

ANDREAS KERKEMEYER

Möglichkeiten und
Grenzen bei der
Regulierung von Derivaten

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
44*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

44



Andreas Kerkemeyer

Möglichkeiten und Grenzen bei der Regulierung von Derivaten

Eine Untersuchung zur Kapitalverkehrs- und
Dienstleistungsfreiheit

Mohr Siebeck

Andreas Kerkemeyer, geboren 1985; Studium der Rechtswissenschaften in Osnabrück, Straßburg und Berlin (FU); 2011 Erste juristische Prüfung in Berlin; 2011–2013 Rechtsreferendariat in Berlin; 2013 Zweite juristische Staatsprüfung am Kammergericht; seit 2016 wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Bucerius Law School, Hamburg.

ISBN 978-3-16-155599-2 / eISBN 978-3-16-156171-9
DOI 10.1628/978-3-16-156171-9

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

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 Ida und Emil

Vorwort

Die vorliegende Arbeit ist im Sommersemester 2017 von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Bielefeld als Dissertation angenommen worden. Die Disputation fand am 8. Mai 2017 statt. Für die Veröffentlichung ist die Arbeit aktualisiert und an einigen Stellen leicht gestrafft worden. Rechtsprechung und Literatur befinden sich auf dem Stand von Oktober 2017. Vereinzelt konnte auch noch danach erschienene Literatur berücksichtigt werden.

Mein erster Dank gilt meinem Doktorvater, Prof. Dr. Andreas Fisahn, der es mir ermöglicht hat, „extern“ an seinem Lehrstuhl zu promovieren. Er hat mir nicht nur bei der Auswahl des Themas tatkräftig geholfen, sondern war mir stets ein zuverlässiger und kritischer Gesprächspartner. Prof. Dr. Christoph Gusy danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Den Herausgebern der *Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer, Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Karsten Schmidt und Prof. Dr. Rüdiger Veil, danke ich herzlich für die freundliche Aufnahme dieser Arbeit in die Schriftenreihe. Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer danke ich darüber hinaus für die sehr produktive und angenehme Zeit, in der ich während der Anfertigung der Promotionsschrift als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl an der Bucerius Law School tätig war.

Während der Erstellung dieser Arbeit war ich Stipendiat der Rosa-Luxemburg-Stiftung. Die Stiftung hat darüber hinaus die Veröffentlichung der Arbeit mit einem Druckkostenzuschuss gefördert. Für beides bin ich dankbar.

Die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung hat für die Veröffentlichung der Arbeit einen äußerst großzügigen Druckkostenzuschuss gewährt. Hierfür danke ich herzlich.

Die Arbeit hat immens vom wissenschaftlichen Austausch mit vielen Kolleginnen und Kollegen, Freundinnen und Freunden profitiert. Für zahllose wissenschaftliche Gespräche danke ich Johan Horst, LL.M. (Georgetown). Für wichtige Anmerkungen und Korrekturen zu einem Großteil des Manuskripts danke ich Dr. Gerd Giesen, PD Dr. Christian Ernst, Dr. Johanna Croon-Gestefeld, LL.M. (EUI), Rechtsanwalt Andreas Haas, LL.B., Jan-Philipp Redder und Alina Winter, LL.B. danke ich für die kollegiale Zusammenarbeit an der Bucerius Law School und viele fachliche Gespräche. Außerdem danke ich der Berliner „Stabi-Runde“, die stets dafür sorgte, dass ich nicht in der Bibliothek vereinsamte.

Meinen Eltern, Dr. Sabine Lange, Hartmut Lange und Stefan Kerkemeyer, danke ich für die jahrelange und stets vollumfängliche Unterstützung in allen Lebenslagen und Lebensbereichen. Meiner Mutter danke ich darüber hinaus dafür, dass sie das Manuskript dieser Arbeit lektoriert hat. Es versteht sich von selbst, dass alle verbliebenen Fehler und Ungenauigkeiten ausschließlich meine eigenen sind.

Mein größtes Dankeschön gilt meiner Partnerin Marie und unseren Kindern Ida und Emil. Ohne sie wäre die Zeit, in der ich an der Promotionschrift gearbeitet habe, bei weitem nicht so angenehm und erlebnisreich gewesen. Ida und Emil ist die Arbeit gewidmet.

Hamburg, im Dezember 2017

Andreas Kerkemeyer

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1: Einleitung.....	1
A. <i>Problemstellung</i>	1
B. <i>Methodisches Vorgehen</i>	8
I. Interdisziplinarität.....	8
II. Rezeption der EuGH-Rechtsprechung	11
C. <i>Gang der Untersuchung</i>	14
Kapitel 2: Regulierungsbedürftigkeit von Derivaten	17
A. <i>Aufbau und Funktionsweise von Derivaten</i>	19
I. Zeitliches Auseinanderfallen von Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft	19
II. Die Grundformen von Derivaten	22
1. Forwards und Futures (Festgeschäfte).....	22
2. Swaps	24
3. Optionen.....	25
III. Die rechtsdogmatische Einordnung von Derivaten	26
1. Durch die Rechtsprechung	27
2. Durch die Literatur	34
3. Zusammenfassung und Bewertung der Diskussion.....	37
IV. Gesetzliche Definitionen von Derivaten.....	38
1. Legaldefinitionen im Unionsrecht.....	38
2. Legaldefinitionen im KWG und WpHG	40
V. Strategien bei der Nutzung von Derivaten.....	43
1. Hedging	43
2. Spekulation.....	44
3. Arbitrage	45

