

# Inhaltsübersicht

Vorwort .....	VII
Danksagung .....	IX
Kurzfassung .....	1
<b>Kap. 1 Einleitung .....</b>	<b>5</b>
<b>Kap. 2 Die Rolle von Risiken in Finanztransaktionen .....</b>	<b>9</b>
A. Einführung .....	9
B. Einzelrisiken: Arten und Relevanz .....	11
I. Marktpreisrisiken .....	11
II. Erfüllungsrisiken (insb. Kredit-/Gegenpartei-Risiken) .....	13
III. Liquiditätsrisiken .....	14
IV. Schwankungsrisiken .....	15
V. Operationelle Risiken .....	15
VI. Risiken bei der Risikobewertung (Modellrisiken) .....	16
C. Makroökonomisch relevante Risiken .....	20
I. Verträge und Risiken .....	20
II. Risikoexternalisierung .....	22
III. Risikoverkettung .....	27
IV. Entwicklung makroökonomischer Risiken .....	28
D. Zusammenfassung .....	33
<b>Kap. 3 Die bisherige Entwicklung von Finanzinstrumenten .....</b>	<b>35</b>
A. Einführung .....	35
B. Der Begriff des Finanzinstruments .....	35
I. Allgemeines .....	35
II. Finanzinstrumente im EU-Recht .....	36
III. <i>Securities</i> im U.S.-Recht .....	40
C. Herkömmliche Eigen- und Fremdkapitalinstrumente (Wertpapiere) ..	41
I. Merkmale und Arten .....	41
II. Risiken beim Einsatz .....	46
D. Tranchierungsverbriefungen (Asset-Backed Securities) .....	49
I. Merkmale und Arten .....	49
II. Wirtschaftliche Funktionen .....	53
III. Risiken beim Einsatz .....	56

E. Derivate im Allgemeinen	61
I. Einführung	61
II. Merkmale und Grundformen	62
III. Wirtschaftliche Funktionen	71
IV. Rechtliche Einordnung	74
V. Risiken beim Einsatz	78
F. Kreditderivate	82
I. Allgemeines	82
II. Kreditausfall-Swaps (Credit Default Swaps – CDS)	86
III. Weitere nicht vorfinanzierte Kreditderivate	93
IV. Strukturierte Anleihen mit Risikoschutz (Credit-Linked Notes – CLN)	97
V. Synthetische Tranchierungsverbriefungen mit Risikoschutz (Synthetic Collateralized Debt Obligations – SCDO u. Ä.)	101
G. Kapitalausfallderivate	107
I. Merkmale und Arten	107
II. Wirtschaftliche Funktionen	108
III. Risiken beim Einsatz	109
H. Fondsderivate	111
I. Merkmale und Arten	111
II. Wirtschaftliche Funktionen	113
III. Risiken beim Einsatz	114
I. Volatilitätsderivate	115
I. Merkmale und Arten	115
II. Wirtschaftliche Funktionen	116
III. Risiken beim Einsatz	116
J. Derivate, die andere Risiken handelbar machen (z. B. Rohstoff-, Zins- und Wetterderivate)	116
I. Merkmale und Arten	116
II. Risiken beim Einsatz	117
K. Spezielle Optionsvarianten	118
I. Merkmale und Arten	118
II. Wirtschaftliche Funktionen	120
III. Risiken beim Einsatz	121
L. Kombinationsprodukte	122
I. Merkmale und Arten	122
II. Wirtschaftliche Funktionen	125
III. Risiken beim Einsatz	125
M. Exchange-Traded Products (ETP)	127
I. Merkmale und Arten	127
II. Risiken beim Einsatz	130

N. Geldmarktfondsprodukte . . . . .	131
I. Merkmale und Arten . . . . .	131
II. Risiken beim Einsatz . . . . .	132
O. Spezielle Risikosituationen beim Einsatz von Finanzinstrumenten . . .	133
I. Einführung . . . . .	133
II. Zeitweilige Überlassung von Wertpapieren . . . . .	134
III. Austausch und Weiterverwendung von Sicherheiten . . . . .	143
IV. Marktmissbrauch und Kartellverstöße . . . . .	144
P. Kombination von Instrumenten und Risiken (Beispiel) . . . . .	156
Q. Zusammenfassung und Ausblick auf mögliche Weiterentwicklungen . . . . .	159
<b>Kap. 4 Wann besteht ein aufsichtsrechtlicher Regelungsbedarf? . . . .</b>	<b>161</b>
A. Einführung . . . . .	161
I. Allgemeine Vorüberlegungen. . . . .	161
II. Finanzaufsichtsrecht als besonderes Ordnungsrecht . . . . .	161
III. Besonderheiten gegenüber dem allgemeinen Ordnungsrecht . . .	163
IV. Aufbau dieses Kapitels. . . . .	166
B. Was sind die aufsichtsrechtlichen Schutzgüter? . . . . .	167
I. Einführung . . . . .	167
II. Internationale Ebene (Völkerrecht) . . . . .	167
III. Supranationale und nationale Ebene (einzelne Rechtsordnungen). . . . .	173
C. Wann ist eine Gefahr für die relevanten Schutzgüter zu bejahen? . . . .	184
I. Kein finanzaufsichtsrechtlicher Gefahrbegriff. . . . .	184
II. Der Gefahrbegriff des deutschen allgemeinen Ordnungsrechts . .	189
D. Rechtsfolgen . . . . .	193
I. Ebene der Gesetzgebung . . . . .	194
II. Ebene der Aufsichtsbehörden. . . . .	194
E. Abgrenzung zu anderen Bereichen der öffentlich-rechtlichen Gefahrenvorsorge . . . . .	195
I. Einleitung. . . . .	195
II. Der Risikobegriff als Element eines „Risikosteuerungsrechts“? .	196
III. Allgemeine Vorgaben des höherrangigen Rechts. . . . .	207
F. Abgrenzung zu anderen marktbezogenen Regelungen . . . . .	220
I. Wettbewerbsregeln . . . . .	220
II. Verbraucherschutzregeln . . . . .	221

G. Die Finanzkrise als Beispiel zur Feststellung des Regelungsbedarfs. .	227
I. Relevante Instrumente . . . . .	228
II. Realisierung von Risiken im Verlauf der Finanzkrise . . . . .	232
III. Bekämpfung der Risiken durch aufsichts- und wettbewerbsrechtliche Maßnahmen . . . . .	236
H. Zusammenfassung . . . . .	240
<b>Kap. 5 Bisherige Erfassung durch staatliche Regulierung (Top-down-Ansatz) . . . . .</b>	<b>243</b>
A. Einführung . . . . .	243
I. Allgemeine Vorüberlegungen. . . . .	243
II. Der regulatorische Ordnungsrahmen im Überblick . . . . .	245
III. Unvollständigkeit des Ordnungsrahmens bis zur Finanzkrise . .	255
B. Das gegenwärtige Aufsichtsrecht . . . . .	274
I. Allgemeine Vorüberlegungen. . . . .	274
II. Beschränkungen der Geschäftstätigkeit . . . . .	277
III. Beschränkungen bestimmter Finanztransaktionen. . . . .	348
IV. Maßnahmen zur Konzentration von Risiken und Informationen während der Marktstätigkeit . . . . .	391
V. Maßnahmen zur Risikokonzentration bei Marktaustritten . . . . .	426
VI. Maßnahmen zur Risikoneutralisierung . . . . .	459
VII. Positive transparenzbezogene Vorgaben zur Ermöglichung eines Selbstschutzes bei Finanztransaktionen . . . . .	552
VIII. Negative transparenzbezogene Vorgaben (Marktmissbrauchs- verbote), um ein Unterlaufen des Selbstschutzes im Finanz- markthandel zu verhindern. . . . .	645
IX. Wohlverhaltensvorgaben, um die Wahrung anderer Interessen als der eigenen zu gewährleisten . . . . .	696
X. Steuerrechtliche Lenkungsinstrumente zur Risikoverringerung bzw. -vorbeugung. . . . .	728
C. Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht . . . . .	751
I. Einführung . . . . .	751
II. Kein Verstoß durch Ausrichtung an Marktprinzipien . . . . .	752
III. Bedenken mit Blick auf grundlegende Staatsprinzipien und die unionsrechtliche Kompetenzordnung. . . . .	754
IV. Entterritorialisierung der Rechtsdurchsetzung . . . . .	771
D. Zusammenfassende Stellungnahme . . . . .	773
I. Bild bei den untersuchten Vorschriften gemischt . . . . .	774
II. Verschiebung in der Kompetenzordnung und Durchsetzungsprobleme infolge von Marktzwängen . . . . .	777
III. Rechtspolitisches Zwischenfazit . . . . .	779

<b>Kap. 6 Marktinterne Selbstregulierung (Bottom-up-Ansatz) . . . . .</b>	<b>781</b>
A. Einführung . . . . .	781
B. Risikomanagement zum individuellen Selbstschutz . . . . .	783
I. Einführung . . . . .	783
II. Abbildung im Bilanzrecht (sog. Hedge Accounting) . . . . .	783
III. Ausstrahlungswirkung aufsichtsrechtlicher Compliance- vorgaben? . . . . .	790
IV. Aufsichtsrechtliche Relevanz des Risikomanagements . . . . .	793
V. Zwischenergebnis . . . . .	795
C. Modellverträge als bilaterale Risikoregelung . . . . .	796
I. Allgemeines . . . . .	796
II. Modellverträge im Finanzbereich (Gegenstände) . . . . .	803
III. Aufsichtsrechtliche Relevanz der Modellverträge . . . . .	857
IV. Rolle der privaten Regulierungsinstitutionen . . . . .	896
D. Zivilgerichtliche Durchsetzung des Aufsichtsrechts . . . . .	917
I. Einführung . . . . .	917
II. EU-Recht/Deutsches Recht . . . . .	918
III. U.S.-Recht . . . . .	942
IV. Aufsichtsrechtliche Relevanz zivilgerichtlicher Verfahren . . . . .	953
V. Zwischenergebnis . . . . .	957
E. Zusammenfassende Stellungnahme . . . . .	958
I. Zur Wechselbezüglichkeit von Aufsichtsrecht und Selbstregulierung . . . . .	959
II. Rechtsgüterschutz und Marktmechanismen in Übereinstimmung zu bringen . . . . .	960
 <b>Kap. 7 Funktionale Regulierung bei innovativen     Finanzinstrumenten . . . . .</b>	 <b>963</b>
A. Einführung . . . . .	963
B. Was sind „innovative“ Finanzinstrumente? . . . . .	964
I. Einführung . . . . .	964
II. Ökonomische Sicht . . . . .	964
III. Rechtliche Sicht . . . . .	972
C. Gesetzgebung zu Gefahrenvorsorge und -abwehr . . . . .	976
I. Einführung . . . . .	976
II. Regulierungsumgehung als aufsichtsrechtliches Problem . . . . .	979
III. Umfang der aufsichtsrechtlichen Erfassung . . . . .	982
IV. Zusammenspiel mit der Selbstregulierung . . . . .	983
V. Rechtsfolgen eines Gefahrenbeitrags: Eingrenzung des gesetzgeberischen Wertungs- und Gestaltungsspielraums . . . . .	986

