lehrstuhl als eine fachlich wie menschlich im positivsten Sinne prägende Erfahrung in Erinnerung behalten. Ebenfalls will ich mich bei Prof. Dr. Hans-Bernd Schäfer für die zügige und gewissenhafte Erstellung des

Zweitgutachtens bedanken. Seine hilfreichen Anmerkungen wurden ebenfalls in der Druckfassung berücksichtigt.

Mein herzlicher Dank gilt Christina Winter, die mir in vielen Gesprächen half, meine Gedanken zu sortieren und die stets bereit war, mich bei der Erstellung dieser Arbeit zu unterstützen. Ohne sie wäre diese Promotion nicht denkbar gewesen. Mein großer Dank gilt zudem meiner Familie, die mir die Unterstützung und den Freiraum gewährte, diese Arbeit zu verfassen.

Überaus dankbar bin ich auch dafür, die meisten dieser drei Jahre mit Dr. Alexander Brüggemeier ein Büro teilen zu dürfen. Ihm verdanke ich zahlreiche inspirierende, offene Diskussionen.

Die Tätigkeit am Lehrstuhl war geprägt von hoher Professionalität und einem sehr herzlichen Umgang. Dies lag nicht zuletzt an Iris Kessler, der mit dem Sekretariat die Organisation oblag, die nicht zuletzt aber auch Herz und Seele des gesamten Teams war.

Es ist kaum möglich, all diejenigen aufzuzählen, die als Freunde, Kollegen und Kommilitonen durch Diskussionen, gemeinsame Kaffeepausen und Anregungen zu dieser Arbeit beigetragen haben. Ihnen allen gilt mein Dank.

Die Arbeit wurde mit dem Förderpreis der Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland 2017 ausgezeichnet. Ferner wird die Drucklegung durch die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung aus Hamburg großzügig finanziell unterstützt, wofür ich ebenfalls sehr dankbar bin.

Es werden die rechtlichen und tatsächlichen Entwicklungen bis April 2016 berücksichtigt. Der zwischenzeitliche Erlass der Delegierten Verordnung 2017/567 vom 18. Mai 2016 wurde zusätzlich in Kapitel 8 eingearbeitet.

Frankfurt a.M., im März 2018

Daniel Klingenbrunn

# Inhaltsübersicht

<b>Kapitel 1: Einführung</b> .....	1
<i>A. Ziel der Arbeit und Untersuchungsgang</i> .....	1
<i>B. Zur Methodik dieser Arbeit</i> .....	3
<b>Kapitel 2: Finanzmarktstabilität</b> .....	9
<i>A. Ökonomische Systembeschreibung</i> .....	9
<i>B. Kapitalmarktrechtliches Regulierungsziel</i> .....	17
<i>C. Regulierungstheorie und Regulierung von Vertrauen</i> .....	31
<i>D. Finanzmarkttheorie</i> .....	43
<i>E. Ergebnis</i> .....	69
<b>Kapitel 3: Produktverbote</b> .....	71
<i>A. Terminologische Bestimmung</i> .....	71
<i>B. Produktinhärente Chancen und Risiken</i> .....	74
<i>C. Produktinnovation in evolutionären, adaptiven Märkten</i> .....	80
<i>D. Regulatorische Dialektik und Regulierungsarbitrage</i> .....	84
<i>E. Ergebnis</i> .....	86

Kapitel 4: Ein einheitlicher Bewertungsmaßstab .....	87
<i>A. Regulierungsinstrumente</i> .....	87
<i>B. Erhalt regulatorischer Dialektik und Reflexivität</i> .....	90
<i>C. Der Abwägungsmaßstab</i> .....	94
<i>D. Eine qualitative Risiko-Chancen-Abwägung</i> .....	97
Kapitel 5: Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe.....	99
<i>A. Einführung</i> .....	99
<i>B. Regulierung</i> .....	103
<i>C. Chancen und Risiken</i> .....	108
<i>D. Erforderlichkeit eines Verbots</i> .....	125
<i>E. Ergebnis</i> .....	136
Kapitel 6: Das Verbot ungedeckter CDS .....	139
<i>A. Einführung</i> .....	139
<i>B. Regulierung</i> .....	143
<i>C. Chancen und Risiken</i> .....	155
<i>D. Erforderlichkeit eines Verbots</i> .....	183
<i>E. Wirksamkeit des Verbots</i> .....	189
<i>F. Ergebnis</i> .....	202

Kapitel 7: Reaktive Verbote von Leerverkäufen und CDS .....	205
<i>A. Voraussetzungen</i> .....	205
<i>B. Konkretisierung</i> .....	225
<i>C. Verbote und weitere Eingriffsbefugnisse</i> .....	242
<i>D. Ergebnis</i> .....	255
Kapitel 8: Produktintervention gem. Art. 40 ff. MiFIR .....	257
<i>A. Darstellung</i> .....	257
<i>B. Bewertung</i> .....	262
<i>C. Verbotskriterien und -faktoren</i> .....	268
<i>D. Ergebnis</i> .....	281
Kapitel 9: Thesen .....	283
<i>A. Finanzmarktstabilität</i> .....	283
<i>B. Produktverbote</i> .....	284
<i>C. Ein einheitlicher Bewertungsmaßstab</i> .....	284
<i>D. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe</i> .....	285
<i>E. Das Verbot ungedeckter CDS</i> .....	286
<i>F. Reaktive Verbote von Leerverkäufen und CDS</i> .....	286
<i>G. Produktintervention gem. Art. 40 ff. MiFIR</i> .....	287
Literaturverzeichnis .....	289
Sachregister .....	305



# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	VII
Inhaltsübersicht .....	IX
Abkürzungsverzeichnis .....	XXV
Kapitel 1: Einführung .....	1
<i>A. Ziel der Arbeit und Untersuchungsgang</i> .....	1
<i>B. Zur Methodik dieser Arbeit</i> .....	3
I. Grundlegende Zweifel an der ECMH.....	3
II. Modifizierte ökonomische Analyse oder juristische Abwägung .....	5
Kapitel 2: Finanzmarktstabilität .....	9
<i>A. Ökonomische Systembeschreibung</i> .....	9
I. Finanzmarktstabilität, Systemrisiko und Systemrelevanz.....	9
II. Von LTCM zum Systemrisiko .....	10
III. Vom Systemrisiko zu Financial Stability .....	12
1. Definition und Abgrenzung zum Systemrisiko .....	12
2. Finanzsystemstabilität bzw. Finanzmarktstabilität.....	13
3. Finanzmarktstabilität als Kontinuum von Zuständen .....	14
4. Effiziente Ressourcenallokation .....	15
5. Externe und interne Schocks .....	15
6. Eigenkorrekturmechanismen .....	16
IV. Ergebnis .....	17

<i>B. Kapitalmarktrechtliches Regulierungsziel</i> .....	17
I. Konturierung des Regulierungsziels „Finanzmarktstabilität“ .....	17
II. Finanzmarktstabilität als grundgesetzliche Gewährleistungsverantwortung .....	17
III. Finanzmarktstabilität als europarechtliche Regelungsaufgabe .....	22
1. Vervollkommnung des Binnenmarktes (Art. 114 AEUV) .....	22
2. Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 63 AEUV) .....	24
3. Gewährleistung von Preis- und Finanzmarktstabilität durch die EZB (Art. 127 Abs. 1 und 5 AEUV) .....	25
4. Bankenaufsicht durch die EZB (Art. 127 Abs. 5 und 6 AEUV) .....	27
5. Wahrung der Finanzmarktstabilität durch das ESRB .....	28
6. Ergebnis .....	30
IV. Ergebnis .....	30
<i>C. Regulierungstheorie und Regulierung von Vertrauen</i> .....	31
I. Öffentliches Gut und Externalitätenbildung .....	31
1. Finanzmarktstabilität als öffentliches Gut .....	31
2. Systemrisiken als negative Externalitäten .....	33
3. Das Gefangenendilemma als Ursache für Systemrisiken .....	35
II. Regulierung von Marktvertrauen .....	37
1. Vertrauen in der Kapitalmarktregulierung .....	37
2. Vertrauen als komplexitätsreduzierender Mechanismus .....	39
3. Vertrauen in die Stabilität des Finanzmarkts .....	39
4. Vertrauen als Konsequenz begrenzter Rationalität .....	42
III. Ergebnis .....	43
<i>D. Finanzmarkttheorie</i> .....	43
I. Untersuchungsgang .....	43
II. Finanzmarktstabilität und Effiziente Kapitalmarkthypothese (ECMH) .....	44
1. Grundlagen moderner Finanztheorie .....	44
2. Finanzmarktstabilität aus Sicht der ECMH .....	46
3. Effizienz aus Sicht der Finanzmarktstabilitätsforschung .....	48
a) Effizient-Stabiler und Ineffizient-Instabiler Markt .....	48
b) Ineffizient und scheinbar stabil: Der robuste Markt .....	49
c) Instabil und scheinbar effizient: Der homogene Markt .....	49
4. Fortentwicklungsbedarf bei der ECMH .....	50
5. Ergebnis .....	53
III. Die Adaptive Market Hypothesis (AMH) .....	54
1. Die sechs Prinzipien der Adaptive Market Hypothesis von Lo .....	54
2. Prinzip 1: Akteure handeln im Eigeninteresse .....	55