<i>B. Aktuelle Relevanz von Derivaten für Kapitalmarktakteure</i>	47
I. Der Derivatemarkt als Teil des Kapitalmarktes	47
II. Volumen des Derivatemarktes	48
III. Struktur des Derivatemarktes	49
IV. Strukturelle Gründe für das Wachstum des Derivatemarktes	51
1. Der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems	52
2. Vertragliche Standardisierungen durch Rahmenverträge	54
3. Fortschritte in der Finanzmathematik	55
4. Deregulierungen	56
V. Vorteile von Derivaten für ihre Verwender	57
<i>C. Die Rolle von Derivaten in historischen Wirtschaftskrisen</i>	59
I. Die Tulpenmanie 1637 in den Niederlanden	59
II. Die Große Depression	63
III. Die Finanz- und Wirtschaftskrise	64
IV. Lehren aus den historischen Wirtschaftskrisen für die Regulierung von Derivaten?	69
<i>D. Strukturelle Risiken von Derivaten</i>	70
I. Risiken von Derivaten für ihre Verwender	72
II. Theorien der Kapitalmärkte	75
1. Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	75
a) Eigennutz	79
b) Zumindest relativ stabile Präferenzen	80
c) (Subjective) Expected Utility Theory	82
d) Rational Expectations Theory	83
e) Bayes' Gesetz	85
2. Behavioral Finance	85
a) Urteilsverzerrungen und Heuristiken	87
b) Limits of Arbitrage	90
c) Bewertung des Behavioral Finance-Ansatzes	91
3. Minskys Hypothese der finanziellen Instabilität	92
4. Allgemeine Kritiken an den Annahmen der Neoklassik	95
5. Zusammenfassung der Diskussion	100
III. Spekulation und Hedging	101
1. Das Risikotransfermodell	101
2. Spekulation als Informationsarbitrage	104
3. Theorie heterogener Erwartungen	106
4. Spekulation und Behavioral Finance	110
5. Diskussion der Ansätze	113
IV. Hebeleffekte und der Leverage-Cycle	114

V. Auswirkungen von Derivaten auf das systemische Risiko117

1. Erhöhung des systemischen Risikos durch Derivate?118

2. Verringerung der strukturellen Risiken durch Risikomin-
derungstechniken?.....122

 a) Close-out Netting (Liquidationsnetting).....123

 b) Collateral (Kollateralisierung)131

3. Zwischenergebnisse134

VI. Steigende Volatilität der Basiswerte durch Derivate?135

VII. Übermäßiger Anstieg der Basiswerte durch Derivate?138

E. Zusammenfassung der Diskussion und Ausblick auf
Regulierungsstrategien140

**Kapitel 3: Auf welcher politischen Ebene sollten Regulierungen
von Derivaten erlassen werden?.....143**

A. Der Multi-Level Governance-Ansatz145

 I. Zentrale Aussagen des Multi-Level Governance-Ansatzes145

 II. Kritiken am Multi-Level Governance-Ansatz.....150

B. „Anwendung“ des Multi-Level Governance-Ansatzes auf den Bereich
der Kapitalmarktregulierung151

 I. Regulierungsgegenstand Kapitalmärkte.....152

 II. Multi-Level Kapitalmarktgovernance in der EU153

 III. Die Bedeutung internationaler Standardsetzer für die Regulierung
der Kapitalmärkte155

C. Schlussfolgerungen für die Regulierung von Derivaten160

**Kapitel 4: Unionsrechtlicher Rahmen für Regulierungen von
Derivaten.....163**

A. Kapitalverkehrsfreiheit165

 I. Genese der Bestimmung165

 II. Normzweck.....168

 III. Anwendungsbereich171

 1. Sachlicher Anwendungsbereich171

 a) Begriff des Kapitalverkehrs171

 b) „Grenzüberschreitendes Element“176

2. Räumlicher Anwendungsbereich	177
3. Persönlicher Anwendungsbereich	178
4. Verpflichtungsadressaten	180
IV. Beschränkung	182
1. Allgemeiner Beschränkungs begriff.....	182
2. Ausnahme vom Beschränkungs begriff analog der Keck-Rechtsprechung?.....	185
V. Rechtfertigung	192
1. Rechtfertigung nach dem AEU-Vertrag	192
a) Rechtfertigung nach Art. 64 AEUV	192
aa) Rechtfertigung nach Art. 64 Abs. 1 AEUV	192
bb) Rechtfertigung nach Art. 64 Abs. 2 AEUV	195
cc) Rechtfertigung nach Art. 64 Abs. 3 AEUV	196
b) Rechtfertigung nach Art. 65 AEUV	198
c) Rechtfertigung nach Art. 66 AEUV	200
2. Rechtfertigung aufgrund von „zwingenden Erfordernissen des Allgemeininteresses“	200
<i>B. Dienstleistungsfreiheit</i>	<i>204</i>
I. Normzweck.....	205
II. Anwendungsbereich.....	205
1. Sachlicher Anwendungsbereich	205
2. Räumlicher und persönlicher Anwendungsbereich	209
3. Verpflichtungsadressaten	210
III. Beschränkung	210
IV. Rechtfertigung	212
1. Rechtfertigungen nach dem AEU-Vertrag	212
a) Rechtfertigung nach Art. 62, 51 Abs. 1 AEUV	212
b) Rechtfertigung nach Art. 62, 52 Abs. 1 AEUV	212
2. Rechtfertigung aufgrund von „zwingenden Erfordernissen des Allgemeininteresses“	213
<i>C. Abgrenzung zwischen Kapitalverkehrs- und Dienstleistungsfreiheit.....</i>	<i>215</i>
I. Abgrenzung anhand der Norm oder des Lebenssachverhalts?.....	216
II. Exklusivitätsverhältnis oder parallele Anwendbarkeit von Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit?.....	218
III. Abgrenzung in Drittstaatenkonstellationen?.....	221
1. Unterschiedliche Abgrenzung in Drittstaatenkonstellationen?.....	222
2. Stellungnahme	224
<i>D. „Europäischer Pass“</i>	<i>226</i>