D. Behördliche Maßnahmen zur Durchsetzung und Weiterentwicklung des Aufsichtsrechts .....	1008
I. Einleitung .....	1008
II. Gefahrenvorsorge (Unterstützung der Gesetzgebung) .....	1008
III. Gefahrerforschung .....	1009
IV. Gefahrenabwehr .....	1011
E. Weitergehende Empfehlungen .....	1012
I. Einführung .....	1012
II. FSB-Werkzeugkasten für Schattenbankgeschäfte .....	1012
III. Zur Rolle des zivilgerichtlichen Rechtsschutzes .....	1016
F. Zusammenfassung .....	1017
G. Anwendung in einem Beispielfall .....	1020
I. Identifizierung der aufsichtsrechtlichen Problemfelder .....	1021
II. Auswahl relevanter Instrumente aus dem regulatorischen Werkzeugkasten .....	1024
III. Zwischenbehördlicher Informationsaustausch .....	1029
IV. Ergebnis: Keine Lösung des Problems der Risikoverkettung – Empfehlungen .....	1031
<b>Kap. 8 Fazit und Ausblick .....</b>	<b>1033</b>
Abkürzungsverzeichnis .....	1041
Literaturverzeichnis .....	1053
Stichwortverzeichnis .....	1155

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	VII
Danksagung .....	IX
Kurzfassung .....	1
<b>Kap. 1 Einleitung .....</b>	<b>5</b>
<b>Kap. 2 Die Rolle von Risiken in Finanztransaktionen .....</b>	<b>9</b>
A. Einführung .....	9
B. Einzelrisiken: Arten und Relevanz .....	11
I. Marktpreisrisiken .....	11
II. Erfüllungsrisiken (insb. Kredit-/Gegenpartei-Risiken) .....	13
III. Liquiditätsrisiken .....	14
IV. Schwankungsrisiken .....	15
V. Operationelle Risiken .....	15
VI. Risiken bei der Risikobewertung (Modellrisiken) .....	16
C. Makroökonomisch relevante Risiken .....	20
I. Verträge und Risiken .....	20
1. Verträge als Mittel zur bilateralen Risikoverteilung .....	21
2. Verträge als Risikokanäle .....	22
II. Risikoexternalisierung .....	22
1. Einführung .....	22
2. Negativauslese (adverse selection) .....	24
3. Moralische Risiken (moral hazard) .....	25
III. Risikoverkettung .....	27
IV. Entwicklung makroökonomischer Risiken .....	28
1. Systemische Risiken .....	29
a) Risikokanäle .....	29
b) Risikoerhöhung und Ansteckungseffekte .....	30
2. Andere makroökonomische Risiken .....	33
D. Zusammenfassung .....	33
<b>Kap. 3 Die bisherige Entwicklung von Finanzinstrumenten .....</b>	<b>35</b>
A. Einführung .....	35
B. Der Begriff des Finanzinstruments .....	35
I. Allgemeines .....	35
II. Finanzinstrumente im EU-Recht .....	36
III. <i>Securities</i> im U.S.-Recht .....	40

C. Herkömmliche Eigen- und Fremdkapitalinstrumente (Wertpapiere) . . . . .	41
I. Merkmale und Arten . . . . .	41
1. Eigenkapitalinstrumente . . . . .	41
2. Fremdkapitalinstrumente . . . . .	42
3. Hybride Instrumente . . . . .	43
4. Übertragbarkeit im Handel . . . . .	44
II. Risiken beim Einsatz . . . . .	46
1. Risiken im bilateralen Verhältnis und Risikoexternalisierung . . . . .	46
2. Einsatz von Hebelung und Risikoverkettung . . . . .	47
3. Anreize zu gleichförmigem Verhalten . . . . .	48
D. Tranchierungsverbriefungen (Asset-Backed Securities) . . . . .	49
I. Merkmale und Arten . . . . .	49
II. Wirtschaftliche Funktionen . . . . .	53
III. Risiken beim Einsatz . . . . .	56
1. Risiken im bilateralen Verhältnis und Risikoexternalisierung . . . . .	57
a) Negativauslese . . . . .	57
aa) Verhältnis: Emittenten – Investoren . . . . .	57
bb) Verhältnis: Kreditnehmer – Emittenten usw. . . . .	58
b) Moralische Risiken . . . . .	59
2. Marktübergreifende Risiken . . . . .	60
E. Derivate im Allgemeinen . . . . .	61
I. Einführung . . . . .	61
II. Merkmale und Grundformen . . . . .	62
1. Risikoverschiebung . . . . .	63
2. Hebelwirkung . . . . .	68
3. Differenzgeschäft . . . . .	69
III. Wirtschaftliche Funktionen . . . . .	71
1. Absicherung . . . . .	72
2. Spekulation . . . . .	72
3. Arbitrage . . . . .	73
4. Kombination der Einsatzzwecke . . . . .	73
IV. Rechtliche Einordnung . . . . .	74
1. Anwendbares Recht . . . . .	74
2. Kategorisierung im deutschen Privatrecht . . . . .	75
V. Risiken beim Einsatz . . . . .	78
1. Risiken im bilateralen Verhältnis . . . . .	79
2. Keine Risikoexternalisierung . . . . .	79
3. Einsatz von Hebelung und Risikoverkettung . . . . .	79
4. Auswirkungen auf das Gesamtrisiko . . . . .	80

F. Kreditderivate	82
I. Allgemeines	82
1. Merkmale und Arten	82
2. Risiken beim Einsatz	84
a) Risiken im bilateralen Verhältnis	85
b) Risikoexternalisierung/Risikoverkettung	85
c) Auswirkungen auf das Gesamtrisiko	85
II. Kreditausfall-Swaps (Credit Default Swaps – CDS)	86
1. Merkmale und Arten	86
2. Wirtschaftliche Funktionen	89
3. Risiken beim Einsatz	90
a) Risiken im bilateralen Verhältnis	90
b) Risikoexternalisierung/Risikoverkettung	91
c) Auswirkungen auf das Gesamtrisiko	92
III. Weitere nicht vorfinanzierte Kreditderivate	93
1. Spannsicherungsprodukte (Credit spread-Produkte)	93
2. Gesamtrendite-Swaps (Total Return Swaps – TRS)	95
IV. Strukturierte Anleihen mit Risikoschutz (Credit-Linked Notes – CLN)	97
1. Merkmale und Arten	97
2. Wirtschaftliche Funktionen	99
3. Risiken beim Einsatz	99
a) Risiken im bilateralen Verhältnis und Risikoexternalisierung	100
b) Hebelung und Risikoverkettung	101
c) Auswirkungen auf das Gesamtrisiko	101
V. Synthetische Tranchierungsverbriefungen mit Risikoschutz (Synthetic Collateralized Debt Obligations – SCDO u. Ä.)	101
1. Merkmale und Arten	102
2. Wirtschaftliche Funktionen	103
3. Risiken beim Einsatz	104
a) Risiken im bilateralen Verhältnis und Risikoexternalisierung	104
b) Einsatz von Hebelung und Risikoverkettung	106
c) Auswirkungen auf das Gesamtrisiko	106
G. Kapitalausfallderivate	107
I. Merkmale und Arten	107
II. Wirtschaftliche Funktionen	108
III. Risiken beim Einsatz	109
1. Risiken im bilateralen Verhältnis und Risikoexternalisierung	109
2. Hebelung und Risikoverkettung	110
3. Auswirkungen auf das Gesamtrisiko	111

H. Fondsderivate .....	111
I. Merkmale und Arten .....	111
II. Wirtschaftliche Funktionen .....	113
III. Risiken beim Einsatz .....	114
I. Volatilitätsderivate .....	115
I. Merkmale und Arten .....	115
II. Wirtschaftliche Funktionen .....	116
III. Risiken beim Einsatz .....	116
J. Derivate, die andere Risiken handelbar machen (z. B. Rohstoff-, Zins- und Wetterderivate) .....	116
I. Merkmale und Arten .....	116
II. Risiken beim Einsatz .....	117
K. Spezielle Optionsvarianten .....	118
I. Merkmale und Arten .....	118
1. Zinsbegrenzungsprodukte .....	118
2. Exotische Optionen .....	119
II. Wirtschaftliche Funktionen .....	120
III. Risiken beim Einsatz .....	121
L. Kombinationsprodukte .....	122
I. Merkmale und Arten .....	122
1. Wandelanleihen .....	122
2. Strukturierte Anleihen/Zertifikate .....	123
3. Asset-Swaps .....	124
II. Wirtschaftliche Funktionen .....	125
III. Risiken beim Einsatz .....	125
1. Wandelanleihen und strukturierte Anleihen .....	125
2. Asset-Swaps .....	126
M. Exchange-Traded Products (ETP) .....	127
I. Merkmale und Arten .....	127
II. Risiken beim Einsatz .....	130
1. Risiken im bilateralen Verhältnis und Risikoverkettung .....	130
2. Anreize zu gleichförmigem Verhalten .....	131
N. Geldmarktfondsprodukte .....	131
I. Merkmale und Arten .....	131
II. Risiken beim Einsatz .....	132
O. Spezielle Risikosituationen beim Einsatz von Finanzinstrumenten ..	133
I. Einführung .....	133
II. Zeitweilige Überlassung von Wertpapieren .....	134
1. Merkmale und Arten .....	134
a) Allgemeines .....	134
b) Wertpapierleihen .....	134

c) Rückkaufvereinbarungen .....	135
2. Wirtschaftliche Funktionen .....	136
a) Allgemeines .....	136
b) Spekulativer Einsatz in Verbindung mit Leerverkäufen ...	136
c) Einsatz zur Absicherung oder zur Arbitrage .....	139
3. Risiken beim Einsatz .....	140
a) Risiken der Wertpapierleihe/Rückkaufvereinbarung .....	140
b) Risiken verbundener Transaktionen (Leerverkäufe) .....	140
III. Austausch und Weiterverwendung von Sicherheiten .....	143
IV. Marktmissbrauch und Kartellverstöße .....	144
1. Einführung .....	144
2. Einseitige Strategien .....	146
a) Marktmanipulation .....	146
aa) Manipulative Informationsstrategien .....	147
bb) Manipulative Handelsstrategien .....	147
aaa) Fiktive Nachfrage .....	148
bbb) Marktüberflutung mit fiktiven Aufträgen (spam & cancel) .....	148
ccc) Ausnutzung von Preis-Inelastizitäten .....	150
ddd) Manipulative Leerverkäufe .....	151
b) Nutzung von Insiderinformationen .....	152
aa) Insidergeschäfte im Allgemeinen .....	152
bb) Front running .....	152
3. Kollusive Strategien .....	153
a) Gemeinsames Vorgehen bei Marktmanipulationen .....	154
b) Gemeinsame Nutzung von Insiderinformationen .....	155
P. Kombination von Instrumenten und Risiken (Beispiel) .....	156
Q. Zusammenfassung und Ausblick auf mögliche Weiterentwicklungen ..	159
<b>Kap. 4 Wann besteht ein aufsichtsrechtlicher Regelungsbedarf? ....</b>	<b>161</b>
A. Einführung .....	161
I. Allgemeine Vorüberlegungen .....	161
II. Finanzaufsichtsrecht als besonderes Ordnungsrecht .....	161
III. Besonderheiten gegenüber dem allgemeinen Ordnungsrecht ...	163
IV. Aufbau dieses Kapitels .....	166
B. Was sind die aufsichtsrechtlichen Schutzgüter? .....	167
I. Einführung .....	167
II. Internationale Ebene (Völkerrecht) .....	167
1. Beschlüsse der G 20 .....	168
2. Konkretisierung durch internationale Organisationen .....	172
III. Supranationale und nationale Ebene (einzelne Rechtsordnungen) .....	173