3. Prinzip 2: Akteure sind begrenzt rational und heterogen.....	55
4. Prinzip 3: Akteure zeigen ein Lern- und Anpassungsverhalten.....	56
5. Prinzip 4: Wettbewerb ist Bedingung für Anpassung und natürliche Selektion .....	58
6. Prinzip 5: Natürliche Selektion prägt die Marktgegebenheiten .....	60
7. Prinzip 6: Der Finanzmarkt als evolutionäres System.....	61
IV. Ein Konkurrenzverhältnis zwischen Stabilität und Effizienz? .....	62
1. Homogenität als Folge fehlerhafter Adaption und Wettbewerbs....	63
a) Theoretische Darstellung.....	63
b) Empirische Studien .....	65
2. Robustheit als Folge fehlender Adaption und Wettbewerbs.....	66
3. Ergebnis .....	68
V. Ein evolutionäres Modell des Finanzsystems .....	68
<i>E. Ergebnis</i> .....	69
<b>Kapitel 3: Produktverbote</b> .....	71
<i>A. Terminologische Bestimmung</i> .....	71
I. Kapitalmarktrechtliche „Produkte“ .....	71
II. Vermarktung, Vertrieb oder Verkauf .....	72
III. Verbot oder Beschränkung .....	73
IV. Ergebnis .....	73
<i>B. Produktinhärente Chancen und Risiken</i> .....	74
I. Der Innovationsprozess als Herkunft produktinhärenter Chancen und Risiken .....	74
II. Produktinhärente Chancen .....	75
III. Produktinhärente Gefahren .....	78
IV. Ergebnis .....	80
<i>C. Produktinnovation in evolutionären, adaptiven Märkten</i> .....	80
I. Produktinnovation als wertneutraler Trial-and-Error-Prozess .....	80
II. Auswirkung von Informationsasymmetrien und Komplexität auf Innovationsprozesse .....	81
III. Auswirkung fehlenden Wettbewerbs auf Innovationsprozesse.....	83
IV. Ergebnis .....	84

<i>D. Regulatorische Dialektik und Regulierungsarbitrage</i> .....	84
<i>E. Ergebnis</i> .....	86
<b>Kapitel 4: Ein einheitlicher Bewertungsmaßstab</b> .....	87
<i>A. Regulierungsinstrumente</i> .....	87
I. Potentielle regulierungstheoretische und soziologische Regulierungsinstrumente .....	87
II. Produktverbote zur Vermeidung von Externalitäten.....	89
<i>B. Erhalt regulatorischer Dialektik und Reflexivität</i> .....	90
I. Vorbedingungen für ein Produktinterventionsregime.....	90
II. Entscheidung durch eine sachnahe Behörde.....	90
III. Einräumen eines weiten Ermessensspielraums.....	91
IV. Kein Verhindern von Innovationsprozessen.....	94
<i>C. Der Abwägungsmaßstab</i> .....	94
I. Präventive und reaktive Produktverbote.....	94
II. Grenzen der ökonomischen Kosten-Nutzen-Analyse .....	94
III. Das Vorsorgeprinzip als besserer Abwägungsmaßstab? .....	95
<i>D. Eine qualitative Risiko-Chancen-Abwägung</i> .....	97
<b>Kapitel 5: Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe</b> .....	99
<i>A. Einführung</i> .....	99
I. Begriff und historische Entwicklung.....	99
II. Funktion und wirtschaftliche Bedeutung.....	101
<i>B. Regulierung</i> .....	103
I. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien .....	103
1. Zulässigkeit bei vorheriger Wertpapierleihe .....	103
2. Zulässigkeit bei unbedingt durchsetzbaren Ansprüchen.....	104
3. Zulässigkeit durch Lokalisierungszusagen.....	105
4. Ausnahmen vom Leerverkaufsverbot .....	106
II. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe in öffentlichen Schuldtiteln .	106
III. Veröffentlichungs- und Meldepflichten für Leerverkäufe .....	107

<i>C. Chancen und Risiken</i> .....	108
I. Chancen und Risiken für kapitalmarktrechtliche Schutzgüter .....	108
1. Verbesserung der Informationseffizienz und Liquidität .....	109
a) Finanzmarkttheoretische Modelle .....	109
b) Empirische Erkenntnisse .....	110
2. Gefahr von Lieferausfällen und Marktengen (Short Squeeze).....	111
3. Gefahren für die Finanzmarktstabilität .....	112
a) Überforderung begrenzt rationaler Investoren .....	113
b) Schädigung des evolutionären Wettbewerbs.....	115
4. Ergebnis .....	116
II. Geeignetheit für strafrechtliches Verhalten .....	117
1. Anfälligkeit für Formen der Marktmanipulation .....	117
a) Informationsgestützte Marktmanipulation .....	117
b) Handelsgestützte Marktmanipulation .....	118
aa) Kein Verbot sämtlicher oder ungedeckter Leerverkäufe .	118
bb) Verbot von Abusive Naked Short Sales .....	119
cc) Kein Verbot großer Mengen von Leerverkäufen in Preisbeeinflussungsabsicht (bear raids).....	119
i) Aussenden von Signalen .....	119
ii) Irreführungs- und Preismanipulationseignung der Signale .....	120
dd) Ergebnis .....	123
c) Finanzmarkttheoretische und empirische Erkenntnisse.....	123
2. Anfälligkeit für Insiderhandel.....	124
3. Ergebnis .....	125
<i>D. Erforderlichkeit eines Verbots</i> .....	125
I. Ausreichende Sicherung durch Maßnahmen zur Verbesserung der Erfüllungsdisziplin .....	126
II. Ausreichende Sicherung durch Transparenz- und Meldepflichten....	127
1. Sicherung der Finanzmarktstabilität .....	127
2. Verhinderung kapitalmarktstrafrechtlichen Verhaltens .....	130
3. Erweiterung der Transparenz durch Flagging .....	131
III. Alternative: Einführung einer Uptick-Rule .....	132
1. Funktionsweise und Erscheinungsformen .....	133
2. Fehlende Wirksamkeit einer Uptick-Rule .....	134
IV. Darüber hinaus bestehende Notwendigkeit eines Verbots? .....	135
<i>E. Ergebnis</i> .....	136

Kapitel 6: Das Verbot ungedeckter CDS .....	139
A. Einführung .....	139
I. Begriff und historische Entwicklung.....	139
II. Der Markt für Sovereign CDS .....	141
III. Funktion und wirtschaftliche Bedeutung.....	142
B. Regulierung.....	143
I. Verbot ungedeckter CDS auf öffentliche Schuldtitel.....	143
1. Die Regelung des Art. 14 Leerverkaufs-VO .....	143
2. Die politische Genese des Verbots .....	145
II. Transparenzpflichten und Meldepflichten (Leerverkaufs-VO, EMIR und MiFIR).....	147
III. Marktstrukturregelungen (EMIR) .....	148
1. Zentrales Clearing nach EMIR .....	148
2. Zentraler Handel nach MiFIR.....	150
3. Risikominderungspflichten bei OTC gehandelten Derivaten nach EMIR.....	150
IV. Eigenkapitalregelungen (CRR).....	151
V. Ausweitung des Marktmissbrauchsrechts (MAR) .....	153
VI. Ergebnis .....	154
C. Chancen und Risiken.....	155
I. Chancen und Risiken für kapitalmarktrechtliche Schutzgüter .....	155
1. Verbesserung der Informationseffizienz und Liquidität .....	155
a) Unterschiede bei der Bewertung von CDS und Anleihen .....	155
b) Preisführerschaft von CDS-Märkten gegenüber Anleihen? ....	157
c) Preisführerschaft von CDS-Märkten gegenüber Ratings.....	158
d) Geringere Transaktionskosten und höhere Liquidität .....	159
2. Gefahren für die Finanzmarktstabilität .....	160
a) Überforderung begrenzt rationaler Investoren .....	161
aa) Informationsasymmetrien .....	161
i) Mangelnde Transparenz des Gesamtrisikos im Markt.....	161
ii) Mangelnde Transparenz souveräner Schuldner .....	161
iii) Mangelnde Transparenz privater Schuldner .....	163
bb) Komplexe Risikostruktur.....	165
i) Gegenpartei bzw. Kontrahentenrisiko .....	165
(a) Isoliertes Gegenparteirisiko .....	165
(b) Korrelierendes Gegenparteirisiko .....	166
(i) Der Fall von AIG .....	166