I. Genese.....	227
II. Herkunftslandprinzip	228
III. Folgen für die Regulierungsdiskussion.....	231
Kapitel 5: Regulierungsmöglichkeiten.....	233
A. Ziele von Kapitalmarktregulierungen.....	233
B. Einführung einer Clearingpflicht für außerbörsliche Derivate	235
C. Eigenkapitalanforderungen	242
D. Erhebung von Steuern auf Derivate	251
I. Finanztransaktionssteuern.....	252
II. Finanzaktivitätssteuern	256
E. Verbot von Derivaten auf bestimmte Basiswerte	257
I. „Öffentliches Gut“ – eine wirtschaftswissenschaftliche Diskussion....	258
II. Vorzüge von Verboten von Derivaten auf bestimmte Basiswerte	260
Kapitel 6: Bestehende Regulierungen von Derivaten im Unionsrecht	263
A. Die Struktur der europäischen Kapitalmarktaufsicht	263
I. Das Europäische System der Finanzaufsicht	263
1. Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden.....	265
a) Aufgaben der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden	265
b) Befugnisse der Europäischen Aufsichtsbehörden.....	266
aa) Mitwirkungsbefugnisse bei der Normkonkretisierung.....	266
bb) Aufsichtsrechte der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden.....	269
2. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken	271
II. Die Europäische Bankenunion.....	272
B. EMIR	274
I. Clearingpflicht für außerbörsliche Derivate.....	275
II. Anforderungen an zentrale Gegenparteien.....	278
III. Meldepflicht gegenüber Transaktionsregistern.....	280

IV. Risikominderungstechniken für nicht „geclearte“ Derivate	281
V. Kritische Würdigung des Rechtsaktes	282
<i>C. CRD IV-Paket</i>	283
I. CRR	284
1. Allgemeine Kapitalunterlegungspflicht für nicht „geclearte“ Derivate	285
2. Eigenkapitalanforderungen für über eine zentrale Gegenpartei „geclearte“ Derivate	287
3. Einführung einer Verschuldungsquote (Leverage Ratio)	289
II. Kritische Würdigung des CRD IV-Paketes	290
<i>D. MiFID II</i>	292
I. Nettopositionslimits für Warenderivate	293
II. Positionsmanagementkontrollen	296
III. Positionsmeldepflichten für Warenderivate	297
IV. Kritische Würdigung der Regulierungen von Derivaten in der MiFID II	298
<i>E. MiFIR</i>	299
I. Produktintervention durch die zuständigen Behörden der Mitgliedsstaaten	299
II. Befugnisse zur vorübergehenden Produktintervention seitens der ESMA/EBA	300
III. Kritische Würdigung der Regulierungen von Derivaten in der MiFIR	302
<i>F. SSR</i>	303
I. Risiken von Leerverkäufen für die Finanzstabilität	303
II. Zentrale Regelungen der SSR	305
1. Melde- und Offenlegungspflichten für ungedeckte Leerverkäufe und ungedeckten CDSs auf öffentliche Schuldtitel	305
2. Beschränkungen von bestimmten ungedeckten Leerverkäufen	306
3. Beschränkungen von ungedeckten CDSs auf öffentliche Schuldtitel	307
4. Verbotsbefugnisse der zuständigen Behörden und der ESMA	308
III. Kritische Würdigung des Rechtsaktes	309

Kapitel 7: Vereinbarkeit der erörterten Regulierungsmodelle mit Unionsrecht.....	313
A. Einführung einer Clearingpflicht	314
I. Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit	314
1. Eröffnung des Anwendungsbereichs	314
a) Sachlicher Anwendungsbereich.....	314
b) Räumlicher Anwendungsbereich	317
c) Persönlicher Anwendungsbereich	317
2. Beschränkung	318
a) Allgemeiner Beschränkungs begriff	318
b) Ausnahme analog der Keck-Rechtsprechung?	319
3. Rechtfertigung	320
a) Rechtfertigung nach dem AEU-Vertrag	320
b) Rechtfertigung aufgrund von „zwingenden Erfordernissen des Allgemeininteresses“	322
4. Zwischenergebnis	323
II. Vereinbarkeit mit der Dienstleistungsfreiheit	323
1. Eröffnung des Anwendungsbereichs	323
a) Sachlicher Anwendungsbereich.....	323
b) Räumlicher und persönlicher Anwendungsbereich	324
2. Beschränkung	325
3. Rechtfertigung	325
a) Rechtfertigung nach dem AEU-Vertrag	326
b) Rechtfertigung aufgrund von „zwingenden Erfordernissen des Allgemeininteresses“	326
4. Zwischenergebnis	327
III. Konkurrenzen und Ergebnis	327
B. Festlegung von Eigenkapitalquoten für Derivate	328
I. Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit	328
1. Eröffnung des Anwendungsbereichs	328
2. Beschränkung	329
3. Rechtfertigung	330
II. Vereinbarkeit mit der Dienstleistungsfreiheit	331
1. Eröffnung des Anwendungsbereichs	332
2. Beschränkung	332
3. Rechtfertigung	333
III. Konkurrenzen und Ergebnis	334

<i>C. Erhebung von Finanztransaktionssteuern auf Derivate</i>	334
I. Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit	334
1. Eröffnung des Anwendungsbereichs	334
2. Beschränkung	335
3. Rechtfertigung	335
II. Vereinbarkeit mit der Dienstleistungsfreiheit	337
1. Eröffnung des Anwendungsbereichs	337
2. Beschränkung	337
3. Rechtfertigung	338
III. Konkurrenzen und Ergebnis	338
<i>D. Verbot von Derivaten auf bestimmte Basiswerte</i>	339
I. Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit	339
1. Eröffnung des Anwendungsbereichs	339
2. Beschränkung	339
3. Rechtfertigung	341
II. Vereinbarkeit mit der Dienstleistungsfreiheit	342
1. Eröffnung des Anwendungsbereichs	342
2. Beschränkung	342
3. Rechtfertigung	343
III. Konkurrenzen	343
<i>E. Zusammenfassung der Ergebnisse</i>	343
Kapitel 8: Zusammenfassung der zentralen Ergebnisse der Arbeit	345
Literaturverzeichnis	355
Sachregister	387