1. Europäische Union. . . . .	174
a) Einführung: Problematik des Schutzguts . . . . .	174
b) Benennung einzelner Schutzgüter in EU-Rechtsakten . . . . .	175
2. Deutschland . . . . .	179
a) Einführung . . . . .	179
b) Institutionelle Aufsicht . . . . .	180
c) Marktbezogene Aufsicht. . . . .	183
C. Wann ist eine Gefahr für die relevanten Schutzgüter zu bejahen? . . . . .	184
I. Kein finanzaufsichtsrechtlicher Gefahrbegriff. . . . .	184
1. Internationale Ebene (Völkerrecht) . . . . .	184
2. Europäische Union. . . . .	185
3. Deutsches Finanzaufsichtsrecht . . . . .	188
II. Der Gefahrbegriff des deutschen allgemeinen Ordnungsrechts . . . . .	189
1. Einführung . . . . .	189
2. Drohen eines nicht unerheblichen Schadens . . . . .	190
3. Hinreichende Wahrscheinlichkeit des Schadenseintritts in absehbarer Zeit. . . . .	191
4. Ungehinderter Geschehensablauf . . . . .	192
5. Einschätzungs-/Beurteilungsspielraum (Gesetzgeber/Behörde) . . . . .	192
D. Rechtsfolgen . . . . .	193
I. Ebene der Gesetzgebung . . . . .	194
II. Ebene der Aufsichtsbehörden. . . . .	194
E. Abgrenzung zu anderen Bereichen der öffentlich-rechtlichen Gefahrenvorsorge . . . . .	195
I. Einleitung. . . . .	195
II. Der Risikobegriff als Element eines „Risikosteuerungsrechts“? . . . . .	196
1. Einführung . . . . .	196
2. Tatbestandsseite: Risiko als eigenständige rechtliche Kategorie? . . . . .	199
3. Rechtsfolgenseite: Rechts- oder präventionsstaatliche Funktionslogik? . . . . .	201
4. Verknüpfung: Risiko als Einflussfaktor für Gefahrbeurteilung und für Maßnahmen. . . . .	205
III. Allgemeine Vorgaben des höherrangigen Rechts. . . . .	207
1. Unsicherheiten bezüglich der Gefahrenvorsorge in anderen ordnungsrechtlichen Bereichen . . . . .	207
2. Abweichende Beurteilung im Finanzaufsichtsrecht? . . . . .	210
a) EU-Recht: Keine Übertragung deutscher Grundsätze zu Schutzpflichten und zum Untermaßverbot . . . . .	211
b) Deutsches Recht: Gefahrenvorsorge kein Gegenstand von Schutzpflichten bzw. -ansprüchen . . . . .	211
aa) Anwendungsvorrang des EU-Rechts als Grenze . . . . .	211

bb) Fehlen hinreichend konkreter grundgesetzlicher Schutzgüter .....	215
c) Abweichungen aufgrund der Selbstregulierung im Finanzbereich? .....	219
F. Abgrenzung zu anderen marktbezogenen Regelungen .....	220
I. Wettbewerbsregeln .....	220
II. Verbraucherschutzregeln .....	221
1. Allgemeines .....	221
2. Anlegerschutz und Verbraucherschutz .....	222
a) Anlegerschutz im EU-Recht .....	223
b) Anlegerschutz im deutschen Recht .....	223
3. Verbraucherschutz im Kontext des Aufsichtsrechts .....	224
G. Die Finanzkrise als Beispiel zur Feststellung des Regelungsbedarfs .....	227
I. Relevante Instrumente .....	228
1. Mortgage-Backed Securities (MBS) .....	228
2. Collateralized Debt Obligations (CDO) .....	229
3. Wiederverbriefungen (CDO <sup>2</sup> u. Ä.) .....	231
4. Synthetische CDO (SCDO) .....	232
5. Kreditausfall-Swaps (CDS) .....	232
II. Realisierung von Risiken im Verlauf der Finanzkrise .....	232
III. Bekämpfung der Risiken durch aufsichts- und wettbewerbsrechtliche Maßnahmen .....	236
H. Zusammenfassung .....	240
<b>Kap. 5 Bisherige Erfassung durch staatliche Regulierung     (Top-down-Ansatz) .....</b>	<b>243</b>
A. Einführung .....	243
I. Allgemeine Vorüberlegungen .....	243
II. Der regulatorische Ordnungsrahmen im Überblick .....	245
1. Internationale Institutionen .....	246
2. Europäische Union .....	246
a) Gegenstände/Abgrenzung der Finanzmarktregulierung ...	246
b) Abgestuftes Regulierungssystem .....	249
3. Vereinigte Staaten .....	251
a) Gegenstände/Abgrenzung der Finanzmarktregulierung ...	252
b) Abgestuftes Regulierungssystem .....	253
III. Unvollständigkeit des Ordnungsrahmens bis zur Finanzkrise ...	255
1. Entwicklung der Regulierung .....	255
a) Vereinigte Staaten .....	256
b) Europäische Union .....	261
c) Feststellbare Regulierungsdefizite .....	266

aa) Vereinigte Staaten. . . . .	266
bb) Europäische Union . . . . .	267
2. Problem der wirtschaftswissenschaftlichen Grundlagen? . . .	268
a) Debatte im Schrifttum vor dem Hintergrund der Finanzkrise . . . . .	269
b) Relevanz mit Blick auf die Finanzmarktregulierung. . . .	272
3. Schlussfolgerungen . . . . .	273
<b>B. Das gegenwärtige Aufsichtsrecht . . . . .</b>	<b>274</b>
I. Allgemeine Vorüberlegungen. . . . .	274
II. Beschränkungen der Geschäftstätigkeit . . . . .	277
1. Einführung. . . . .	277
2. Relevante Regelungen . . . . .	278
a) Betreiber und Nutzer von Finanzmarktinfrastrukturen . . .	278
aa) Einführung . . . . .	278
bb) Geregelte Märkte (Börsen) und andere Handelssysteme . . . . .	280
aaa) Arten von Handelssystemen . . . . .	280
bbb) Pflichten für die Betreiber . . . . .	282
(i) Zulassungspflichtige Handelsplätze . . . . .	282
(1) Geregelte Märkte (EU) . . . . .	283
(2) Börsen und Handelsplätze für Derivate (U.S.) . . . . .	284
(ii) MTF/OTF (EU) bzw. ATS (U.S.) . . . . .	287
(iii) Systematische Internalisierer (EU) . . . . .	288
ccc) Pflichten für die Nutzer . . . . .	288
(i) Emittenten und emissionsbegleitende Banken auf geregelten Märkten (EU) bzw. Börsen (U.S.) . . . . .	288
(ii) Andere Handelsteilnehmer auf zulassungspflichtigen Handelsplätzen . . . . .	290
(1) Geregelte Märkte (EU) bzw. Börsen (U.S.) . . . . .	290
(2) Handelsplätze für Derivate (U.S.) . . . . .	293
(iii) Nutzer von sonstigen Handelssystemen. . . . .	296
cc) Betreiber und Nutzer zentraler Gegenparteien für das Clearing von Derivaten. . . . .	296
aaa) Pflichten für die Betreiber . . . . .	296
bbb) Beschränkung der Nutzung: Beteiligung haftender Marktteilnehmer (Clearingmitglieder) . . . . .	300
dd) Betreiber von Zentralverwahrstellen und andere bei der Geschäftsabwicklung tätige Dienstleister. . . . .	302
aaa) EU-Recht. . . . .	302
bbb) U.S.-Recht . . . . .	303

ee)	Betreiber und Nutzer von zentralen Datenbereitstellungsdiensten und -sammelstellen .....	305
aaa)	EU-Recht .....	305
bbb)	U.S.-Recht .....	307
b)	Pflichten für Finanzintermediäre .....	308
aa)	Zulassung und Registrierung .....	308
aaa)	EU-Recht .....	308
(i)	Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute ..	308
(ii)	Andere Finanzintermediäre .....	310
bbb)	U.S.-Recht .....	312
(i)	Banken und <i>thrifts, securities firms</i> .....	312
(ii)	Andere Finanzintermediäre .....	314
bb)	Bedeutung der Zulassung/Registrierung für andere Beschränkungen und -pflichten .....	316
aaa)	Allgemeines .....	316
bbb)	Trennbankenregelungen .....	317
(i)	EU-Recht .....	318
(ii)	U.S.-Recht .....	320
ccc)	Anlagebeschränkungen für Finanzintermediäre ..	321
(i)	Vergabe von Großkrediten und bedeutende Beteiligungen .....	321
(ii)	Anlagegrenzen zum Schutz der Vertrauenswürdigkeit von Anlagen .....	322
(1)	EU-Recht .....	323
(2)	U.S.-Recht .....	326
ddd)	Beschränkungen der Kapitalaufnahme .....	328
(i)	Beschränkungen der Kreditaufnahme .....	328
(ii)	Beschränkungen für den Vertrieb bestimmter Finanzanlagen (Fondsanteile) ..	331
(1)	EU-Recht .....	331
(2)	U.S.-Recht .....	332
eee)	Beschränkungen hinsichtlich Tranchierungsverbriefungen .....	334
fff)	Beschränkungen hinsichtlich zeitweiliger Wertpapierüberlassungen .....	335
c)	Analysten und Ratingagenturen .....	336
d)	Sonderregeln für Marktteilnehmer aus Drittstaaten .....	337
3.	Bewertung mit Blick auf aufsichtsrechtliche Gefahren .....	340
a)	Eignung mit gewissen Einschränkungen zu bejahen .....	340
aa)	Zulassungs- bzw. Registrierungspflichten gewährleisteten Erfüllung von Grundvoraussetzungen und Aufsicht .....	341
bb)	Tätigkeitsbeschränkungen können gesetzliche Zielen nur teilweise wirksam dienen .....	341