(ii) Der Sovereign-Bank-Nexus.....	167
(c) Systematisches Unterschätzen von Gegenparteirisiken.....	168
ii) Das Jump- und das Jump-to-Default-Risiko .....	169
cc) Grad der Innovation.....	169
b) Schädigung des evolutionären Wettbewerbs.....	170
aa) Geeignetheit für Regulierungsarbitrage (Basel II).....	170
bb) Oligopolistischer Markt.....	174
c) Ergebnis.....	175
II. Geeignetheit für strafrechtliches Verhalten.....	177
1. Marktmanipulation .....	177
2. Insiderhandel.....	178
III. Chancen und Risiken für die Realwirtschaft .....	179
1. Die Empty Creditor-Problematik.....	179
2. Auswirkung auf die Kosten der Kapitalaufnahme.....	182
IV. Ergebnis .....	183
<i>D. Erforderlichkeit eines Verbots .....</i>	<i>183</i>
I. Verhinderung von Marktmissbrauch und Insiderhandel.....	183
II. Verhinderung von Gefahren für die Finanzmarktstabilität .....	184
1. Risikoreduktion durch Transparenz- und Meldepflichten .....	184
2. Risikoreduktion durch Marktstrukturregelungen .....	185
3. Risikoreduktion durch Basel III.....	187
III. Kein Ausreichen reaktiver Maßnahmen .....	188
IV. Ergebnis .....	188
<i>E. Wirksamkeit des Verbots .....</i>	<i>189</i>
I. Auswirkungen des Verbots auf die Liquidität des Marktes .....	189
II. Tauglichkeit der Abgrenzung zum erlaubten Handeln von Market Maker und autorisierten Primärhändlern.....	191
III. Tauglichkeit der Abgrenzung zu Corporate CDS .....	192
IV. Tauglichkeit des Insurable Interest-Grundsatzes zur Begründung eines generellen Verbots ungedeckter CDS .....	193
1. Der Insurable Interest-Grundsatz in der Leerverkaufsverordnung	193
2. CDS zwischen Versicherung und Finanzprodukt.....	194
a) Der Insurable Interest-Grundsatz im britischen und New Yorker Recht.....	194
b) Der Insurable Interest-Grundsatz im deutschen Recht.....	196
3. Übertragung des Insurable Interest-Grundsatzes ins Kapitalmarktrecht.....	198
a) Argumente für eine Übertragung.....	198
b) Die Insurable Interest-Doktrin im Lichte der AMH.....	199

4. Rechtsunsicherheit durch unklare Abgrenzung .....	201
5. Zwischenergebnis.....	202
V. Zwischenergebnis .....	202
<i>F. Ergebnis.....</i>	<i>202</i>
Kapitel 7: Reaktive Verbote von Leerverkäufen und CDS .....	205
<i>A. Voraussetzungen .....</i>	<i>205</i>
I. Funktionaler Regelungszugriff.....	205
II. Marktvertrauen und Finanzmarktstabilität als Schutzgut.....	206
III. Dreistufiges Systemrisikokonzept.....	208
1. Systemische Ereignisse bzw. Schocks (1. Stufe) .....	209
2. Systemrelevanz (2. Stufe).....	210
a) Systemrelevante Institutionen .....	210
b) Systemrelevante Märkte? .....	212
c) Systemrelevante Infrastrukturteilnehmer.....	213
d) Systemrelevanz und Finanzmarktstabilität .....	214
3. Systemrisiken (3. Stufe) .....	215
a) Direkte und indirekte Ansteckungskanäle (Contagion).....	215
b) Systemrisiko und Finanzmarktstabilität.....	217
c) Systemrisiken in der Delegierten Verordnung.....	218
IV. Self-Fulfilling Prophecies .....	219
1. Darstellung.....	219
2. Individuell rationale und subjektiv rationale Self-Fulfilling Prophecies.....	219
3. Self-Fulfilling-Prophecies in robusten und homogenen Märkten .....	220
4. Ergebnis .....	221
V. Abwägung mit der Effizienz der Finanzmärkte.....	221
VI. Vereinbarkeit mit der Meroni-Doktrin .....	223
VII. Ergebnis.....	224
<i>B. Konkretisierung .....</i>	<i>225</i>
I. Drohender oder tatsächlicher Ausfall eines systemrelevanten Instituts.....	225
II. Drohender oder tatsächlicher Ausfall eines Mitgliedsstaats .....	228
III. Ratingmaßnahme, die Zweifel an der Solvenz aufkommen lässt.....	229
1. Systemische Ereignisse durch Ratingmaßnahmen .....	229
2. Systemrisiken durch Ratingmaßnahmen .....	231
IV. Erheblicher Verkaufsdruck oder ungewöhnliche Volatilität.....	233
1. Firesales und die Grenzen der Arbitrage.....	233

2. Firesales und der Einfluss von Finanzierungsmethoden und Homogenität .....	234
3. Ansteckungseffekte zwischen verschiedenen Märkten.....	236
4. Systemische Ereignisse und Systemrisiken durch Leerverkäufe während der Finanzkrise .....	237
5. Systemische Ereignisse und Systemrisiken durch Leerverkäufe und CDS während der Eurokrise .....	238
V. Physische Schäden an den Einrichtungen systemisch relevanter Institutionen .....	240
VI. Störungen oder Ausfall von Zahlungs- und Abwicklungssystemen..	241
<i>C. Verbote und weitere Eingriffsbefugnisse .....</i>	242
I. Befugnisse zugunsten größerer Robustheit .....	243
1. Produktverbote und -beschränkungen .....	243
a) Anwendungsbereich .....	243
b) Eingriffsschwelle .....	245
2. Der Circuit-Breaker (Art. 23 Leerverkaufs-VO) .....	247
a) Signifikante Wertminderung .....	247
b) Wirksamkeit eines Circuit Breaker.....	248
c) Der Circuit Breaker als Wiederherstellungsmaßnahme .....	250
d) Ergebnis.....	250
3. Wirksamkeit der Leerverkaufsverbote während der Finanzkrise 2008 .....	250
II. Befugnisse zugunsten höherer Informationseffizienz.....	251
1. Ausnahmeweise Erlaubnis ungedeckter Leerverkäufe in öffentlichen Schuldtiteln (Art. 13 Abs. 3).....	251
2. Ausnahmeweise Erlaubnis des Handels ungedeckter CDS in öffentlichen Schuldtiteln (Art. 14 Abs. 2).....	252
3. Außerordentliche Veröffentlichungspflichten (Art. 18, 19 und 28 Leerverkaufs-VO).....	254
<i>D. Ergebnis .....</i>	255
 <b>Kapitel 8: Produktintervention gem. Art. 40 ff. MiFIR .....</b>	257
<i>A. Darstellung .....</i>	257
I. Überblick.....	257
II. Entwicklung der Produktinterventionsbefugnisse und delegierte Verordnung .....	258
III. Vereinbarkeit mit der Leerverkaufs-Entscheidung des EuGHs.....	260

<i>B. Bewertung</i> .....	262
I. Überwachung.....	263
II. Sicherung regulatorischer Dialektik und Reflexivität.....	264
1. Anwendungsbereich und funktionaler Regelungszugriff.....	264
2. Produktintervention als ultima ratio-Maßnahme .....	264
III. Eingriffsschwelle und Abwägung bei reaktiver Produktintervention.....	265
IV. Eingriffsschwelle und Abwägung bei präventiver Produktintervention.....	266
V. Ergebnis .....	268
<i>C. Verbotskriterien und -faktoren</i> .....	268
I. Schutzgut und Konkretisierung.....	268
II. Kriterien der Überforderung begrenzt rationaler Investoren.....	269
1. Komplexitätsrisiko .....	269
2. Innovationsrisiko.....	270
3. Intransparenz.....	271
III. Kriterien der Schädigung der Wettbewerbsordnung.....	272
1. Übernahme des Systemrisikokonzepts und dessen Grenzen.....	272
2. Risiko des Vertrauensverlusts.....	274
3. Negative oder fehlende Auswirkungen eines Derivats auf den Preisbildungsmechanismus .....	274
4. Negative Auswirkungen einer Finanzaktivität oder -praxis auf den Preisbildungsmechanismus .....	275
5. Größe des Problems.....	276
6. Leveragerisiko.....	276
7. Liquiditätsrisiko .....	277
IV. Anfälligkeit für strafrechtliche Zwecke.....	277
1. Vorgaben der Delegierten Verordnung .....	277
2. Produktinhärente Gefahren als Begrenzung.....	278
V. Der realwirtschaftliche Nutzen?.....	278
1. Der realwirtschaftliche Nutzen als eigenes Regelungsziel .....	278
2. Spekulation vs. Absicherung .....	279
3. Vermeidung von Regulierungsarbitrage .....	280
VI. Ergebnis .....	281
<i>D. Ergebnis</i> .....	281