Abkürzungsverzeichnis

a.A./A.A.	anderer Ansicht
AAA	Triple A (höchste Bonitätsnote)
a.a.O.	am angegebenen Ort
abgedr. in	abgedruckt in
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
Abt.	Abteilung
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Zeitschrift)
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AIG	American International Group
Anm. z.	Anmerkung zu
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
AVR	Archiv des Völkerrechts (Zeitschrift)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
bearb. v.	bearbeitet von
begr. v.	begründet von
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BNP Paribas	Banque National de Paris Paribas
BörsG	Börsengesetz
BR-Drs.	Drucksache des Deutschen Bundesrats
BRICS	Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika
BT-Drs.	Drucksache des Deutschen Bundestags
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
CBOE	Chicago Board Options Exchange
CCP	Central Counterparty
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDS	Credit Default Swap
CDO	Collateralized Debt Obligation
CEA	Commodity Exchange Act
CEPR	Centre for Economic Policy Research

CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CGFS	Committee on the Global Financial System
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems
CRD IV	Capital Requirements Directive IV
CRR	Capital Requirements Regulation
CVA	Credit Valuation Adjustment
DAX	Deutscher Aktienindex
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
dies.	dieselbe/dieselben
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung (Zeitschrift)
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
EBA	European Banking Authority
EBOR	European Business Organization Law Review (Zeitschrift)
EBU	European Banking Union
ECB	European Central Bank
ECLI	European Case Law Identifier
ECMH	Efficient Capital Markets Hypothesis
EG	Europäische Gemeinschaft
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Einf.	Einführung
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EL	Ergänzungslieferung
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
EMA	European Master Agreement
entf.	entfernt
ESA	European Supervisory Authority
ESFS	European System of Financial Supervision
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
Eurex	European Exchange
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift)
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	folgende
FAT	Financial Activities Tax
Fed	Federal Reserve System
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSB	Financial Stability Board
FSF	Financial Stability Forum

FTT	Financial Transactions Tax
G10	Gruppe der zehn führenden Industrienationen
G16	Gruppe der 16 größten Derivatehändler
G20	Gruppe der 20 führenden Industrienationen
GA	Generalanwalt/Generalanwältin
GASP	Gemeinsame Außen- und Sicherheitspolitik
GATS	General Agreement on Trade in Services
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Hervor. entf.	Hervorhebung/en entfernt
Hervor. i. Org.	Hervorhebung/en im Original
HGB	Handelsgesetzbuch
h.L.	herrschende Lehre
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber/innen
hrsg. v.	herausgegeben von
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IADI	International Association of Deposit Insurers
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IAS 32	International Accounting Standard 32
IASB	International Accounting Standards Board
IFPRI	International Food Policy Research Institute
IFRS	International Financial Reporting Standards
ILF	Institute for Law and Finance (Johann-Wolfgang-Goethe-Universität, Frankfurt a.M.)
IMF	International Monetary Fund
insbes.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
IntFinMarktR	Internationales Finanzmarktrecht
IntKapMarktR	Internationales Kapitalmarktrecht
IOPS	International Organization of Pension Supervisors
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPF	International Payments Framework
ISDA	International Swaps and Derivatives Association (früher: International Swap Dealers Association)
ISDA CSA	ISDA Credit Support Annex
ISDA Master Agreement	ISDA Rahmenvertrag
IStR	Internationales Steuerrecht (Zeitschrift)
i.S.d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von
ITS	Implementing Technical Standard
i.V.m.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds

JZ	Juristenzeitung
KG	Kammergericht
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	littera
LTCM	Long-Term Capital Management
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
MEGA	Marx-Engels-Gesamtausgabe
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
Mithrsg.	Mitherausgeber/innen
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Nachw. entf.	Nachweis/e entfernt
NBER	National Bureau of Economic Research
New Yorker Fed	Federal Reserve Bank of New York
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-Beil.	Neue Juristische Wochenschrift – Beilage
No.	number
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NYSE Liffe	New York Stock Exchange London International Financial Futures and Option Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OTC	over-the-counter (außerbörslich)
RG	Reichsgericht
RGBI.	Reichsgesetzblatt
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Rn.	Randnummer
ROHGE	Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts
Rs.	Rechtssache
RTS	Regulatory Technical Standard
S.	Seite/Satz
SchIA	Schlussanträge
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities Exchange Commission
SEPA	Single Euro Payments Area
Serial no.	Serial number
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts erster Instanz
SRM	Single Resolution Mechanism (Einheitlicher Abwicklungsmechanismus)
SSM	Single Supervisory Mechanism (Einheitlicher Aufsichtsmechanismus)
SSR	Short Selling Regulation (Leerverkaufs-Verordnung)
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
SPV	Special Purpose Vehicle
SWP	Stiftung Wissenschaft und Politik
S&P 100	Standard and Poor's 100
S&P 500	Standard and Poor's 500

u.a.	und andere/unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
Urt. v.	Urteil vom
US	United States (Vereinigte Staaten)
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
v.	vom/von
verb. Rs.	verbundene Rechtssachen
vgl.	vergleiche
Vor	Vorbemerkung
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
VW	Volkswagen
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WP	Working Paper
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WVRK	Wiener Übereinkommen über das Recht der Verträge
WWZ	Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum (Universität Basel)
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEF	Zentrum für Entwicklungsforschung (Universität Bonn)
ZEuS	Zeitschrift für europarechtliche Studien
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZVgIRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