b) Erforderlichkeit zu bejahen – fraglich insbesondere bei in die Organisationsfreiheit eingreifenden Regelungen . . .	344
c) Angemessenheit fraglich wegen drohender gesetzgeberischer/behördlicher Ungleichbehandlung verschiedener Marktteilnehmer . . . . .	345
4. Zwischenergebnis . . . . .	348
III. Beschränkungen bestimmter Finanztransaktionen . . . . .	348
1. Einführung . . . . .	348
2. Aussetzung und Einstellung des Handels . . . . .	349
a) Einführung . . . . .	349
b) Relevante Regelungen . . . . .	350
c) Bewertung . . . . .	351
3. Beschränkungen des Hochfrequenzhandels . . . . .	352
a) Allgemeines . . . . .	352
b) Keine internationalen Vorgaben . . . . .	354
c) EU-Recht . . . . .	354
aa) Bisherige Entwicklungen . . . . .	354
bb) Zielsetzung der aktuellen Regelungen . . . . .	355
cc) Inhalt der aktuellen Regelungen . . . . .	355
d) U.S.-Recht . . . . .	358
aa) Allgemeines . . . . .	358
bb) Regelungen der SEC und der FINRA . . . . .	358
cc) Regelungen der CFTC . . . . .	359
e) Bewertung . . . . .	361
aa) Abgrenzung des Regelungsbereichs . . . . .	361
bb) Zielgerechtigkeit, insbesondere Verhältnismäßigkeit . . . . .	361
4. Beschränkungen von Leerverkäufen . . . . .	362
a) Allgemeines . . . . .	362
b) Kaum internationale Vorgaben . . . . .	363
c) EU-Recht . . . . .	363
aa) Bisherige Entwicklung . . . . .	363
bb) Zielsetzung der aktuellen Regelungen . . . . .	365
cc) Inhalt der aktuellen Regelungen . . . . .	365
aaa) Transparenzvorgaben . . . . .	366
bbb) Beschränkungen von ungedeckten Leerverkäufen und CDS auf öffentliche Schuldtitel . . . . .	368
ccc) Notfallbefugnisse . . . . .	371
dd) Weitere Leerverkaufsbeschränkungen für bestimmte Marktteilnehmer . . . . .	372
d) U.S.-Recht . . . . .	374
aa) Allgemeines . . . . .	374

bb)	Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe von Eigenkapitalinstrumenten (Regulation SHO) . . . . .	374
cc)	Weitere Leerverkaufsbeschränkungen für bestimmte Marktteilnehmer . . . . .	376
e)	Bewertung . . . . .	377
aa)	Beschränkungen von ungedeckten Leerverkäufen und CDS auf staatliche Titel . . . . .	377
bb)	Beschränkung von Leerverkäufen für bestimmte Marktteilnehmer . . . . .	381
5.	Begrenzung von Derivatgeschäften für staatliche Marktteilnehmer . . . . .	381
a)	Die Ultra-vires-Rechtsprechung im britischen Recht . . . . .	382
b)	Beschränkungen im deutschen Recht . . . . .	383
c)	Bewertung . . . . .	385
6.	Behördliche Anordnungen zur Beseitigung von Missständen . . . . .	386
a)	Relevante Regelungen . . . . .	386
aa)	EU-Recht . . . . .	386
bb)	U.S.-Recht . . . . .	388
b)	Bewertung . . . . .	389
7.	Notwendigkeit eines allgemeinen Spekulationsverbots? . . . . .	389
8.	Zwischenergebnis . . . . .	391
IV.	Maßnahmen zur Konzentration von Risiken und Informationen während der Marktstätigkeit . . . . .	391
1.	Einführung . . . . .	391
2.	Relevante Regelungen . . . . .	392
a)	Internationale Standards für Finanzmarktinfrastrukturen . . . . .	392
b)	Handelssysteme: Zulassung von Finanzinstrumenten und Pflicht zur Nutzung . . . . .	393
aa)	Einführung . . . . .	393
bb)	Geregelte Märkte/Börsen und vergleichbar regulierte Handelsplätze . . . . .	394
cc)	Andere Handelssysteme . . . . .	398
dd)	Bilateraler Handel (OTC) . . . . .	398
c)	Zentrale Gegenparteien (ZGP): Clearing von Derivaten . . . . .	399
aa)	Einführung . . . . .	399
bb)	Bedeutung von Clearing und Abwicklung (settlement) . . . . .	400
cc)	Erfasste Finanzinstrumente (sachlicher Anwendungsbereich) . . . . .	404
dd)	Pflichtige Marktteilnehmer (persönlicher Anwendungsbereich) . . . . .	407
aaa)	EU-Recht . . . . .	408
bbb)	U.S.-Recht . . . . .	410

ee) Auswirkungen im regulierten Gebiet (räumlicher Anwendungsbereich) . . . . .	411
ff) Regulatorische Vorgaben für die Zentralen Gegenparteien . . . . .	413
d) Zentralverwahrstellen und andere bei der Geschäftsabwicklung tätige Dienstleister . . . . .	415
aa) EU-Recht . . . . .	415
bb) U.S.-Recht . . . . .	415
e) Meldungen an zentrale Datenbereitstellungsdienste und -sammelstellen . . . . .	416
aa) EU-Recht . . . . .	416
bb) U.S.-Recht . . . . .	418
3. Bewertung . . . . .	420
a) Zu berücksichtigende Merkmale der relevanten Finanzmarktinfrastrukturen . . . . .	420
b) Bewertung der an die Merkmale anknüpfenden aufsichtsrechtlichen Vorgaben . . . . .	422
4. Zwischenergebnis . . . . .	425
V. Maßnahmen zur Risikokonzentration bei Marktaustritten . . . . .	426
1. Einführung . . . . .	426
2. Relevante Regelungen . . . . .	427
a) Allgemeine Insolvenzregeln . . . . .	427
b) Besondere Insolvenzregeln für Finanzgeschäfte . . . . .	429
aa) Einführung . . . . .	429
bb) Anglo-amerikanisches Recht . . . . .	430
aaa) Common Law . . . . .	431
bbb) Statutorisches U.S.-Recht . . . . .	431
cc) EU-Recht bzw. deutsches Recht . . . . .	433
3. Aufsichtsrechtliche Relevanz . . . . .	434
a) Banken als Gläubiger eines ausgefallenen Schuldners . . . . .	435
b) Banken als ausgefallene bzw. ausfallbedrohte Schuldner . . . . .	437
4. Bewertung . . . . .	439
a) Einführung . . . . .	439
b) Zielgerechtigkeit für Insolvenzvorgänge im Allgemeinen . . . . .	441
aa) Eignung zur Gefahrverminderung mit Einschränkungen zu bejahen . . . . .	441
aaa) Aufsichtsrechtlich relevante Argumente für bzw. gegen das Liquidationsnetting . . . . .	442
bbb) Stellungnahme . . . . .	444
(i) Nur Abdämpfung prozyklischer Entwicklungen . . . . .	445
(ii) Zu trennen: Förderung der Verlagerung von Risiken . . . . .	446
bb) Erforderlichkeit – keine besseren Alternativen . . . . .	447

aaa)	Beschränkung der Sonderregeln in Einzelrechtsordnungen kaum durchführbar . . . . .	448
bbb)	Anforderungen an Sicherheiten bereits vorgesehen. . . . .	449
ccc)	Abwicklungsmechanismen machen Sonderregeln wohl nicht entbehrlich. . . . .	450
ddd)	Möglichkeit zu behördlichen Maßnahmen bei Gefahr verbleibt. . . . .	451
cc)	Fraglich: Angemessenheit – Steigerung volkswirtschaftlicher Risiken? . . . . .	451
aaa)	Ungleichbehandlung von Gläubigergruppen. . . . .	452
bbb)	Förderung verflechtungsbedingter Risikoverkettungen . . . . .	455
ccc)	Verlagerung der Gestaltungsmacht auf die Finanzwirtschaft . . . . .	457
c)	Zu den Schwierigkeiten einer grenzüberschreitenden Durchsetzung des Liquidationsnettings . . . . .	457
5.	Zwischenergebnis . . . . .	459
VI.	Maßnahmen zur Risikoneutralisierung . . . . .	459
1.	Einführung. . . . .	459
2.	Relevante Regelungen . . . . .	460
a)	Sicherheits- und Risikominderungspflichten zum Schutz der Transaktionspartner . . . . .	460
aa)	Herkömmliche Wertpapiere . . . . .	460
bb)	Tranchierungsverbriefungen . . . . .	461
aaa)	Risikoselbstbehalte bei grundsätzlich allen Verbriefungen . . . . .	462
bbb)	Weitere Vorgaben bei einfachen Standardverbriefungen . . . . .	463
cc)	Derivate . . . . .	466
aaa)	Pflichten zur Sicherheitenstellung (Ein- und Nachschusspflichten). . . . .	466
(i)	Clearing über eine zentrale Clearingstelle (EU/U.S.) . . . . .	467
(ii)	Bilaterales Clearing (EU/U.S.) . . . . .	469
bbb)	Risikominderungspflichten . . . . .	469
b)	Kapitalvorgaben für Banken. . . . .	472
aa)	Einführung . . . . .	472
aaa)	Zum Sinn und Zweck von Eigenmittelvorgaben . . . . .	473
bbb)	Zum Sinn und Zweck von Liquiditätsvorgaben. . . . .	473
ccc)	Zur Regelungssystematik der Kapitalvorgaben für Banken. . . . .	474
bb)	Internationale Ebene (Basel III-Standards) . . . . .	475

aaa) Eigenmittelstandards . . . . .	475
bbb) Liquiditätsstandards . . . . .	481
cc) Allgemein zu den Umsetzungsrechtsakten in EU und USA . . . . .	482
aaa) EU-Recht . . . . .	482
bbb) U.S.-Recht . . . . .	486
dd) Risikogewichtete Eigenmittelvorgaben für den Einsatz von Finanzinstrumenten. . . . .	489
aaa) Risikogewichtete Eigenmittelanforderungen für Ausfallrisiken. . . . .	489
(i) Allgemeines . . . . .	489
(1) EU-Recht . . . . .	490
(2) U.S.-Recht . . . . .	491
(ii) Spezielle Regelungen für Fälle modifizierter/künstlich geschaffener Risiken. . . . .	492
(1) Kreditrisikominderung . . . . .	493
(a) EU-Recht . . . . .	493
(b) U.S.-Recht . . . . .	494
(2) Tranchierungsverbriefungen . . . . .	495
(a) EU-Recht . . . . .	495
(b) U.S.-Recht . . . . .	497
(3) Derivate . . . . .	499
(a) EU-Recht . . . . .	499
(b) U.S.-Recht . . . . .	501
bbb) Risikogewichtete Eigenmittelanforderungen für Marktrisiken. . . . .	502
(i) EU-Recht . . . . .	502
(ii) U.S.-Recht . . . . .	505
ccc) Risikogewichtete Eigenmittelanforderungen für sonstige Risiken . . . . .	508
ee) Nicht-risikogewichtete Eigenmittelvorgaben. . . . .	508
ff) Ergänzende Wohlverhaltens- und Transparenzpflichten . . . . .	510
aaa) EU-Recht . . . . .	510
bbb) U.S.-Recht . . . . .	511
c) Kapitalvorgaben für andere Marktteilnehmer als Banken . . . . .	512
aa) Kapitalvorgaben für Versicherungsunternehmen . . . . .	513
aaa) Besonderheiten von Versicherungs- unternehmen . . . . .	513
bbb) Kapitalvorgaben zur Sicherstellung der Solvabilität . . . . .	514
bb) Kapitalvorgaben für Fondsgesellschaften. . . . .	516