Kapitel 9: Thesen.....	283
<i>A. Finanzmarktstabilität.....</i>	283
<i>B. Produktverbote.....</i>	284
<i>C. Ein einheitlicher Bewertungsmaßstab.....</i>	284
<i>D. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe.....</i>	285
<i>E. Das Verbot ungedeckter CDS.....</i>	286
<i>F. Reaktive Verbote von Leerverkäufen und CDS.....</i>	286
<i>G. Produktintervention gem. Art. 40 ff. MiFIR.....</i>	287
Literaturverzeichnis.....	289
Sachregister.....	305



## Abkürzungsverzeichnis

A.F.	alte Fassung
aA.	andere(r) Ansicht
AAA	Triple A (bestmögliche Rating-Note)
Abb.	Abbildung
ABl.	Amtsblatt
ABS	Asset Backed Securities
Abs.	Absatz
ABX	Finanzindexfamilie für verschiedene ABS Märkte
Account. Rev.	Accounting Review
AcP	Archiv für die zivilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union in der Fassung aufgrund des am 1.12.2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon, ABl. EG Nr. C 115 vom 9.5.2008, S. 47
AG	Aktiengesellschaft
AG (Zeitschrift)	Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen
AIG	American Insurance Group
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AMF	Autorité des marchés financiers
AMH	Adaptive Market Hypothesis
Antioch Rev.	Antioch Review
Art.	Artikel
AVC	Asset Value Correlation
BB	Betriebsberater
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 02.01.2002 (BGBl. I S. 42, ber. S. 2909, 2003 S. 738)
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351)
Brook. J. Corp. Financ. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review
bspw.	beispielsweise

BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
BtMG	Betäubungsmittelgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 1. März 1994 (BGBl. I S. 358)
Bus. Lawyer	The Business Lawyer
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
C.M.L.Rev.	Capital Markets Law Review
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCP	Central Counterparty
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDO	Collateral Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CESR	Committee of European Securities Regulators
ChemG	Chemikaliengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 28. August 2013 (BGBl. I S. 3498, 3991)
Colum. J. Eur. L. F.	Columbia Journal of European Law
Connec. Insur. L. J.	Connecticut Insurance Law Journal
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
CRA III	Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU Nr. L 146 v. 31.5.2013, S.1.
CRD IV	Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 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, ABl. EUR Nr. L 176 v. 27.6.2013, S. 338.
Creighton L. Rev.	Creighton Law Review
CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl. EU Nr. L 176 v. 27.6.2013, S. 1.
CVA	Credit Valuation Adjustment
d.h.	das heißt
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
DepotG	Depotgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 11. Januar 1995 (BGBl. I S. 34)
DÖV	Die öffentliche Verwaltung – Zeitschrift für Öffentliches Recht und Verwaltungswissenschaften
DTCC	The Depository Trust & Clearing Corporation

BIS	Bank for International Settlements
DV	Die Verwaltung – Zeitschrift für Verwaltungsrecht und Verwaltungswissenschaften
EBA	European Banking Authority
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	Efficient Capital Markets Hypothesis
Econ. & Soc.	Economy & Society
Econ. Dyn.	Journal of Economic Dynamics and Control
Control	
EFSF	European Financial Stability Facility
EG	Europäische Gemeinschaft
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU Nr. L 201 v. 27.7.2012, S. 1.
ESAs	European Supervisory Authorities
ESM	European Stability Mechanism
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
Et al.	und andere
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Eur. Econ. Rev.	European Economic Review
Eur. Financ. Manag.	European Financial Management
Eur. Phys. J.	The European Physical Journal
EURO1	Multilaterales Zahlungsverkehrssystem für Großbetragszahlungen in Euro
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende(r)
FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
ff.	fortfolgende(r)
Fin. Stab. Rev.	Financial Stability Review
Financ. Anal. J.	Financial Analysis Journal
Fn.	Fußnote
Fordham J. Corp. Financ. L.	Fordham Journal of Corporate and Financial Law
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority

FSAP	Financial Services Action Plan
FSB	Financial Stability Board
GA	Generalanwalt
GBFFAN	Deutschland, Belgien, Frankreich, Finnland, Österreich, Niederlande)
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland vom 23.05.1949 (BGBl. S. 1)
G-SIB	Global Systemically Important Bank
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HEAPM	Heterogeneous Expectations Asset Pricing Model
hM	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
iE.	im Ergebnis
IMF	International Money Fund
Int. L. & Ma- nag. Rev.	International Law & Management Review
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
iSd.	im Sinne der/des
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
iVm.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds, deutsch für: IMF
J. Appl. Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Bank. Financ.	Journal of Banking & Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporate Law
J. Deriv.	Journal of Derivatives
J. Econ. Per- spect.	Journal of Economic Perspectives
J. Econ. Theory	Journal of Economic Theory
J. Financ.	Journal of Finance
J. Financ. Econ.	Journal of Finance & Economics
J. Financ. In- termed.	Journal of Financial Intermediation
J. Financ. Mark.	Journal of Financial Markets
J. Financ.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
Quant. Analy.	
J. Financ. Serv. Res.	Journal of Financial Services Research
J. Financ. Sta- bil.	Journal of Financial Stability
J. Fixed Income	Journal of Fixed Income

J. Int. Financ.	Journal of International Financial Markets, Institutions & Money
Mark. Inst.	
Mon.	
J. Int. Mon. Financ.	Journal of International Money and Finance
J. Inv. Consult.	Journal of Investment Consulting
J. Mon. Cred. Bank.	Journal of Money, Credit and Banking
J. Mon. Econ.	Journal of Monetary Economics
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
J. Portf. Manag.	The Journal of Portfolio Management
JuS	Juristischer Schulung
JZ	JuristenZeitung
KWG	Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776)
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe (in einem Zitat)
Loy. U. Chi.	Loyola University Chicago Law Journal
L. J.	
LTCM	Long Term Capital Management
MAD	Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung vom 1. März 2005 (BGBl. I S. 515)
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 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, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 1
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EG Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 349
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur

	Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 84
Mio.	Million(en)
Mrd.	Millarde(n)
MTF	Multilateral Trading Facility
mwN.	mit weiterem/n Nachweis(en)
NJOZ	Neue Juristische Online Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenzeitschrift
Notre Dame	Notre Dame Law Review
L. Rev.	
Nr.	Nummer
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NYSE	New York Stock Exchange
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSID	New York State Insurance Department
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OGAW	Organismen für die gemeinsame Anlage in Wertpapieren
OMT	Outright Monetary Transactions
OTC	Over-the-Counter
OTF	Organised Trading Facility
Oxford Econ.	Oxford Economic Papers
Pa.	
PflSchG	Pflanzenschutzgesetz vom 6. Februar 2012 (BGBl. I S. 148, 1281)
PIIGS	Portugal, Irland, Italien, Griechenland, Slowenien
ProdSG	Produktsicherheitsgesetz vom 8. November 2011 (BGBl. I S. 2178, 2179; 2012 I S. 131)
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
Quant. Financ.	Quantitative Finance
REM	Rational Egoistic Men
Rev. Econ.	Review of Economic Studies
Stud.	
Rev. Financ.	Review of Finance
Rev. Financ.	Review of Financial Studies
Stud.	
Rev. Int. Econ.	Review of International Economic
RiW	Recht der internationalen Wirtschaft
RMBS	Real Mortgage Backed Securities
Rn.	Randnummer
RTGS	Residential Time Gross Settlement
Rutgers Bus.	Rutgers Business Law Journal
L. J.	
Rz.	Randziffer

S.	Siehe/Satz
SEC	Securities Exchange Commission
SFC	Securities & Futures Commission of Hong Kong
Slg.	Sammlung
SolvV	Solvabilitätsverordnung vom 6. Dezember 2013 (BGBl. I S. 4168)
SPARQS	Stock Participation Accreting Redemption Quarterly-Pay Securities
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
SSM	Single Supervisory Mechanism
Stan. J. L. Bus. & Financ.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Str.	streitig
STRIPS	Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities
T.I.R.	The Independent Review
TARGET2	Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Colo. L. Rev.	University of Colorado Law Review
UAbs.	Unterabsatz
UCITS	Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities
Urt.	Urteil
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	US-Dollar
v.	von/vom
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
VVG	Versicherungsvertragsgesetz vom 23. November 2007 (BGBl. I S. 2631)
Wash. U. L. Rev.	Washington University Law Review
WDR	Westdeutscher Rundfunk
WiVerw	Wirtschaft und Verwaltung (Beilage Gewerbearchiv)
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708)
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Yale L. J.	Yale Law Journal
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik



## Kapitel 1

# Einführung

*„You regard men as infinitely selfish and infinitely farsighted. The first hypothesis may perhaps be admitted in a first approximation, the second may call for some reservation.“<sup>1</sup>*