Kapitel 1

Einleitung

A. Problemstellung

Am 15. September 2008 muss die traditionsreiche US-Investmentbank *Lehman Brothers* in New York City Gläubigerschutz nach Kapitel 11 der US-Insolvenzordnung anmelden. Die Insolvenz der Bank ist nach wie vor die größte in der Geschichte der Vereinigten Staaten.¹

Die Gründe für die Insolvenz des Bankhauses sind sicherlich vielfältig. Ein wesentlicher Grund ist allerdings darin zu sehen, dass die Investmentbank einer der großen Anbieter von Finanzinstrumenten² war, von denen die breite Öffentlichkeit bis dato kaum Kenntnis hatte: Derivaten. Die *Lehman Brothers* hatten im großen Umfang außerbörslich (*over-the-counter*, OTC) Derivatekontrakte abgeschlossen.³ Die von der Bank eingegangenen Derivateverträge führten sowohl zu einer Verschlechterung der Finanzlage des Unternehmens als

¹ B. Chakrabarty/G. Zhang, *Financial Management* 41 (2012), 319. Die Bank hatte zu diesem Zeitpunkt Schulden in Höhe von beinahe 800 Milliarden US-Dollar. Eine sehr persönliche Schilderung der Ereignisse findet sich beim ehemaligen *Lehman*-Mitarbeiter L. G. McDonald, *A Colossal Failure of Common Sense*, 2009, S. 156 ff. Siehe auch *The New York Times* online, *Revisiting the Lehman Brothers Bailout That Never Was*, 29. September 2014.

² Unter Finanzinstrumenten werden in Anlehnung an den International Accounting Standard (IAS) 32.11 in dieser Arbeit Verträge verstanden, die auf die Leistung von finanziellen Vermögenswerten gerichtet sind. Die IASs werden von einer privaten Einrichtung, dem *International Accounting Standards Board* (IASB), erarbeitet. Sie werden durch Verordnungen ins europäische Recht übernommen. Der IAS 32 ist durch die Verordnung (EG) Nr. 1126/2008 der Kommission vom 3. November 2008 zur Übernahme bestimmter internationaler Rechnungslegungsstandards gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. EG Nr. L 320, S. 1, 179, zuletzt geändert durch die Änderungsverordnung (EU) 1174/2013 der Kommission vom 20. November 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1126/2008 zur Übernahme bestimmter internationaler Rechnungslegungsstandards gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die International Financial Reporting Standards 10 und 12 und auf International Accounting Standard 27, ABl. EG Nr. L 312, S. 1 ins europäische Recht implementiert worden.

³ *Financial Crisis Inquiry Commission*, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, S. 329. Näher zu den Konzerneinheiten, die diese Geschäfte tätigten, P. Marchetti, Emory

auch zu einer Übertragung der Krisensymptome auf andere Marktteilnehmer. Denn die Investmentbank verzeichnete auch deshalb hohe Verluste, weil die Gegenparteien ihrer Geschäfte diese Verträge kündigten.⁴ Gleichzeitig führte gerade die Vernetzung mit anderen Derivatehändlern⁵ dazu, dass auch andere Institute durch die Insolvenz der *Lehman Brothers* in Mitleidenschaft gezogen wurden.⁶

Die Insolvenz der *Lehman Brothers* gilt mittlerweile als der Auslöser für die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise. Dies erscheint übertrieben, da bereits zuvor erhebliche Unsicherheiten an den Kapitalmärkten bestanden.⁷ Außerdem gab es auch schon verschiedene *bailouts* von Banken – wie etwa die Verstaatlichung der Institute *Fannie Mae* und *Freddie Mac* durch das Bundesfinanzministerium der USA.⁸ Nach der *Lehman*-Insolvenz verschärfte sich die Lage auf den Kapitalmärkten allerdings drastisch; sie wirkte wie ein Katalysator.⁹ Diese

Bankruptcy Developments Journal 31 (2014/2015), 305 (340 f.). Siehe auch *L. G. McDonald*, *A Colossal Failure of Common Sense*, 2009, S. 168 f., der die Gründe für den CDS-Boom plastisch beschreibt. Zu den kreativen Buchführungsmethoden der Bank siehe instruktiv *St. McNamara*, *Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy* 28 (2014), 209 (231).

⁴ *Financial Crisis Inquiry Commission*, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, S. 343. Zu den damit verbundenen Geldabflüssen siehe die Darstellung zu „Collateral“ und „Close-out Netting“ unter 2. Kap. D. V. 2.

⁵ Die Vernetzung auf dem CDS-Markt beschreiben *V. Coudert/M. Gex*, *Revue d'économie financière* 97 (2010), 15 (21).

⁶ Siehe die Schlussfolgerung der *Financial Crisis Inquiry Commission*, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, S. 343: „Lehman, like other large OTC derivatives dealers, experienced runs on its derivatives operations that played a role in its failure. Its massive derivatives positions greatly complicated its bankruptcy, and the impact of its bankruptcy through interconnections with derivatives counterparties and other financial institutions contributed significantly to the severity and depth of the financial crisis.“

⁷ Siehe bereits die Analyse von *A. Blundell-Wignall*, *OECD Journal Financial Market Trends* 1/2008, S. 29.

⁸ *Ch. P. Kindleberger/R. Z. Aliber*, *Maniacs, Panics, and Crashes*, 6. Aufl. (2011), S. 87.