aaa)	Besonderheiten von Fondsgesellschaften . . . . .	517
bbb)	Kapitalvorgaben zur Sicherstellung der Liquidität und zum Schutz in Haftungsfällen . . .	518
(i)	EU-Recht . . . . .	518
(ii)	U.S.-Recht . . . . .	521
cc)	Kapitalvorgaben für broker-dealers im U.S.-Recht . . .	522
3.	Bewertung . . . . .	523
a)	Sicherheits- und Risikominderungspflichten zum Schutz der Transaktionspartner . . . . .	523
aa)	Fehlen von Vorgaben für Transaktionen mit Eigen- und Fremdkapital- instrumenten unbedenklich . . . . .	523
bb)	Vorgaben für Transaktionen mit Tranchierungs- verbriefungen: Reduzierung der Wahrscheinlichkeit einer Risiko- externalisierung . . . . .	524
cc)	Vorgaben bei Transaktionen mit Derivaten: Reduzierung des Umfangs der hebelungsbedingten Haftung . . . . .	525
b)	Transaktionsunabhängige Kapitalvorgaben für bestimmte Marktteilnehmer . . . . .	526
aa)	Kapitalvorgaben für Banken . . . . .	527
aaa)	Eigenmittelvorgaben . . . . .	527
(i)	Eignung der Eigenmittelvorgaben unklar . . . . .	527
(1)	Risikoabhängige Kapitalvorgaben möglicherweise nicht ausreichend . . . . .	527
(a)	Kapitalpuffer zu wenig an sich ändernden Marktverhältnissen orientiert . . . . .	528
(b)	Kapitalvorgaben erfassen abzudeckende Risiken zunehmend genauer, aber wahrscheinlich nicht vollständig . . . . .	529
(c)	Aber: Zumindest Reduzierung der Probleme bei der Risiko- modellierung . . . . .	531
(2)	Risikounabhängige Kapitalvorgaben nur als ergänzendes Instrument zur Gefahrenabwehr geeignet . . . . .	532
(ii)	Erforderlichkeit (bei unterstellter Eignung) mangels besserer Alternativen wohl zu bejahen. . . . .	533
(1)	Bilaterale Absicherung wohl nicht in ausreichendem Umfang möglich . . . . .	533

(2) Andere risikoabhängige/-unabhängige Kapitalvorgaben nicht erkennbar besser . . . . .	533
(3) Vorbehalt: Pauschale und höhere Kapitalvorgaben bei Transaktionen mit komplexen Finanzinstrumenten wohl besser . . . . .	535
(iii) Angemessenheit wegen Ungleichbehandlung verschiedener Marktteilnehmer fraglich . . . . .	536
bbb) Liquiditätsvorgaben . . . . .	538
(i) Bestehende Liquiditätsvorgaben wohl zu rechtfertigen . . . . .	538
(ii) Weitergehende Liquiditätsvorgaben mit Blick auf Transaktionen mit Finanzinstrumenten nicht notwendigerweise erforderlich . . . . .	540
bb) Kapitalvorgaben für Nichtbanken . . . . .	540
aaa) Versicherungsunternehmen . . . . .	541
bbb) Investmentfonds und deren Verwalter . . . . .	542
ccc) Broker-dealers . . . . .	543
c) Erweiterung des Regelungsregimes . . . . .	544
aa) Erhöhung bzw. Erweiterung des haftenden Kapitals von Banken? . . . . .	544
bb) Ungleichbehandlung von Banken und anderen Unternehmen? . . . . .	549
4. Zwischenergebnis . . . . .	550
VII. Positive transparenzbezogene Vorgaben zur Ermöglichung eines Selbstschutzes bei Finanztransaktionen . . . . .	552
1. Einführung . . . . .	552
2. Relevante Regelungen . . . . .	553
a) Internationale Vorgaben . . . . .	553
b) EU-Recht . . . . .	554
aa) Transparenzpflichten zwischen Privaten . . . . .	554
aaa) Allgemeines Zivilrecht (einschl. Wertpapierrecht) . . . . .	555
(i) Ausgangspunkt: Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer . . . . .	555
(ii) Erweiterung des Anlegerschutzes durch die Rechtsprechung . . . . .	556
(iii) Erweiterung des Verbraucherschutzes durch die Gesetzgebung . . . . .	559
bbb) Handelsrecht (einschl. Bilanzrecht) . . . . .	560
ccc) Gesellschaftsrecht . . . . .	561

bb) Transparenzpflichten im aufsichtsrechtlichen Interesse . . . . .	564
aaa) Allgemeines . . . . .	564
bbb) Allgemeine Transparenz in Transaktionen mit Finanzinstrumenten . . . . .	565
(i) Veröffentlichungspflichten im Wertpapierhandel . . . . .	565
(1) Prospekttransparenz (Primärmarkt) . . . . .	566
(2) Beteiligungstransparenz (Sekundärmarkt) . . . . .	570
(ii) Weitergehende Pflichten für Betreiber von Finanzinfrastrukturen und Finanzintermediäre . . . . .	573
(1) Betreiber von Finanzmarktinfrastrukturen . . . . .	573
(2) Finanzintermediäre . . . . .	576
(a) Transparenzvorgaben für die Handelstätigkeit . . . . .	576
(b) Transparenzvorgaben für den Vertrieb von Finanzprodukten . . . . .	577
(3) Investmentfonds . . . . .	579
(iii) Informationsrechte und Pflichten der Anleger . . . . .	583
(1) Art des Anlegers . . . . .	583
(2) Art der Information . . . . .	584
ccc) Transparenz bei Hebelfinanzierungen und speziellen Anlageprodukten . . . . .	585
(i) Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (Geldmarkt) . . . . .	586
(ii) Spezielle Anlageprodukte . . . . .	588
(1) Tranchierungsverbriefungen (allgemein/STS-Verbriefungen) . . . . .	588
(2) Vermögensanlagen . . . . .	589
cc) Überwachung und Sanktionen . . . . .	590
aaa) Transparenz im Rechtsverkehr zwischen Privaten . . . . .	590
bbb) Transparenz im aufsichtsrechtlichen Interesse . . . . .	590
(i) Emittenten und Anleger . . . . .	590
(1) Überwachung der Transparenz im handels- und gesellschaftsrechtlichen Kontext . . . . .	591
(2) Überwachung der Transparenz im allgemeinen Handel . . . . .	592

(3) Besondere Überwachung bei Derivaten, Wertpapierfinanzierungsgeschäfte und Tranchierungsverbriefungen . . . . .	594
(ii) Finanzmarktinfrastrukturen und -intermediäre . . . . .	595
(1) Allgemeine Überwachung der Tätigkeit von Banken und Versicherungsunternehmen . . . . .	595
(2) Überwachung des Handels mit Finanzinstrumenten und des Angebots von Finanzanlagen durch Banken und Versicherungsunternehmen . . . . .	596
(3) Überwachung des Vertriebs von Investmentfondsprodukten . . . . .	598
(a) Allgemeine Überwachung . . . . .	599
(b) Weitere Pflichten speziell in Bezug auf OGAW . . . . .	600
(c) Pflichten speziell in Bezug auf AIF . . . . .	602
(d) Sanktionen und Haftung . . . . .	603
c) U.S.-Recht (nur Kapitalmarktrecht) . . . . .	604
aa) Einführung . . . . .	604
bb) Transparenzpflichten bei durch die SEC überwachten Finanzinstrumenten . . . . .	605
aaa) Allgemeines . . . . .	605
bbb) Transparenzpflichten im Handel . . . . .	607
(i) Transparenzpflichten im Rahmen der Emission (Primärmarkt) . . . . .	607
(ii) Transparenzpflichten im Hinblick auf das spätere Handelsgeschäft (Sekundärmarkt) . . . . .	609
(1) Offenlegungspflichten der Emittenten . . . . .	609
(a) Laufende Berichtspflichten . . . . .	610
(b) Sonstige Pflichten . . . . .	612
(2) Offenlegungspflichten für andere Handelsteilnehmer . . . . .	612
ccc) Pflichten für andere Marktteilnehmer beim Finanzanlagevertrieb . . . . .	613
(i) Pflichten für <i>broker-dealers</i> . . . . .	614
(ii) Pflichten für Fondsanbieter (Investment Company Act) . . . . .	615
(iii) Pflichten für Anlageberater (Investment Advisers Act) und andere Informations- intermediäre . . . . .	616
ddd) Weitergehende Pflichten in Bezug auf bestimmte OTC-Instrumente . . . . .	616

cc) Offenlegung bei durch die CFTC überwachten Warentermingeschäften . . . . .	618
aaa) Allgemeine Vorgaben für alle Warentermin- geschäfte . . . . .	618
bbb) Hebelgeschäfte über Edelmetalle (leverage transactions). . . . .	620
dd) Durchsetzung der Transparenzpflichten. . . . .	621
3. Bewertung . . . . .	622
a) Allgemeines . . . . .	622
b) Zu den Transparenzpflichten im Handel. . . . .	624
aa) Aufsichtsrechtliche Zielsetzung: Abgrenzung von gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Publizität. . . . .	625
bb) Eignung: Verbesserung der Entscheidungsgrundlagen der Anleger. . . . .	627
cc) Erforderlichkeit aufgrund Einschätzungsprärogative des Gesetzgebers zu bejahen . . . . .	628
dd) Angemessenheit unter Vorbehalten zu bejahen . . . . .	628
c) Zu den Transparenzpflichten bei aufgrund individueller Beratung vertriebenen Finanzprodukten. . . . .	630
aa) Ziele: Problematischer Wechsel vom Anlegerschutz zum Verbraucherschutz . . . . .	630
bb) Eignung angesichts der Marktentwicklung zu hinterfragen . . . . .	633
cc) Erforderlichkeit: Zielkonflikt zwischen Anleger- und Verbraucherschutz . . . . .	634
dd) Angemessenheit: Zielkonflikt zwischen Wettbewerbs- und Verbraucherschutz nur auf Ebene der echtsanwendung aufzulösen. . . . .	634
aaa) Zielhierarchie: Anlegerschutz nur als Teilaspekt des Schutzes der Systemstabilität relevant . . . . .	635
bbb) Begünstigung einer Beratung von Kleinanlegern zu Standardprodukten mit geringen Rendite- aussichten problematisch. . . . .	636
ccc) Benachteiligung von Anbietern mit vertrauens- basierten Leistungen im Wettbewerb ebenfalls problematisch . . . . .	637
ddd) Weitere problematische Marktwirkungen . . . . .	638
eee) Deutsche Vorschriften verstärken gerade problematische Marktwirkungen. . . . .	639
fff) Aufsichtsbehördliche Durchsetzung der Transparenzpflichten auf ausgewogene Zielverfolgung auszurichten . . . . .	641