### A. Ziel der Arbeit und Untersuchungsgang

Diese Arbeit trägt den Titel „Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität“. Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht beinhaltet der Titel zwei große Unbekannte. Zum einen ist das Verbot von Finanzprodukten ein Novum in der jüngeren Kapitalmarktregulierung.<sup>2</sup> Zum anderen ist die Bedeutung von Finanzmarktstabilität in der juristischen Diskussion noch kaum erfasst. Diese Arbeit versucht einen Beitrag zu beiden Themenfeldern zu leisten und diese zu verknüpfen. Ziel ist es, dem Begriff Finanzmarktstabilität und auch spiegelbildlich dem des Systemrisikos sowie Produktverboten eine rechtsdogmatische Fundierung zu geben. Nur wenn es gelingt, die darunterliegenden Lehrsätze, Grundregeln und Prinzipien der Normen freizulegen, kann das Recht mit rationaler Überzeugungskraft erklärt werden.<sup>3</sup> Dieser Findungsprozess dient dazu, die verschiedenen Vorschriften zu ordnen und zu systematisieren, die Rechtssicherheit bei Produktverboten zu erhöhen und einen kritischen, auf gemeinsamen Grundannahmen beruhenden Diskurs über die Sicherung von Finanzmarktstabilität durch Produktverbote als legitimes Regelungsinstrument zu ermöglichen.<sup>4</sup> Für letzteres bedarf es insbesondere eines Bewertungsmaßstabs, welche Merkmale ein Produktverbotsregime aufweisen muss und nach welchen Kriterien Produkte verboten werden können. Anhand dieses Maßstabs können dann verschiedene Verbote und Verbotsregime bewertet werden.

---

<sup>1</sup> *Henri Poincaré*, franz. Mathematiker, in einem Brief an den Ökonomen *Léon Walras*.

<sup>2</sup> Zu den klassischen Regulierungsinstrumenten vgl. *Hopt*, 141 ZHR (1977), 389, 417 f.; *Veil*, in: *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 13; *Mülbert*, WM 2001, 2085, 2095; *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 825.

<sup>3</sup> *Rüthers/Fischer/Birk*, Rechtstheorie, Rn. 311.

<sup>4</sup> Allgemein zu den Zwecken von Rechtsdogmatik: *Rüthers/Fischer/Birk*, Rechtstheorie, Rn. 321 ff.

Für einen Bewertungsmaßstab gilt es *erstens*, das Regulierungsziel Finanzmarktstabilität für das Kapitalmarktrecht handhabbar zu machen. Dazu wird der Begriff zunächst historisch hergeleitet und es werden seine Bestandteile dargestellt. Anschließend wird erörtert, ob sich aus grundgesetzlichen Regelungen oder den europäischen Verträgen Regelungskompetenzen bzw. eine Gewährleistungsverantwortung für Finanzmarktstabilität begründen lässt. Wesentliche Erwägungen für ein Begriffsverständnis entstammen der Regulierungstheorie und – soweit der eng verknüpfte Aspekt des Marktvertrauens betroffen ist – den Sozialwissenschaften. Dabei wird sich zeigen, dass ohne ein Verständnis der zugrundeliegenden Marktmechanismen Finanzmarktstabilität ein phänomenologischer Begriff bleibt. Aus diesem Grund wird in einem letzten Schritt der Begriff der Finanzmarktstabilität finanzmarkttheoretisch erläutert. Dies ist notwendig, um Finanzmarktstabilität mit dem Verhalten von Marktteilnehmern zu verknüpfen und so verhaltenssteuernde Regeln wie Produktverbote bewerten zu können. Dazu muss die gängige Finanzmarkttheorie zu einem Modell begrenzt rationaler Investoren in evolutionären, adaptiven Märkten weiterentwickelt werden. Es wird ein Drei-Variablen-Modell geschaffen, das auf Basis evolutionärer Finanzmärkte Informationseffizienz, Allokationseffizienz und Finanzmarktstabilität in Bezug setzt und einen Zielkonflikt offenlegt.

*Zweiter* Bestandteil eines Bewertungsmaßstabs ist ein kapitalmarktrechtliches Verständnis von Produktverboten: Was sind kapitalmarktrechtliche „Produkte“ und wie „verbietet“ man diese? Dazu wird eine terminologische Bestimmung vorgenommen. Anschließend wird diskutiert, ob Produktverbote generell als Instrument der Kapitalmarktregulierung in Betracht kommen. Ein solcher, am Produkt ansetzender und damit funktionaler Regelungszugriff wäre nur gerechtfertigt, wenn Risiken und Chancen produktinhärent sind. Dies soll abstrakt anhand des Produktinnovationsprozesses dargestellt werden.

Mit diesen Vorarbeiten lässt sich in einem *dritten* Schritt ein Bewertungsmaßstab für Produktverbote zugunsten Finanzmarktstabilität entwickeln. Dazu soll zunächst gezeigt werden, dass Produktverbote aus regulierungstheoretischer und soziologischer Sicht geeignet sind, Finanzmarktstabilität zu sichern. Für ein umfassendes Produktinterventionsregime sind Vorbedingungen einzuhalten, die exemplarisch an den Unzulänglichkeiten früherer Produktinterventionsregime des WpHG dargestellt werden können. Abschließend wird ein Abwägungsmaßstab qualitativer, ökonomischer Faktoren hergeleitet, der für präventive Verbotsregime geeignet ist.

Seit der Finanzmarktkrise von 2008 geht im Kapitalmarktrecht ein „kalter Sturzregen“<sup>5</sup> an Reformen auf den Rechtsanwender nieder, zu dem auch Produktverbote und Produktinterventionsregime gehören. Diese sollen auf ihre

---

<sup>5</sup> So der kapitalmarktrechtlich-meteorologische Aphorismus von *Schneider*, AG 2012, 823, 824; vgl. *Milbert*, 176 ZHR (2012), 369 („Regulierungstsunami“).

Wirksamkeit bei der Sicherung der Finanzmarktstabilität und Funktionsfähigkeit untersucht werden. Dazu wird das europäische Verbot ungedeckter Leerverkäufe und Credit Default Swaps durch die Leerverkaufs-VO<sup>6</sup> betrachtet. Nach einer kurzen Darstellung der Verbote werden die produktinhärenten Risiken und Chancen dargestellt. Danach wird die Notwendigkeit eines Verbots unter Einbeziehung regulatorischer Alternativen erörtert. Anschließend werden die Eingriffstatbestände der Leerverkaufs-VO untersucht. Zunächst wird die abstrakte Regulationsstruktur, die auf der Systemrisikoforschung basiert, herausgearbeitet und aufgezeigt, dass Systemrisiko und Finanzmarktstabilität inhaltlich zusammenhängen und sich teilweise überschneiden. Das Konzept wird auf die konkretisierenden Beispiele angewandt und diese analysiert. Neben Verboten beinhaltet die Leerverkaufs-VO eine Vielzahl von beschränkenden Maßnahmen. Diese können anhand von Tatbestand und Rechtsfolgen innerhalb des zuvor entwickelten Stabilitätskorridors verortet werden.

Mit den Art. 40 ff. MiFIR<sup>7</sup> hat die Europäische Union ein umfassendes Produktinterventionsregime geschaffen und die Möglichkeit temporärer Verbote vollständig auf die Aufsichtsbehörden verlagert. Damit ist zunächst zu überprüfen, ob diese Normen den in Kapitel 3 entwickelten Maßstab übernehmen. Anschließend werden die Verbotskriterien, die die ESMA vorgeschlagen hat, systematisch erfasst und bewertet. Ziel ist es, nachzuweisen, dass Art. 40 ff. MiFIR ebenfalls einem Modell begrenzt rationaler Investoren in evolutionären, adaptiven Märkten folgt.

## B. Zur Methodik dieser Arbeit

### I. Grundlegende Zweifel an der ECMH

Die Finanzkrise von 2008 wirft grundlegende Fragen zum Verhältnis von Staat und Wirtschaft auf. Denn sie wäre kaum ohne die jahrzehntelange Expansion und Deregulierung der Finanzmärkte möglich gewesen. Gerade politische Entscheidungsträger machten daher den Eindruck, es gehe bei ihrer Bewältigung um ein zurückzueroberndes „Primat der Politik“<sup>8</sup> über die Wirtschaft oder gar

---

<sup>6</sup> Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. EU Nr. L 86 v. 24.03.2012, S. 1 (im Folgenden: Leerverkaufs-VO).

<sup>7</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 84 (im Folgenden: MiFIR).