⁹ So stellte der Vorsitzende des *Committee on Oversight and Government Reform* des US-Repräsentantenhauses, *Waxman*, fest: „Before the Lehman Brothers bankruptcy, Treasury Secretary Paulson and Federal Reserve Chairman Bernanke told us our financial system could handle the collapse of Lehman. It now appears they were wrong. The repercussions of this collapse have reverberated across our economy. Many experts think Lehman's fall triggered the credit freeze that is choking our economy, and that made the \$700 billion rescue necessary. Lehman's collapse caused a big money market fund to break the buck, which caused investors to flee to Treasury bills and dried up a key source of shortterm commercial paper. It also spread fear throughout the credit markets, driving up the costs of borrowing.“ Siehe *The causes and effects of the Lehman Brothers bankruptcy*. Hearing before the *Committee on Oversight and Government Reform*, House of Representatives, One Hundred Tenth Congress, second session, October 6, 2008, Serial no. 110–207, 2010, S. 2.

Entwicklungen betrafen, aufgrund des hohen Vernetzungsgrades, fast alle relevanten Akteure an den Kapitalmärkten, nicht nur US-amerikanische.¹⁰

Der Finanzkrise ging in den USA und anderen volkswirtschaftlich hochentwickelten Staaten ein stetiger Anstieg der Immobilienpreise voraus.¹¹ Im Rahmen dieses Booms waren vor allem in den USA zunehmend Hypothekenkredite an Privatpersonen vergeben worden, die keine oder kaum Sicherheiten bieten konnten (*subprime mortgages*).¹² Auch hierbei spielten Derivate eine gewichtige Rolle. Denn erst durch die Verbriefung der Hypothekenkredite (*securitization*)¹³, die Möglichkeit sich mit Kreditderivaten, wie Credit Default Swaps (CDSs), gegen Kreditausfälle abzusichern und die Entwicklung weiterer Kreditderivate wie *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), war es den Banken möglich gewesen, massenhaft *Subprime*-Kredite zu vergeben.¹⁴ Als viele dieser Hypothekenkredite ausfielen, führte dies nicht nur zu Verlusten bei den Banken, die diese Kredite vergeben hatten. Da diese die Grundlage für Anleihen waren, in die weltweit investiert worden war, kam es generell zu herben Verlusten an den Kapitalmärkten.¹⁵ Die Folge war ein massiver Vertrauensverlust zwischen den Banken, der dazu führte, dass der Interbankenhandel, also die wechselseitige, meist kurzfristige Versorgung der Banken mit Krediten, fast zum Erliegen kam.¹⁶

Nach Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) vom April 2008 führte die „Kernschmelze im Finanzsystem“¹⁷ allein bis März 2008 zu Abschreibungen und Verlusten in Höhe von 945 Milliarden US-Dollar.¹⁸ Ein Jahr später prognostizierte der IWF im Falle einer fortdauernden Rezession Verluste für Banken in Höhe von 2,8 Billionen US-Dollar im Zeitraum von

¹⁰ Was aber nicht bedeutet, dass alle Akteure und Indices gleichermaßen betroffen gewesen wären. So beeinflusste die Subprime-Krise die Finanzmärkte in der EU deutlich stärker als die in den BRICS-Staaten. Siehe *D. R. Bergmann/J. R. Securato/J. R. f. Savoia/E. A. do R Contani*, *Revista de administração* 50 (2015), 229 (237).

¹¹ *L. Laeven/F. Valencia*, in: *G. Caprio* (Hrsg.), *Handbook of Safeguarding Global Financial Stability*, 2013, S. 231 (233). Der signifikante Anstieg begann erst in den 1990er Jahren. Zuvor waren die Hauspreise in den USA seit Ende der 1940er Jahren weitgehend konstant. Siehe *R. J. Shiller*, *Irrational Exuberance*, 2. Aufl. (2006), S. 12–22.

¹² Eingehend und kritisch dazu *F. Lordon*, *Real-world Economics Review* 1/2009, 7 (8).

¹³ *M. M. Blair*, *Review of Banking and Financial Law* 30 (2010/2011), 225 (241 ff.).

¹⁴ *D. Baker*, *Real-world Economics Review* 1/2009, 21 (25–27). Auf diese Problematiken wird unter 2. Kap. C. III. weiter eingegangen.

¹⁵ Überblicksartig *W. Heun*, *JZ* 2010, 53 (55 f.). Siehe auch die Darstellung unter 2. Kap. C.III.

¹⁶ *C.-L. Holtfrerich*, *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 1/2011, 115 (117); *W. Heun*, *JZ* 2010, 53.

¹⁷ *W. Münchau*, *Kernschmelze im Finanzsystem, 2008*; parallel erschienen als: „Flächenbrand. Krise im Finanzsystem“, 2008.

¹⁸ *IWF*, *Global Financial Stability Report*, April 2008, S. 10 f.

2007 bis 2010.¹⁹ Die Folgen der Finanzkrise beschränkten sich dabei, anders als bei einigen früheren Krisen, wie dem Börsencrash 1987 oder dem Platzen der „Dotcom Blase“ 2001, nicht auf die Finanzwirtschaft. Vielmehr schlug die Finanzkrise auch auf die „Realwirtschaft“ durch. Aus der Finanz- wurde die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise.²⁰ Sie löste auch maßgeblich die sogenannte Staatsschuldenkrise im Euroraum aus,²¹ die nach wie vor nicht gelöst zu sein scheint.

Bereits kurz nach der Insolvenz der *Lehman Brothers* begann eine intensive und kontroverse Debatte über die Ursachen der Krise. Die Politik sah sich nicht nur gezwungen, kurzfristige Maßnahmen zur Stabilisierung der Banken und Kapitalmärkte zu ergreifen, sondern wurde schnell mit weitergehenden Forderungen nach einer besseren Regulierung²² der Kapitalmärkte konfrontiert. Erklärtes Ziel der G20-Staaten war es, nach dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise ein stabileres und resilienteres Finanzsystem zu schaffen.²³ Derivate rückten dabei relativ schnell in den Fokus der Debatte um die internationale Regulierung der Kapitalmärkte.²⁴ Mittlerweile haben viele der erwogenen Regulierungsoptionen Eingang in Gesetze gefunden. So gibt es eine Fülle von Regulierungen, die in der EU erlassen worden sind, um mögliche negative Auswirkungen von Derivaten zu begrenzen.²⁵ Sowohl die geschilderte Rolle von Derivaten in der Finanz- und Wirtschaftskrise als auch die Regulierungsbemühungen sprechen dafür, sich auch rechtswissenschaftlich mit der Regulierung von Derivaten zu befassen.