d) Zu Überwachung und Durchsetzung . . . . .	642
e) Ausblick: Neue Transparenzrisiken bei Peer-to-peer-Plattformen . . . . .	644
4. Zwischenergebnis . . . . .	644
VIII. Negative transparenzbezogene Vorgaben (Marktmissbrauchsverbote), um ein Unterlaufen des Selbstschutzes im Finanzmarkthandel zu verhindern. . . . .	645
1. Einführung . . . . .	645
2. Relevante Regelungen . . . . .	646
a) Einführung . . . . .	646
b) Internationale Empfehlungen . . . . .	647
c) EU-Recht . . . . .	648
aa) Einführung . . . . .	648
bb) Marktmanipulation. . . . .	651
aaa) Allgemeines. . . . .	651
bbb) Inhalt des Manipulationsverbots . . . . .	652
(i) Tatbestandsvarianten . . . . .	652
(ii) Konkretisierende Fallgruppen . . . . .	653
(iii) Handlungen und Unterlassungen, Verschulden und Versuch . . . . .	654
ccc) Zulässige Marktpraxis . . . . .	655
cc) Insidergeschäfte . . . . .	655
aaa) Insiderinformationen (Einzelheiten) . . . . .	655
bbb) Verbotene Insidergeschäfte . . . . .	658
ccc) Ausnahmen vom Verbot von Insidergeschäften. ddd) Unrechtmäßige Offenlegung und Marktsondierungen . . . . .	659
eee) Veröffentlichung von Insiderinformationen . . . . .	660
fff) Weitere Regelungen und Pflichten. . . . .	661
dd) Pflichten für die Betreiber von Handelssystemen und -plätzen . . . . .	663
ee) Überwachung und Durchsetzung . . . . .	663
ff) Anwendung des Kartellrechts. . . . .	665
aaa) Cornering als Missbrauch einer marktbeherrschenden Stellung? . . . . .	666
bbb) Kollusive Strategien als Kartellverstöße . . . . .	668
d) U.S.-Recht . . . . .	670
aa) Einführung . . . . .	670
bb) Marktmanipulation. . . . .	672
aaa) Marktmanipulation bei von der SEC überwachten Finanzinstrumenten . . . . .	672
bbb) Marktmanipulation bei von der CFTC überwachten Swapkontrakten . . . . .	674
cc) Insidergeschäfte . . . . .	675

aaa)	Marktrelevante Information. . . . .	675
bbb)	Haftungsauslösendes Insiderverhalten . . . . .	676
(i)	Verantwortlicher Insider . . . . .	676
(ii)	Relevante Handelsaktivitäten . . . . .	678
ccc)	Übertragbarkeit auf CFTC-Fälle fraglich . . . . .	678
dd)	Überwachung und Durchsetzung . . . . .	679
aaa)	Befugnisse der SEC. . . . .	679
bbb)	Befugnisse der CFTC . . . . .	680
ccc)	Strafverfolgung bei schweren Verstößen. . . . .	681
ee)	Verstöße nach dem N. Y. Martin Act . . . . .	682
ff)	Anwendung des Kartellrechts. . . . .	683
3.	Bewertung . . . . .	683
a)	Vorbehalt: Hier begrenzte Fragestellung. . . . .	683
b)	Zielgerechtigkeit der Marktmissbrauchsverbote als solcher anzunehmen . . . . .	684
aa)	Beschränkter Anwendungsbereich: Relevanz nur bei Informationsasymmetrien im Handel . . . . .	684
bb)	Einheitliche Rechtsgrundsätze zum Marktmissbrauch? . . . . .	685
c)	Zur Durchsetzung des Marktmissbrauchsrechts . . . . .	688
aa)	Weitgreifende Vorschriften aufgrund von Nachweisproblemen. . . . .	689
bb)	Verfolgung von Abschreckungs- und Ahndungs- zwecken stößt an rechtsstaatliche Grenzen. . . . .	690
aaa)	Eignung fraglich: Sanktionsrelevanz des Marktverhaltens nicht ohne Weiteres erkennbar . . . . .	691
bbb)	Erforderlichkeit fraglich: Bestimmtere Sanktionsdrohungen wohl möglich . . . . .	693
cc)	Aufsichtsrechtliche Zwecke werden erreicht – Beurteilung im Übrigen kann offenbleiben . . . . .	694
d)	Zu den Unsicherheiten bei der Abgrenzung zum Kartellrecht. . . . .	695
4.	Zwischenergebnis . . . . .	696
IX.	Wohlverhaltensvorgaben, um die Wahrung anderer Interessen als der eigenen zu gewährleisten . . . . .	696
1.	Einführung. . . . .	696
2.	Relevante Regelungen . . . . .	698
a)	Betreiber von Finanzmarktinfrastrukturen . . . . .	698
b)	Beteiligte an Wertpapieremissionen und -übernahmen. . . . .	699
c)	Wohlverhaltensregeln für Finanzintermediäre . . . . .	702
aa)	Wohlverhaltenspflichten in Bezug auf die eigene Organisation. . . . .	702
bb)	Wohlverhaltenspflichten im Verhältnis zu Kunden und Kapitalgebern . . . . .	704

aaa) Wohlverhaltenspflichten im Verhältnis zu Kunden .....	704
bbb) Wohlverhaltenspflichten im Verhältnis zu nicht an der konkreten Transaktion beteiligten Kapitalgebern (Hebelgeschäfte) .....	710
cc) Wohlverhaltenspflichten im sonstigen aufsichtsrechtlichen Interesse .....	712
d) Vorgaben zur Vorbeugung gegen die Geschäftsverlagerung in Drittländer und für Drittländanbieter .....	714
3. Bewertung .....	716
a) Allgemeines .....	716
b) Ziele in teilweise problematischer Weise unbestimmt .....	716
c) Wohlverhaltensvorgaben für Betreiber von Finanzmarktinfrastrukturen und für die Beteiligten an Wertpapieremissionen und -übernahmen nicht unverhältnismäßig .....	719
d) Wohlverhaltensregeln für Finanzintermediäre begegnen hingegen Bedenken .....	720
aa) Vorgaben im Verhältnis zu Kunden und Kapitalgebern teilweise sehr weit gehend und kaum durchsetzbar .....	720
aaa) Zu den Vorgaben im Verhältnis zu Kunden .....	720
(i) Eignung zu bejahen, aber Einschränkungen wegen schwieriger Durchsetzbarkeit und begrenzter Differenzierung nach Interessen .....	721
(ii) Erforderlichkeit: Zielkonflikt (erneut) zwischen Anleger- und Verbraucherschutz .....	721
(iii) Angemessenheit: Drohen übermäßiger Markteingriffe – Zielkonflikt zwischen Wettbewerbs- und Verbraucherschutz primärrechtskonform aufzulösen .....	723
bbb) Zu den Vorgaben im Verhältnis zu Kapitalgebern .....	726
bb) Zu den übrigen Wohlverhaltensvorgaben .....	726
e) Zu den Wohlverhaltensvorgaben zur Vorbeugung gegen die Geschäftsverlagerung in Drittländer und für Drittländanbieter .....	727
4. Zwischenergebnis .....	728
X. Steuerrechtliche Lenkungsinstrumente zur Risikoverringerung bzw. -vorbeugung .....	728
1. Einführung .....	728
2. Finanztransaktionssteuer .....	729
a) Internationale Vorgaben .....	729
b) EU-Recht .....	730

aa) Allgemeines . . . . .	730
bb) Der Kommissionsvorschlag von 2013 . . . . .	730
cc) Kompetenzrechtliche Einordnung . . . . .	733
aaa) EU-Recht . . . . .	733
bbb) Deutsches Recht . . . . .	736
(i) Ausgestaltung als Lenkungssteuer zulässig .	736
(ii) Alternative: Ausgestaltung als Sonderabgabe möglich (und sinnvoll)? . . . . .	737
3. Körperschafts- und Abgeltungssteuer . . . . .	739
a) Einführung zur deutschen Rechtslage . . . . .	739
b) Ebene der Gesellschaft (Kapitalgesellschaft) . . . . .	740
c) Ebene der Kapitalanleger . . . . .	740
4. Bewertung . . . . .	743
a) Abgrenzung der Regelungsbereiche . . . . .	744
b) Zielgerechtigkeit, insbesondere Verhältnismäßigkeit . . . . .	744
aa) Bedenken gegen die Einführung einer Finanztransaktionssteuer . . . . .	745
aaa) Eignung zur Verteuerung unerwünschter Finanztransaktionen gegeben, aber Umgehungs- möglichkeiten und Nebenwirkungen. . . . .	745
bbb) Erforderlichkeit angesichts der vorhandenen aufsichtsrechtlichen Instrumente zweifelhaft . . . . .	746
ccc) Angemessenheit verfassungsrechtlich und in Hinblick auf die EU-Binnenmarktentwicklung problematisch . . . . .	747
bb) Bedenken gegen die in Deutschland bestehenden steuerrechtlichen Regelungen (Körperschafts- und Abgeltungssteuer) . . . . .	747
aaa) Möglichkeit zu einer den aufsichtsrechtlichen Rechtsgüterschutz nicht beeinträchtigenden Durchsetzung der Steuerpflicht kaum denkbar . . . . .	748
bbb) Weitere Bedenken aufgrund der in sich nicht stimmigen Ausgestaltung und übermäßigen Komplexität des deutschen Steuersystems . . . . .	749
ccc) Verminderung der Bedenken im Rahmen einer EU-Kapitalmarktunion? . . . . .	749
5. Zwischenergebnis . . . . .	750
C. Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht . . . . .	751
I. Einführung . . . . .	751
II. Kein Verstoß durch Ausrichtung an Marktprinzipien. . . . .	752
1. EU-Ebene . . . . .	752
2. Deutsches Verfassungsrecht. . . . .	753
III. Bedenken mit Blick auf grundlegende Staatsprinzipien und die unionsrechtliche Kompetenzordnung. . . . .	754