<sup>8</sup> *Angela Merkel*, 13. WDR Europa Forum, 06.05.2010. verfügbar unter: <http://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Artikel/2010/05/2010-05-06-wdr-forum.html>; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 85; *Mülbert/Sajnovits*, ZBB 2012, 266, 285.

der Frage zwischen „marktkonformer Demokratie“ oder „demokratiekonformen Markt“, deren Beantwortung existenzielle Bedeutung für das Wohl und Wehe westlicher Demokratien beigemessen wurde.<sup>9</sup> Damit einher geht eine zwangsweise Einteilung in den „guten“ Staat und den „bösen“ am Markt agierenden Spekulant, welcher für die breite Öffentlichkeit der Kristallisationspunkt der Diskussion über angemessene Regulierung gewesen sein dürfte.<sup>10</sup>

Dahinter verborgen bleibt ein anderer Konflikt. Regulierung bedarf der modellhaften Folgenabschätzung regulatorischer Entscheidungen.<sup>11</sup> Und wie in jedem Bereich, in dem staatliche Regeln mit menschlichem Entscheidungsverhalten interagieren, bedarf es einer Abschätzung ebenjener Entscheidungsparameter menschlichen Handelns. Es geht also um nicht weniger als die Frage, wie Menschen Entscheidungen unter kalkulierbarem Risiko und unkalkulierbarer Unsicherheit fällen. Die Beantwortung dieser Frage haben in den letzten Jahren neoklassische ökonomische Theorien dominiert und hier insbesondere die Effiziente Kapitalmarkthypothese (ECMH) von *Eugene Fama*,<sup>12</sup> welcher zu Recht durch *Klöhn* das Siegel der „herrschenden Meinung“<sup>13</sup> verliehen wurde. Ohne die ECMH als Grundlage umfassender Deregulierung wäre die Entwicklung der Finanzmärkte kaum in der Geschwindigkeit möglich gewesen, wie sie bis 2008 zu beobachten war.<sup>14</sup> Dieser Theorie standen die Verhaltenswissenschaftler der *Behavioral Finance* kritisch gegenüber, die anhand beobachtender Untersuchungen der ECMH einzelne Nadelstiche versetzen konnten.<sup>15</sup> Wenngleich empirisch überzeugend, blieben diese der Psychologie entnommenen Erkenntnisse doch eher Randerscheinung in der juristischen Diskussion, mehr zur beruhigenden Erklärung unerklärlicher Marktphänomene als zur Grundlage umfassender Regulierung genutzt.

Mit der Finanzkrise von 2008 wurde diese Gewissheit erschüttert. Es entstanden zumindest ernsthafte Zweifel daran, ob die ökonomische Fundierung

---

<sup>9</sup> So die Kritik von Teilen der SPD, Linke und der Occupy-Bewegung, vgl. *Jasper von Altenbockum*, Marktkonforme Demokratie? Oder demokratiekonformer Markt?, 15.04.2012, verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/politik/harte-bretter/marktkonforme-demokratie-oder-demokratiekonformer-markt-11712359.html>.

<sup>10</sup> Siehe zu dieser Debatte den sehr lesenswerten Essay von *Wolf Lotter*, Das Gute und die Bösen, Brand eins 9/2011, verfügbar unter: <http://www.brandeins.de/archiv/2011/gut-boese/das-gute-und-die-boesen>; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 62 ff.

<sup>11</sup> Zur Notwendigkeit von Folgenabschätzungen im Bereich von Regulierung vgl. Kommission, Better Regulation Guidelines, 19.05.2015, SWD(2015), 111, S. 16 f.

<sup>12</sup> *Fama*, 25 J. Financ. (1970), 383; ausführlich → *Kapitel 2 D. II. 1.*

<sup>13</sup> *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, S. 62; vgl. *Awrey*, 2 Harv. Bus. L. Rev. (2012), 236, 237 („Ideology of modern Finance“).

<sup>14</sup> Vgl. zur Nutzung der Theorie durch die Politik: *Gilson/Kraakman*, 100 Va. L. Rev. (2014), 314, 315 f.

<sup>15</sup> *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, S. 148; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 116; *Bumke*, 41 DV (2008), 227, 231.

durch die ECMH – und mangels sichtbarer Alternative: irgendeine ökonomische Theorie – in aller Konsequenz Grundlage von Regulierung sein könne.<sup>16</sup> Diese Unsicherheit drückte wohl am treffendsten der damalige Vorsitzende der Euro-Gruppe, *Jean-Claude Juncker* aus:

„Als die Krise begann, wurden die Grenzen der bestehenden ökonomischen und finanztheoretischen Modelle plötzlich sichtbar. Makroökonomische Modelle waren daran gescheitert, die Krise vorherzusagen und schienen unfähig, überzeugend zu erklären, was mit der Wirtschaft passierte. Als Entscheidungsträger in der Politik fand ich die etablierten Modelle von geringem Nutzen. Ich will tatsächlich weitergehen. Im Angesicht der Krise fühlten wir uns von den üblichen Mitteln im Stich gelassen. [...] Wir müssen daher zusätzliche Instrumente entwickeln, die die Robustheit unseres Rahmenwerks verbessern. In diesem Zusammenhang würde ich Inspiration durch andere Disziplinen: Physik, Ingenieurwesen, Psychologie und Biologie begrüßen. Experten aus diesen Forschungsbereichen mit Ökonomen und Mitarbeitern von Zentralbanken zusammenzubringen ist möglicherweise sehr ergebnisreich und wertvoll. Wissenschaftler haben ausgereifte Modelle entwickelt, um komplexe, dynamische Systeme schlüssig zu untersuchen. Diese Modelle haben sich als nützlich erwiesen, um viele wichtige Phänomene zu verstehen: Epidemien, Wetterereignisse, Massenpsychologie und Magnetfelder.“<sup>17</sup>

## II. Modifizierte ökonomische Analyse oder juristische Abwägung

*Junckers* Ruf nach wissenschaftlichem Eklektizismus trifft einen wunden Punkt auch für die juristische Diskussion. Zur Bewertung kapitalmarktrechtlicher Normsetzung wird häufig auf die ökonomische Analyse des Rechts zurückgegriffen.<sup>18</sup> Dies gilt auch für Produktverbote.<sup>19</sup> Ziel der ökonomischen Analyse des Rechts sind Regelungen, die einen alloka­tionseffizienten Zustand herstellen.<sup>20</sup> Sie beruht darauf, dass vollständig rationale Individuen in einem intakten Preismechanismus im Rahmen einer Wettbewerbsordnung ein allokatives Optimum dezentral erreichen können.<sup>21</sup> Instrument der ökonomischen Analyse im Kapitalmarktrecht ist die ECMH.<sup>22</sup> Das Ziel der Allokationseffizi-

<sup>16</sup> *Awrey*, 2 *Harv. Bus. L. Rev.* (2012), 236, 238.

<sup>17</sup> *Jean-Claude Juncker*, Rede von November 2010, bei der Annual Banking Conference, eigene Übersetzung, zitiert nach *Doyne Farmer/Gallegati/Hommes et al.*, 214 *Eur. Phys. J.* (2012), 295, 295 f.

<sup>18</sup> *Möllers*, 208 *AcP* (2008), 1, 6; zur ökonomischen Analyse: *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts.

<sup>19</sup> *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 32 ff.; *Harrer*, Regulierung von Leerverkäufen und Credit Default Swaps, S. 3 f.

<sup>20</sup> *Rüthers/Fischer/Birk*, Rechtstheorie, Rn. 306a; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 14 ff.

<sup>21</sup> *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 32 ff.

<sup>22</sup> *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 36; *Klöhn*, 177 *ZHR* (2013), 349, 352 ff.

enz kann dabei in Widerspruch zu ethischen Werten oder Grundrechten treten,<sup>23</sup> weshalb eine Abwägung notwendig ist.<sup>24</sup> Diese ökonomische Analyse gelangt bei der Abwägung mit Finanzmarktstabilität an ihre Grenzen.<sup>25</sup> Denn Finanzmarktstabilität ist ein ökonomischer Zustand, kein ethischer Wert. Dennoch soll nach einigen Autoren eine Abwägung zwischen Finanzmarktstabilität und Allokationseffizienz vorgenommen werden.<sup>26</sup> Damit kehrt man aber zum Ausgangspunkt *Junckers* zurück. Sollte ein allokationseffizienter Markt nicht auch stabil sein? Es streiten daher nicht verschiedene Werte, sondern ökonomische Theorien.