Es können zudem weitere Gründe dafür angeführt werden, sich mit dieser Frage auseinander zu setzen. So werden Derivate in der allgemeinen Öffentlichkeit,²⁶ aber auch in der (juristischen und wirtschaftswissenschaftlichen)

¹⁹ IWF, Global Financial Stability Report, April 2009, S. 30 f.

²⁰ W. Heun, JZ 2010, 53 (54).

²¹ A.A. J. Körnert, ZHR 176 (2012), 96 (97).

²² Eingehend zum Regulierungsbegriff M. Eifert, in: W. Hoffmann-Riem/E. Schmidt-Aßmann/A. Voßkuhle (Hrsg.), Grundlagen des Verwaltungsrechts, Bd. I, 2006, § 19 Rn. 1 ff.

²³ Im G20, Leaders' Communiqué, Antalya Summit, 2015, S. 3 wird das Gesamtziel so beschrieben: „Critical work remains to build a stronger and more resilient financial system.“ Siehe auch den Originaltitel des *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Public Law 111–203, 124 Stat. 1376–2223: „An Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end ‚too big to fail‘, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.“

²⁴ Vgl. G20, Leaders' Statement. The Pittsburgh Summit, 2009, S. 8 f.

²⁵ Siehe die Diskussion und Darstellung im Kapitel 6.

²⁶ A. Steinherr, Derivatives. The Wild Beast of Finance, 2000, S. 100; H. Schumann, Blätter für deutsche und internationale Politik 12/2011, 65 (69–71).

Fachöffentlichkeit²⁷ nach wie vor kontrovers beurteilt. Gerade in Deutschland scheinen große Vorbehalte gegen diese Finanzinstrumente zu bestehen.²⁸ Mittlerweile berühmt geworden ist das vernichtende Urteil des US-amerikanischen Investors *Warren Buffet*, der Derivate als „finanzielle Massenvernichtungswaffen“²⁹ bezeichnete. In jüngerer Zeit werden diese Finanzinstrumente vor allem mit steigenden Preisen für Nahrungsmittel in Verbindung gebracht, die gerade Menschen in ärmeren Regionen der Welt treffen.³⁰ Auf der anderen Seite werden sie von einigen als kaum regulierungsbedürftig eingestuft.³¹

Hinzu kommt, dass das Volumen des Derivatemarktes seit den 1970er Jahren deutlich angewachsen ist. Bereits Ende 1999 soll das Nominalvolumen aller Derivate 102 Billionen US-Dollar und damit zehnmal mehr als das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der USA betragen haben.³² Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) führt verschiedene Statistiken über das Volumen der globalen Derivatemarkte. Sie veröffentlicht dabei (u.a.) halbjährlich Zahlen über das Nominalvolumen der ausstehenden außerbörslichen Derivateverträge. Nach ihren Berechnungen belief sich dieses am Ende des ersten Halbjahrs 2016 auf 544.052 Milliarden US-Dollar.³³ Die Zeiten des exponentiellen Wachstums des Derivatemarktes scheinen allerdings vorbei zu sein. Vielmehr schrumpfte das Nominalvolumen der außerbörslich eingegangenen Derivate von 2013 bis Ende 2015.³⁴ Dennoch ist das Ausmaß des Derivatemarktes nach wie vor enorm. Es beträgt, wenn man auf das Nominalvolumen abstellt, ein Vielfaches des Weltsozialprodukts.³⁵

²⁷ Kritisch zur Rolle von Derivaten in der Finanz- und Wirtschaftskrise *Ch. P. Kindleberger/R. Z. Aliber*, *Maniacs, Panics, and Crashes*, 6. Aufl. (2011), S. 186. Kritisch zur Deregulierung von außerbörslichen Derivaten *L. A. Stout*, *Harvard Business Law Review* 1 (2011), 1 (27 ff.).

²⁸ Vgl. *DIE ZEIT* 24/2015 v. 11. Juni 2015, S. 23. Der Kabarettist *Claus von Wagner* hat Derivaten sogar einen festen Platz in seinem Programm *Theorie der feinen Menschen* eingeräumt.

²⁹ *W. Buffet* schrieb 2002 in einem Brief an die Aktionäre von *Berkshire Hathaway*: „In my view, derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while now latent, are potentially lethal.“ Siehe *Berkshire Hathaway*, 2002 Annual Report, S. 15.

³⁰ Siehe etwa *H. Schumann*, *Blätter für deutsche und internationale Politik* 12/2011, 65 (69–71); *M. Caparrós*, *Der Hunger*, 2015, S. 373 ff.

³¹ So *L. Johanning*, *Bankhistorisches Archiv*, Beiheft 48, 2013, 59 (60–65); differenzierend *A. Steinherr*, *Derivatives*, 2000, S. 100–120.

³² *Ph. Boyle/F. Boyle*, *Derivatives*, 2001, S. 1.

³³ *BIZ*, *Derivatives Statistics*, *Seminannual OTC derivatives statistics*, D5 Global OTC derivatives market, D5.1 Foreign Exchange, interest rate, equity linked contracts, Stand: Juni 2016.

³⁴ Vgl. *BIZ*, *Derivatives Statistics*, *Seminannual OTC derivatives statistics*, D5 Global OTC derivatives market, D5.1 Foreign Exchange, interest rate, equity linked contracts, Stand: Juni 2016.