1. Verankerung der Finanzaufsicht in der demokratischen Grundordnung . . . . .	754
a) Bedeutung des Demokratieprinzips im EU-Recht und im deutschen Recht . . . . .	755
b) Mögliche Aushöhlung der Kompetenzen des deutschen Gesetzgebers . . . . .	758
2. Verschiebung von Kompetenzen zwischen EU und Mitgliedstaaten und Gewaltenteilung . . . . .	760
3. Dennoch: Keine Verletzung der deutschen Verfassungsidentität . . . . .	765
a) Anwendung des vom Bundesverfassungsgericht definierten Prüfungsmaßstabs . . . . .	765
b) Eigene Stellungnahme . . . . .	769
IV. Entterritorialisierung der Rechtsdurchsetzung . . . . .	771
D. Zusammenfassende Stellungnahme . . . . .	773
I. Bild bei den untersuchten Vorschriften gemischt . . . . .	774
II. Verschiebung in der Kompetenzordnung und Durchsetzungsprobleme infolge von Marktzwängen . . . . .	777
III. Rechtspolitisches Zwischenfazit . . . . .	779
<b>Kap. 6 Marktinterne Selbstregulierung (Bottom-up-Ansatz) . . . . .</b>	<b>781</b>
A. Einführung . . . . .	781
B. Risikomanagement zum individuellen Selbstschutz . . . . .	783
I. Einführung . . . . .	783
II. Abbildung im Bilanzrecht (sog. Hedge Accounting) . . . . .	783
1. Einführung . . . . .	783
2. Bilanzierung nach IFRS . . . . .	785
a) Vorgaben für die Zugangs-/Folgebewertung . . . . .	785
b) Bilanzierung von Grund- und Sicherungsgeschäft . . . . .	787
3. Aufsichtsrechtliche Überlagerung . . . . .	789
III. Ausstrahlungswirkung aufsichtsrechtlicher Compliancevorgaben? . . . . .	790
IV. Aufsichtsrechtliche Relevanz des Risikomanagements . . . . .	793
V. Zwischenergebnis . . . . .	795
C. Modellverträge als bilaterale Risikoregelung . . . . .	796
I. Allgemeines . . . . .	796
1. Umgang der Transaktionspartner mit Risiken . . . . .	796
2. Rechtliche Anerkennung der vertraglichen Gestaltung? . . . . .	797
a) Allgemeines . . . . .	797
b) Derivate als Wettgeschäfte . . . . .	797
c) CDS als unregulierte Versicherungsgeschäfte? . . . . .	801

II. Modellverträge im Finanzbereich (Gegenstände) . . . . .	803
1. Einführung . . . . .	803
2. OTC Netting-Rahmenverträge . . . . .	807
a) ISDA Master Agreements . . . . .	807
aa) Vertragsgegenstand und praktische Relevanz. . . . .	807
bb) Wesentlicher Inhalt der ISDA MA . . . . .	808
aaa) Vertragsstruktur und pflichten . . . . .	808
bbb) Vertragsverletzung und -beendigung. . . . .	810
(i) Kündigungsrechte . . . . .	812
(ii) Beendigungstatbestände . . . . .	814
(iii) Durchführung des Liquidationsnettings. . . . .	815
(iv) Sonstige Folgen von Vertragsverletzungen . . . . .	817
cc) Anwendbares Recht und Gerichtsstand . . . . .	818
b) Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte . . . . .	818
aa) Vertragsgegenstand und praktische Relevanz. . . . .	818
bb) Vertragsstruktur und wesentlicher Inhalt . . . . .	819
cc) Anwendbares Recht und Gerichtsstand . . . . .	821
3. Ergänzende Rahmenverträge für zentral gelearnte Derivate . . . . .	821
a) Einführung . . . . .	821
b) ISDA/FIA Client Cleared OTC Derivatives Addendum . . . . .	823
aa) Vertragsgegenstand und praktische Relevanz. . . . .	823
bb) Wesentlicher Inhalt des CCDA. . . . .	824
aaa) Vertragsstruktur und -pflichten . . . . .	824
bbb) Vertragsverletzung und -beendigung. . . . .	826
(i) Kündigungsrechte . . . . .	827
(ii) Beendigungstatbestände . . . . .	828
(iii) Durchführung des Liquidationsnettings. . . . .	829
cc) Anwendbares Recht und Gerichtsstand . . . . .	830
c) FIA/ISDA Cleared Derivatives Execution Agreement . . . . .	830
aa) Vertragsgegenstand und praktische Relevanz. . . . .	830
bb) Vertragsstruktur und wesentlicher Inhalt des CDEA . . . . .	830
cc) Vertragsverletzung und -beendigung . . . . .	831
dd) Anwendbares Recht und Gerichtsstand . . . . .	832
d) Deutsche Clearing-Rahmenvereinbarung. . . . .	832
aa) Vertragsgegenstand und praktische Relevanz. . . . .	832
bb) Wesentlicher Inhalt der DCRV . . . . .	833
aaa) Vertragsstruktur und -pflichten . . . . .	833
bbb) Vertragsverletzung und -beendigung. . . . .	834
cc) Anwendbares Recht und Gerichtsstand . . . . .	835
4. Rahmenverträge für zeitweilige Wertpapierüberlassungen . . . . .	835
a) Einführung . . . . .	835
b) ICMA und ISLA Master Agreements . . . . .	836
aa) Vertragsgegenstand und praktische Relevanz. . . . .	836
bb) Wesentlicher Inhalt der GMRA . . . . .	838

aaa)	Vertragsstruktur und -pflichten . . . . .	838
bbb)	Vertragsverletzung und -beendigung . . . . .	841
(i)	Beendigung des Rahmenvertrags . . . . .	842
(ii)	Beendigung von Einzelgeschäften . . . . .	844
(iii)	Sonstige Folgen von Vertragsverletzungen . . . . .	845
cc)	Wesentlicher Inhalt des GMSLA . . . . .	845
aaa)	Vertragsstruktur und -pflichten . . . . .	845
bbb)	Vertragsverletzung und -beendigung . . . . .	849
(i)	Beendigung des Rahmenvertrags . . . . .	849
(ii)	Beendigung von Einzelgeschäften . . . . .	850
(iii)	Sonstige Folgen von Vertragsverletzungen . . . . .	851
dd)	Anwendbares Recht und Gerichtsstand . . . . .	851
c)	Deutsche Rahmenverträge für Wertpapierpensions- geschäfte und -darlehen . . . . .	851
aa)	Vertragsgegenstand und praktische Relevanz . . . . .	852
bb)	Vertragsstruktur und wesentlicher Inhalt . . . . .	852
cc)	Anwendbares Recht und Gerichtsstand . . . . .	855
5.	Zusammenspiel verschiedener Vertragsregelungen . . . . .	855
6.	Zwischenergebnis . . . . .	856
III.	Aufsichtsrechtliche Relevanz der Modellverträge . . . . .	857
1.	Einführung . . . . .	857
2.	Weite Freiräume bis zur Finanzkrise . . . . .	858
3.	Modellverträge im gegenwärtigen System staatlicher Gefahrenabwehr . . . . .	859
a)	Rechtspolitische Entscheidung zur Zulässigkeit der Selbstregulierung . . . . .	859
b)	Beitrag zur Risikoverminderung im bilateralen Verhältnis . . . . .	860
c)	Auswirkungen im aufsichtsrechtlichen Regelungssystem . . . . .	861
aa)	Bedeutung der Standardisierung . . . . .	861
bb)	Förderung von Verflechtung . . . . .	862
cc)	Auswirkungen auf das Risiko für Dritte . . . . .	863
dd)	Auswirkungen abhängig vom Vertragsgegenstand . . . . .	864
aaa)	OTC Netting-Rahmenverträge . . . . .	864
bbb)	Ergänzende Rahmenverträge für zentral geclearte Derivate . . . . .	865
ccc)	Rahmenverträge für zeitweilige Wertpapierüberlassungen . . . . .	865
(i)	Bedenken des Finanzstabilitätsrats . . . . .	865
(ii)	Stellungnahme . . . . .	866
4.	Modellverträge als aufsichtsrechtsfremde Regelungen . . . . .	867
a)	Einführung . . . . .	867
b)	Modellverträge als Rechtsquelle? . . . . .	869
aa)	Allgemeines . . . . .	869

bb) Modellverträge als Transnational Private Regulation (TPR) . . . . .	871
aaa) Einführung . . . . .	871
bbb) Recht als marktfähiges Produkt . . . . .	871
ccc) Komplementarität von TPR und staatlichem Recht . . . . .	872
(i) Inhaltliche Ergänzung staatlicher Regeln durch TPR . . . . .	872
(ii) Staatlich sichergestellte Verbindlichkeit und Durchsetzung von TPR . . . . .	873
cc) Modellverträge als Beleg für eine Lex Mercatoria . . . . .	873
aaa) Einführung . . . . .	873
bbb) Eingrenzung des Regelungsgegenstands . . . . .	874
ccc) Verbindlichkeit und Durchsetzung . . . . .	874
(i) Allgemeines . . . . .	874
(ii) Systemtheoretischer Ansatz . . . . .	875
(iii) Funktionaler Ansatz . . . . .	876
dd) Stellungnahme . . . . .	877
aaa) Keine aufsichtsrechtliche Bedeutung der Selbstregulierungstheorien . . . . .	877
bbb) Staat als Regulierer und als Marktteilnehmer . . . . .	881
ccc) Aufsichtsrechtliche Funktion des Zusammenwirkens mit den Marktteilnehmern . . . . .	882
(i) Allgemeines . . . . .	882
(ii) Modellverträge als Alternativinstrument zur Gefahrenverminderung . . . . .	882
(iii) Zur Durchsetzung der modellvertraglichen Regelungen . . . . .	884
c) Auslegungsgrundsätze . . . . .	886
aa) Auslegung durch ISDA Determinations Committees u. Ä. . . . .	886
bb) Auslegung durch staatliche Behörden und Gerichte . . . . .	888
d) Unklarheiten bei der zivilrechtlichen Beurteilung der Modellverträge . . . . .	889
aa) Aufsichtsrechtliche Bedeutung einer uneinheitlichen gerichtlichen Auslegung . . . . .	889
bb) Zulässigkeit einer behördlichen „Korrektur“ der gerichtlichen Entscheidung? . . . . .	893
5. Zwischenergebnis . . . . .	895
IV. Rolle der privaten Regulierungsinstitutionen . . . . .	896
1. Einführung . . . . .	896
2. Aufsichtsrechtliche Ambivalenz . . . . .	897
3. Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht . . . . .	898
a) Einführung . . . . .	898