Instrument dieser Arbeit ist ein Modell, das Finanzmarktstabilität, Informationseffizienz und Allokationseffizienz verbindet. Die finanzmarkttheoretische Basis wird von *Andrew Lo* bereitgestellt. Dieser entwickelte die ECMH weiter und kombinierte sie mit verhaltenswissenschaftlichen Ansätzen, wie sie durch *Herbert Simon* in seinem mit dem Nobelpreis gekrönten Konzept begrenzt rationaler Investoren beschrieben werden. Die Dichotomie zwischen neoklassischer ökonomischer Theorie und Verhaltenswissenschaften sei überwindbar, weil die Analyse kollektiver Entscheidungsprozesse zusätzlich durch Erkenntnisse aus der Evolutionsbiologie angereichert wird.<sup>27</sup> Diese so genannte *Adaptive Market Hypothesis* (AMH) als Grundlage für einen Bewertungsmaßstab für kapitalmarktrechtliche Regulierung zu nutzen, wird bislang in den deutschen Rechtswissenschaften nicht diskutiert.<sup>28</sup> Sie stellt aber wohl das erste überzeugende und in sich schlüssige Konzept dar, das die Erkenntnisse der ECMH mit denen anderer Forschungsdisziplinen kombiniert, ohne einen Ansatz komplett zu verwerfen.<sup>29</sup>

Die später noch näher erläuterte AMH besitzt den Vorteil, dass dem Gesetzgeber die Allokationseffizienz als einziges ökonomisches Ziel erhalten bleibt und keine Abwägung zwischen Allokationseffizienz und Finanzmarktstabilität notwendig ist.<sup>30</sup> Ihr liegt jedoch nicht der *homo oeconomicus* zugrunde. Die REM-Hypothese<sup>31</sup> gilt nur insoweit, als dass der Mensch zwar eigennützig,

---

<sup>23</sup> Möllers, 208 AcP (2008), 1, 6; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 59 ff.

<sup>24</sup> Möllers, 208 AcP (2008), 1, 28 f.

<sup>25</sup> → *Kapitel 4 C. II.*

<sup>26</sup> Vgl. *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 91; → *Kapitel 2 D. IV.*

<sup>27</sup> → *Kapitel 2 D. III.*

<sup>28</sup> Erste Ansätze aber z.B. bei *Avgouleas*, 15 Stan. J. L. Bus. & Financ. (2010), 376.

<sup>29</sup> So bereits frühzeitig, wenngleich vorsichtig: *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, S. 141 f.

<sup>30</sup> → *Kapitel 2 D. III.*

<sup>31</sup> Kurz für „Rational Egoistic Man“: *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 103.

nicht aber stets rational handelt. Sofern man den *homo oeconomicus* als „innersten, unzerstörbaren Kern“ der Wirtschaftswissenschaften zählt,<sup>32</sup> dann ist die AMH keine ökonomische Theorie und es handelt sich bei dieser Vorgehensweise nicht um eine ökonomische Analyse. Allerdings geben auch Verfechter der ökonomischen Analyse zu, dass die Theorie weiterentwickelbar ist, sofern die neue Theorie auch alte Erkenntnisse nicht verwerfen muss.<sup>33</sup> Sofern man mit dem Verfasser in der AMH eine solche Theorie sieht, dann kann diese Arbeit auch als Beitrag zu einer ökonomischen Analyse verstanden werden. Sofern diese Erkenntnisse nicht mehr als ökonomische Analyse verstanden werden kann, so kann eine Abwägung immer noch juristisch anhand soziologischer und verhaltenswissenschaftlicher Faktoren stattfinden. Die juristische Abwägung findet dann „innerhalb“ der AMH statt.

Zur Ausbildung einer Rechtsdogmatik, die über die Bewertung der einzelnen Verbote hinausgeht, kann die Rechtswissenschaft als analytische Textwissenschaft zusätzlich auf das Instrument der Analyse von Gesetzestexten und gerichtlichen Entscheidungen zurückgreifen.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> So *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 102 f.; vgl. *Möllers*, 208 AcP (2008), 1, 7.

<sup>33</sup> *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 103.

<sup>34</sup> *Rüthers/Fischer/Birk*, Rechtstheorie, Rn. 308.



## Kapitel 2

# Finanzmarktstabilität

## A. Ökonomische Systembeschreibung

### *I. Finanzmarktstabilität, Systemrisiko und Systemrelevanz*

Eine Annäherung an das Phänomen der „Finanzmarktstabilität“ wird bereits durch die fehlende Einigung auf einen Begriff erschwert.<sup>1</sup> In den Rechtstexten und der akademischen Diskussion kursieren die Begriffe Finanzmarktstabilität,<sup>2</sup> Finanzstabilität,<sup>3</sup> Finanzsystemstabilität,<sup>4</sup> Systemrisiko<sup>5</sup> und eng damit verknüpft der Begriff der Systemrelevanz.<sup>6</sup> Die Begriffe werden uneinheitlich genutzt. Für diese Arbeit ist der Begriff der Finanzmarktstabilität maßgeblich, da er unter anderem den Bezug zum Kapitalmarkt am besten aufgreift. Eine inhaltliche Auseinandersetzung mit Systemrisiko und Systemrelevanz ist notwendig, da sie einen unterschiedlichen Inhalt besitzen.<sup>7</sup> Die Begriffe Finanzstabilität, Finanzmarktstabilität und Finanzsystemstabilität können weitestgehend synonym benutzt werden.

---

<sup>1</sup> Vgl. *Schwarz*, 97 Geo. L. J. (2008), 194, 196; *Schinasi*, Safeguarding Financial Stability, S. 77, auch mit alternativen Definitionen, vgl. S. 93 ff. *Allen/Wood*, Defining and achieving Financial Stability, S. 1.

<sup>2</sup> Bspw. Erwägungsgrund 22 („Stabilität der Märkte“) und 40 Leerverkaufs-VO; *Thiele*, Finanzaufsicht; *Höfling*, in: Zimmer/Hellwig/Höfling (Hrsg.), Finanzmarktregulierung, S. F7; *Ohler*, WiVerw 2010, 47.

<sup>3</sup> Bspw. Erwägungsgrund 27; 29 Leerverkaufs-VO; Art. 20 f. Leerverkaufs-VO vgl. auch die Nutzung durch die EZB: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.de.html>; *Schinasi*, Safeguarding Financial Stability.

<sup>4</sup> Vgl. Art. 40 ff. MiFIR; Unterabschnitt 4a Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz.

<sup>5</sup> Bspw. das *European Systemic Risk Board (ESRB)* → Kapitel 2 B. III. 5; *Anabtawi/Schwarz*, 86 Notre Dame L. Rev. (2011), 1349; *Schwarz*, 97 Geo. L. J. (2008), 194; *Milbert*, in: Burgard (Hrsg.), FS für Uwe H. Schneider, S. 855.

<sup>6</sup> *Fuchs*, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, S. 37 f.; *Schneider*, ZRP 2009, 119.

<sup>7</sup> Zur Abgrenzung zum Systemrisiko → Kapitel 2 A. III. 1 und Systemrelevanz → Kapitel 7 A. III. 2. d).

## II. Von LTCM zum Systemrisiko

Die Stabilität des Finanzsystems als solches rückte erstmals durch den Beinahe-Untergang des Hedge-Fonds *LTCM Capital Management* im Jahre 1998 und die Aufarbeitung dieses Vorfalles in den Blickpunkt der Regulierungsdiskussion.<sup>8</sup> LTCM wurde 1994 gegründet, die Mindesteinlage betrug 10 Millionen US-Dollar und war auf drei Jahre verpflichtend einzuzahlen. Die Anleger erhielten keine Einblicke in die Geschäftsstrategien des Fonds. Der Fond, zu dessen Gründern auch die Wirtschaftsnobelpreisträger *Myron Scholes* und *Robert Merton* gehörten, überraschte mit immensen Gewinnen. Nach Abzug der Managementgebühren (von ca. 27% des Gewinns) erwirtschaftete der Fond etwa 40% Gewinn und selbst während der Währungskrise in Asien noch knapp über 20%. Die Gewinne wurden weitestgehend durch Währungsspekulationen erzielt, wobei der Großteil in Staatsanleihen der G7-Staaten angelegt wurde. Diese Strategie wurde durch Derivategeschäfte abgesichert und unterstützt, wodurch sich ein immenser Leverage-Faktor aufbaute.<sup>9</sup> LTCM dominierte einige kleinere Anleihenmärkte, besaß aber auch in größeren Märkten immense Anteile am Handelsvolumen. Am 17. August 1998 erklärte Russland ein Schuldenmoratorium bezüglich der Rückzahlung seiner Staatsanleihen, was zu einem Umschwung im Investorenverhalten führte. Diese wurden wesentlich sensibler gegenüber möglichen Ausfallrisiken von Staatsanleihen, wodurch sich Risikoaufschläge und Marktvolatilität erhöhten. Zudem trockneten die Märkte für viele Anlagen von LTCM aus, sodass eine Liquidierung mit weiteren Verlusten einhergegangen wäre. Aufgrund von Marktgerüchten über die Situation von LTCM verlangten Vertragspartner höhere Sicherheiten, was dazu führte, dass LTCM zwangsläufig innerhalb weniger Tage zahlungsunfähig geworden wäre.<sup>10</sup> Gleichzeitig hätte dies zur Insolvenz weiterer Handelspartner geführt. Um dies zu verhindern, stimmten sich 14 Firmen unter der Leitung der *Federal Reserve Bank of New York* ab, etwa 3,6 Milliarden US-Dollar neues Eigenkapital in LTCM zu investieren, kombiniert mit der Übernahme eines Anteils in Höhe von 90%.

Neben den speziellen Problemen des Risikomanagements und der Regulierung von Hedgefonds zeigte sich erstmals die Bedeutung der Größe von

---

<sup>8</sup> Die folgenden Informationen sind entnommen: The President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, April 1999, verfügbar unter: <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedfund.pdf> (im Folgenden: President's Working Group on LTCM).

<sup>9</sup> Der Leveragefaktor betrug nach Schätzungen der *President's Working Group* mehr als 25 zu eins.

<sup>10</sup> *Schwarz*, 97 *Geo. L. J.* (2008), 194, 201.

# Sachregister

- Absicherung 101, 142, 279
- Abwägungsmaßstab 94, 266, 267
- Adaptionsprozess 81, 96, 113
- Adaptive Market Hypothesis 54
- Adaptives Lernen 57, 59
- Adverse Selektion 66
- AIG **166**, 201, 230
- Allgemeinverfügung 92
- Allokationseffizienz 6, 15, 23, 38, 46, 63, 77, 80, 109, 128, 158, 199, 218, 278
  - Abwägung 222
- Anleiheaufschläge 143, 155, 162, 190
- Ansteckungseffekt 112
- Ansteckungskanäle 215
- Anwendungsbereich 91
  
- BaFin 27, 92, 93, 246
- Bank Run 25, 36, 219, **226**
- Bankenaufsicht 27
- Bear Raid **119**, 123, 135, 177, 237, 275
- Behavioral Finance 4, 53, 54, 55
- Bewertungsmodell 97
- Bid-Ask-Spread **110**, 134, 160, 189
- Binnenmarkt 22, 24
- Black Swan 16, 51, 209
- Bounded Rationality 55
  
- Capital Asset Pricing Model 44
- CDS Spread **139**, 155
- CESR 107, 125
- Circuit Breaker 247
- Clearinghäuser 13
- Collateral Transformation 280
- Contagion **215**, 226, 236
  - Fundamental 216, 229, 239
  - Information-based 216, 236
  - Pure 217, 229, 232, 236, 239
  
- Corporate CDS 141, 157, 163
- Credit Default Swap 139
- Credit Spread 143
- CVA Charge 152
  
- Deadlock 241
- Dodd-Frank Act 149
- Double-Default-Methode 172
  
- Efficient Capital Market Hypothesis 4, **44**, 50
- Eigenkorrekturmechanismen 14, **16**, 48, 49, 62, 88, 115, 246
- Eindeckungsverfahren 126
- Eingriffsschwelle 245
- Einschätzungsprärogative 18
- Empty Creditor 179
- Enron 155, 170
- Ermessensspielraum 91, 224, 261
- ESMA 104, 108, 145, 149, 150, 189, 192, 207, 244, 254, 257, 260, 266
- Eugene Fama 4, 44
- Evolutionsbiologie 6, 54, 61
- Externalitäten **33**, 89, 136
  
- Fat Tails 16, 51, 65
- Financial Stability 12
- Finanzinnovation 16, 65, 77, 97, 140
  - Asset Backed Securities 75
  - CDS 155
  - Überwachung 263
- Finanzmarktstabilität 12, **17**, 22
  - Binnenmarkt 23
  - CDS 160
  - Kapitalverkehrsfreiheit 24
  - Leerverkäufe 112
  - Öffentliches Gut 34

- Preisstabilität 26
- Systemrelevanz 214
- Vertrauen 41
- Zentraler Handel 150
- Finanzsystemstabilität 13
- Finanztätigkeit 71, 264
- Firesale 153, 187, 217, **233**, 264
- Flagging 102, **131**
- Folgenabschätzung 4
- Funktionaler Regelungszugriff 206
  
- Gefangenendilemma 35
- Gegenparteirisiko 113, 156, **165**
- Geldwertstabilität 20
- Gewährleistungsverantwortung 17, 21
- Gleichgewichtsmodell 14
- Grey Swan 16
- Gridlock 241
  
- Hedging *Siehe* Absicherung
- Herbert Simon 6, 43, 55
- Herdentrieb 115, 123, 128, 162, 217
- Herdenverhalten 185, 188, 275
- Heuristik 43, **56**, 63, 81
- Home Bias 162
- homo oeconomicus 6, 42, 43, 53
- Homogenität **49**, 59, 83, 215
  
- Information Overload 51
- Informationsasymmetrie 38, 79, 81, 271
- Informationseffizienz **46**, 49, 64, 77
  - Abwägung 222
  - CDS 155
  - Leerverkäufe 108
  - Markteffizienz 108
  - Preiseffizienz 108
  - Reaktive Maßnahmen 251
- Informationsparadigma 24, 127
- Innovationsprozess 16, **74**, 78, 97
- Insiderhandel 124, 153, 178, 184
- Insurable Interest 193, 279
- IOSCO 125, 126, 128, 131
- IRB-Ansatz 152, 171
- ISDA **140**, 149, 175, 189, 194
  
- Jean-Claude Juncker 5
- Joseph Schumpeter 80
  
- JP Morgan 140, 186
  
- Komplexität 39, 63, 78, 81, 113, 185, 269
  - Begrenzte Rationalität 43
- Kontinuum *Siehe* Stabilitätskorridor
- Kontrahentenrisiko 152
- Korrelationsrisiko 149, 152, **166**, 173, 187
- Korrelationstest 144
- Kreditaufnahmekosten 182
  
- Lehman Brothers 148, **161**, 163, 166, 200, 227, 237
- Lieferausfälle 126
- Lokalisierungszusage 105
- Long-Position 107, 144, 147
- LTCM **10**, 37, 234
  
- Market Maker 101, 106, **110**, 191
- Marktimperfektion 75
- Marktmechanismus 32, 40, 68, 97
- Marktmissbrauch 37, 117, 130, 153, 177, 183
- Marktvertrauen 33, **37**, 42, 89, 96, 136, 207, 232, 249, 254, 274
- Moral Hazard 164
  
- Nash-Gleichgewicht 35
- Natürliche Selektion 60
- Netzwerkeffekt 33
- Noise Trader 121
  
- Öffentliches Gut **31**, 136
- Ökonomische Analyse 5, 95
- Overconfidence 162
- Overshooting 218
  
- Pareto-Effizienz 35, 38
- Pigou-Steuer 88
- Portfoliokompression 151, 186
- Portfoliotheorie 45, 46, 65
- Preisbildungsmechanismus 98, 121, 275
- Preisstabilität 25
- Problemlösungsmaßnahmen **245**, 265
- Produktinhärenz **74**, 278

- Produktinnovationsprozess 52, **80**, 90, 261
- Prospect Theory 53
- Proxy Hedging 143, 144, 201
- Put-Option 72, 101
- Ratingagentur 23, 47, 172, 230
- Rechtsangleichungskompetenz 22
- Rechtsdogmatik 7
- Recovery Rate 156, 169
- Reflexivität 42, 90, 246, 274
- Regulation SHO 100
- Regulatorische Dialektik 84, 90, 96
- Regulierungsarbitrage 47, 85, 97, 170, 174, 185, 193, 199, 248, 280
- Regulierungsinstrumente 87
- Regulierungstheorie 31
- Regulierungsziel 13, **17**, 38
- REM-Hypothese 6, 95
- Robustheit **49**, 67
- Reaktive Maßnahmen 243
- Schocks 15, 16, 61, 210
- externe 15
- interne 15
- SEC 100, 133, 134, 177, 247
- Self-Fulfilling Prophecies 158, 162, 193, **219**, 234
- Short Squeeze 32, **111**, 136, 277
- Short-Position 107, 147
- Sovereign CDS 141, 157, 161, 167, 189
- Sovereign-Bank-Nexus 168, 187, 193
- Sozialstaatsprinzip 19
- Spekulation 79, 102, 142, 198, 279
- SSM 27
- Stabilitätskorridor **14**, 62, 206, 213, 223
- Systemaufsicht 29
- Systemisches Ereignis 209, 217
- Systemrelevanz 210
- Trigger 209
- Systemrisiko 11, 37, 173, 188, 208, **215**
- Externalität 34
- Vulnerabilities 215, 238
- Systemrisikokonzept 13, **208**, 215, 273
- Systemvertrauen **39**, 40, 53, 54, 90, 95, 220, 246
- Tragik der Allmende 34
- Transaktionskosten 109, 159
- Transaktionsregister 147
- Trial-and-Error 56, 80, 96, 271, 280
- Überinnovation 82, 271
- Ultima Ratio 258, 261, 265, 278
- Unbegrenztes Verlustrisiko 101, 113
- Uptick-Rule 132
- Vernetzung 11, 212
- Volkswirtschaftlicher Nutzen 197, 278
- Vorsorgeprinzip **95**, 267
- Wettbewerb 17, 23, **58**, 68, 80, 83, 97, 115, 127, 272
- Wiederherstellungsmaßnahmen **245**, 250, 265
- Zentrale Kontrahenten 148
- Zero-Tick-Rule *Siehe* Uptick-Rule