b) Frage 1: Können sich Finanzmarktteilnehmer wirksam der Staatsgewalt entziehen? . . . . .	899
aa) Einführung . . . . .	899
bb) Europäischer Rahmen für die internationale Handelspolitik . . . . .	900
cc) Deutsches Verfassungsrecht . . . . .	901
aaa) Eingrenzung der sich stellenden Probleme . . . . .	901
bbb) Rechtsstaats- und Demokratieprinzip (Art. 20 GG) . . . . .	902
ccc) Rechtsschutzgarantien (Art. 19 Abs. 4, 101 Abs. 1 S. 2 GG) . . . . .	903
dd) Zwischenergebnis . . . . .	905
c) Frage 2: Ist eine Selbstregulierung hinzunehmen, die Interessen Dritter oder des Staates beeinträchtigt? . . . . .	906
aa) Einführung . . . . .	906
bb) Europäische Wettbewerbsregeln . . . . .	906
aaa) Allgemeines . . . . .	906
bbb) Risiko wettbewerbsbeschränkender Verhaltensabstimmungen . . . . .	907
(i) Austausch und Nutzung geschäftsstrategischer Informationen . . . . .	908
(ii) Koordinierte Ausübung von Marktmacht . . . . .	909
(iii) Koordinierte Risikoakkumulation . . . . .	910
ccc) Verletzung wettbewerbsbezogener staatlicher Pflichten? . . . . .	911
cc) Deutsches Verfassungsrecht . . . . .	913
aaa) Ansprüche auf Schutz vor Systemgefährdungen? . . . . .	913
(i) Kein Anspruch auf gesetzgeberisches Tätigwerden . . . . .	913
(ii) Anspruch auf behördliche Maßnahmen bei Gefahr . . . . .	915
bbb) Gleichheitsgrundsatz (Art. 3 Abs. 1 GG) . . . . .	916
dd) Zwischenergebnis . . . . .	917
D. Zivilgerichtliche Durchsetzung des Aufsichtsrechts . . . . .	917
I. Einführung . . . . .	917
II. EU-Recht/Deutsches Recht . . . . .	918
1. Verletzung von Vertragspflichten mit aufsichtsrechtlichem Bezug . . . . .	919
a) Eingrenzung der sich stellenden Probleme . . . . .	919
aa) Aufsichtsrechtliche Erweiterung vertraglicher Verhaltenspflichten? . . . . .	920
aaa) Ausstrahlungswirkung des Aufsichtsrechts . . . . .	921

bbb) Theorie von der Doppelnatur des Aufsichtsrechts . . . . .	921
ccc) Zuordnung der Verhaltenspflichten zum Privatrecht . . . . .	922
ddd) Zur Position der Rechtsprechung . . . . .	922
bb) Verstöße gegen Pflichten aus Beratungsvertrag . . . . .	923
2. Aufsichtsrechtliche Anspruchsgrundlagen . . . . .	925
3. Aufsichtsrechtliche Schutznormen i. V. m. § 823 Abs. 2 BGB . . . . .	928
a) Allgemeines . . . . .	928
b) Bestehende Rechtslage . . . . .	929
aa) EU-rechtliche Vorgaben . . . . .	929
aaa) Allgemeines . . . . .	929
bbb) Vorschriften des institutionellen Aufsichtsrechts	930
ccc) Marktbezogene Vorschriften . . . . .	931
bb) Deutsches Recht . . . . .	932
aaa) Position der Rechtsprechung . . . . .	933
bbb) Kritik des Schrifttums . . . . .	935
ccc) Keine Stellungnahme erforderlich . . . . .	936
cc) Aufsichtsbehördliche Entscheidungen (insb. Produktverbote) . . . . .	936
4. Vorsätzliche sittenwidrige Schädigung gemäß § 826 BGB . . . . .	938
5. Notwendige Erweiterung der privaten Haftung? . . . . .	940
6. Zur Durchsetzung im Kollektivrechtsschutz . . . . .	941
III. U.S.-Recht . . . . .	942
1. Einführung . . . . .	942
2. Pflichtverletzungen in Bezug auf Registrierungen und Prospekte . . . . .	944
3. Pflichtverletzungen im Handel . . . . .	945
a) Fehlerhafte Angaben in einem bei der SEC einzureichenden Dokument . . . . .	945
b) Betrügerisches Verhalten im Handel (Rule 10b-5) . . . . .	945
aa) Verbindung zu Kauf oder Verkauf . . . . .	946
bb) Veranlassungszusammenhang (reliance) . . . . .	947
aaa) Handel in effizienten Märkten: fraud-on-the-market theory . . . . .	947
bbb) Außerhalb effizienter Märkte: fraud-created-the-market theory? . . . . .	948
cc) Weitere Voraussetzungen für eine Haftung . . . . .	948
dd) Verteidigungsmöglichkeiten . . . . .	949
ee) Rechtsfolgen (insb. Schadensumfang) . . . . .	949
c) Betrügerisches Verhalten im Sinne des Securities Act . . . . .	950
4. Haftung bei Treue- und Beratungspflichtverletzungen . . . . .	950
5. Haftung bei Warenderivate-Kontrakten . . . . .	952
6. Ansprüche nach dem N.Y. Martin Act . . . . .	952

7. Zur Durchsetzung über Sammelklagen . . . . .	953
IV. Aufsichtsrechtliche Relevanz zivilgerichtlicher Verfahren . . . . .	953
1. Einführung . . . . .	953
2. Schadenersatz bei Informationspflichtverletzungen . . . . .	954
3. Schadenersatz für Kapitalgeber bei Hebelgeschäften? . . . . .	956
V. Zwischenergebnis. . . . .	957
E. Zusammenfassende Stellungnahme . . . . .	958
I. Zur Wechselbezüglichkeit von Aufsichtsrecht und Selbstregulierung . . . . .	959
II. Rechtsgüterschutz und Marktmechanismen in Übereinstimmung zu bringen . . . . .	960
<b>Kap. 7 Funktionale Regulierung bei innovativen Finanzinstrumenten . . . . .</b>	<b>963</b>
A. Einführung . . . . .	963
B. Was sind „innovative“ Finanzinstrumente? . . . . .	964
I. Einführung . . . . .	964
II. Ökonomische Sicht . . . . .	964
1. Grundsätzlich offenes Begriffsverständnis . . . . .	965
2. Unterscheidung zwischen nachfrage- und angebotsgetriebenen Innovationen. . . . .	968
3. Relevanz für Dritte . . . . .	971
III. Rechtliche Sicht . . . . .	972
1. Privatrecht . . . . .	972
2. Öffentliches Recht . . . . .	974
C. Gesetzgebung zu Gefahrenvorsorge und -abwehr . . . . .	976
I. Einführung . . . . .	976
II. Regulierungsumgehung als aufsichtsrechtliches Problem . . . . .	979
1. Allgemeines . . . . .	979
2. Auswirkungen auf Risiken im bilateralen Verhältnis (Risikoverteilung) . . . . .	980
3. Auswirkung auf Risiken für Dritte (Risikokanalisation) . . . . .	980
4. Beitrag zu aufsichtsrechtlichen Gefahren . . . . .	981
III. Umfang der aufsichtsrechtlichen Erfassung . . . . .	982
IV. Zusammenspiel mit der Selbstregulierung . . . . .	983
1. Allgemeines . . . . .	983
2. Abdeckung durch Selbstregulierung zu erwarten? . . . . .	983
3. Wirkt Selbstregulierung gefahrminierend oder -erhöhend? . . . . .	984
V. Rechtsfolgen eines Gefahrenbeitrags: Eingrenzung des gesetzgeberischen Wertungs- und Gestaltungsspielraums . . . . .	986
1. Einführung . . . . .	986

2. Problem: Regulierung einer sich dieser entziehenden Marktentwicklung . . . . .	987
3. Bedenken gegen einen prinzipienbasierten Regulierungsansatz . . . . .	988
4. Regulierung auf Basis eines ordnungsrechtlichen Ansatzes . .	989
a) Allgemeines . . . . .	989
b) Vorgaben des höherrangigen Rechts . . . . .	991
c) Einbettung in die ordnungsrechtlichen Kategorien von Gefahrenvorsorge und -abwehr . . . . .	993
aa) Allgemeines . . . . .	993
bb) Gefahrenvorsorge . . . . .	994
aaa) Allgemeines . . . . .	994
bbb) Maßnahmen bei Umgehung des Anwendungsbereichs der bestehenden aufsichtsrechtlichen Regulierung . . . . .	995
ccc) Maßnahmen bei Finanzinnovationen, mit denen die Marktteilnehmer sich von einzelnen Rechtsordnungen unabhängig machen . . . . .	995
cc) Gefahrerforschung . . . . .	997
dd) Gefahrenabwehr . . . . .	998
5. Einbeziehung der Selbstregulierung . . . . .	999
a) Allgemeines . . . . .	999
b) Verhältnismäßige Alternative zu einer rein staatlicher Regulierung? . . . . .	1001
aa) Geeignetheit aufgrund Verbesserung der Gefahrenvorsorge und -abwehr . . . . .	1001
bb) Erforderlichkeit mangels gleichwertiger Alternativen zu bejahen . . . . .	1003
cc) Angemessenheit unter Vorbehalten zu bejahen . . . . .	1003
c) Vereinbarkeit mit sonstigem höherrangigem Recht . . . . .	1004
aa) Allgemeines . . . . .	1004
bb) Keine zwingend entgegenstehenden Vorgaben des EU-Rechts . . . . .	1005
cc) Funktionsvorbehalt zugunsten der Verwaltung (Art. 33 Abs. 4 GG)? . . . . .	1005
dd) Vorbehalt einer demokratisch-gesetzlichen Ausgestaltung? . . . . .	1006
ee) Grenzen durch das Gebot der Rechtsklarheit . . . . .	1006
ff) Grenzen aufgrund der Grundrechte der durch die Selbstregulierung Betroffenen . . . . .	1007
D. Behördliche Maßnahmen zur Durchsetzung und Weiterentwicklung des Aufsichtsrechts . . . . .	1008
I. Einleitung . . . . .	1008
II. Gefahrenvorsorge (Unterstützung der Gesetzgebung) . . . . .	1008

III. Gefahrerforschung . . . . .	1009
IV. Gefahrenabwehr . . . . .	1011
E. Weitergehende Empfehlungen . . . . .	1012
I. Einführung . . . . .	1012
II. FSB-Werkzeugkasten für Schattenbankgeschäfte . . . . .	1012
III. Zur Rolle des zivilgerichtlichen Rechtsschutzes . . . . .	1016
F. Zusammenfassung . . . . .	1017
G. Anwendung in einem Beispielfall . . . . .	1020
I. Identifizierung der aufsichtsrechtlichen Problemfelder . . . . .	1021
II. Auswahl relevanter Instrumente aus dem regulatorischen Werkzeugkasten . . . . .	1024
1. Erwerb der Wandelanleihe . . . . .	1024
2. Aufnahme eines Finanzierungskredits . . . . .	1024
3. Absicherungstransaktionen (CDS/Zinsswap) . . . . .	1024
4. Verkauf einer Calloption . . . . .	1027
5. Alternative: Synthetisches Geschäft . . . . .	1027
III. Zwischenbehördlicher Informationsaustausch . . . . .	1029
1. Informationsaustausch zum Marktumfeld und zum Arbitragegeschäft in seiner Gesamtheit . . . . .	1029
2. Informationsaustausch zu den Einzeltransaktionen des Arbitragegeschäfts . . . . .	1030
IV. Ergebnis: Keine Lösung des Problems der Risikoverkettung – Empfehlungen . . . . .	1031
<b>Kap. 8 Fazit und Ausblick . . . . .</b>	<b>1033</b>
Abkürzungsverzeichnis . . . . .	1041
Literaturverzeichnis . . . . .	1053
Stichwortverzeichnis . . . . .	1155