³⁵ Nach Angaben der Weltbank betrug das Weltsozialprodukt 2014 knapp 78 Billionen US-Dollar. Siehe *Weltbank*, *Gross domestic product* 2014, S. 4.

Die Regulierung von Derivaten ist eine äußerst facettenreiche Thematik, die sich nur schwer in einer Arbeit in allen Einzelheiten abdecken lässt. Es erscheint insoweit sinnvoll, die Untersuchung von möglichen und bereits verabschiedeten Regulierungsmaßnahmen auf solche zu beschränken, mit denen entweder die Stabilität der Finanzmärkte gesichert oder negative Auswirkungen von Derivaten auf Dritte minimiert werden sollen. Die Notwendigkeit von Kapitalmarktregulierungen, die dem Ziel der Finanzstabilität verschrieben sind, hat sich nicht zuletzt in der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich gezeigt. Und die Diskussion um die möglichen Auswirkungen von Derivaten auf Nahrungsmittelpreise verdeutlicht die gesellschaftliche Brisanz der Thematik.

Bei Kapitalmarktregulierungen wird vielfach zwischen mikro- und makroprudenziellen Regulierungen unterschieden: Während mit Ersteren die Insolvenz einzelner Institute verhindert werden soll, dienen Letztere³⁶ der Sicherung der Stabilität des gesamten Finanzsystems.³⁷ Anders gesagt: Der mikroprudenzielle Ansatz ist institutszentriert, der makroprudenzielle blickt hingegen auf das gesamte Finanzsystem. Die Unterscheidung hebt hervor, dass die aggregierten Risiken der Finanzinstitute nicht notwendigerweise dem systemischen Risiko entsprechen. Allerdings besteht zwischen den beiden Regulierungsansätzen kein kategorischer Unterschied. Dies lässt sich etwa bei Eigenkapitalanforderungen an Banken feststellen. Denn sowohl mikro- als auch makroprudenzielle Ansätze können derartige Regulierungen als taugliche Instrumente ansehen – mit dem Unterschied, dass bei mikroprudenziellen Ansätzen alle Banken dieselben Pflichten treffen, makroprudenzielle Ansätze hingegen nach der Systemrelevanz der jeweiligen Bank differenzieren.³⁸ Von daher erscheint es wenig zielführend im Rahmen dieser Arbeit nur Regulierungen zu erörtern, die einem der beiden Ansätze zuzuordnen sind. Zumal ganz allgemein gilt, dass sowohl die Stärkung der Aufsicht³⁹ als auch die Regulierung der Kapitalmärkte zentrale Bausteine zur Verhinderung von Finanzkrisen sind.⁴⁰

³⁶ BIZ, *Recent Innovations in International Banking*, 1986, S. 2 (sogenannter *Cross Report*) beschreibt dies als „the safety and soundness of the broad financial system and payments mechanism“.

³⁷ Vgl. L. D. Wall, in: G. Caprio (Hrsg.), *The Evidence and Impact of Financial Globalization*, 2013, 561 (571), der den Unterschied dahingehend beschreibt, dass der Fokus von *mikroprudenziellen* Maßnahmen auf dem Schutz einzelner Akteure vor Insolvenzen, derjenige von *makroprudenziellen* Maßnahmen auf der Stabilität des gesamten Finanzmarktes liege.

³⁸ J. Velauthapillai, *Makroprudenzielle Regulierung*, Discussion Paper No. 490, Fern-Universität Hagen, 2015, S. 6 f.

³⁹ Die makroprudenzielle Aufsicht konzentriert sich, anders als die mikroprudenzielle, die einzelne Institute in den Blick nimmt, auf Risiken, die die Finanzstabilität bedrohen. Siehe C. Manger-Nestler/R. Böttner, *EuR* 2014, 621 (623 f.). Im europäischen Finanzaufsichtssystem obliegt die makroprudenzielle Aufsicht dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (*European Systemic Risk Board*). Vgl. 6. Kap. A. I. 2.

⁴⁰ B. Eichengreen, *Financial Crises*, 2002, S. 32.

In dieser Arbeit sollen deshalb verschiedene Regulierungsmodelle vorgestellt und analysiert werden, die vorwiegend der Sicherung der Finanzstabilität dienen. Die Regulierungsoptionen unterscheiden sich indes darin, mit welcher Intensität sie dieses Ziel verfolgen. Eine Diskussion von unterschiedlichen Regulierungsmodellen bietet den entscheidenden Vorteil, dass anschließend ihre Umsetzung in Gesetze besser beurteilt werden kann und die Stärken und Schwächen der einzelnen Ansätze deutlicher herausgearbeitet werden können.

Eine juristische Analyse von Regulierungsmodellen wäre unvollständig, wenn nicht auch die rechtlichen Grenzen, denen die zu erörternden Regulierungsvarianten unterliegen, erörtert und aufgezeigt würden. Dafür, diese Grenzen anhand von verschiedenen Regulierungsoptionen und nicht anhand von verabschiedeten Gesetzesnormen zu untersuchen, spricht entscheidend, dass sich auf diese Weise allgemeine Leitlinien für die Zulässigkeit von Kapitalmarktregulierungen gewinnen lassen.

Die Untersuchung widmet misst die Regulierungsmodelle allein an materiellrechtlichen Vorgaben des primären Unionsrechts (wobei aus Platzgründen eine Überprüfung am Maßstab der Unionsgrundrechte entfällt). Denn die primärrechtlich garantierten Grundfreiheiten stellen, sofern wirtschaftliches Handeln beschränkt wird, die weitgehendsten materiellen Anforderungen an die Mitgliedstaaten, aber auch an die Organe der EU.⁴¹ Besonders hervorzuheben ist hierbei die in Art. 63 Abs. 1 AEUV garantierte Freiheit des Kapitalverkehrs, die nicht nur zwischen den Mitgliedstaaten, sondern auch im Verhältnis zu Drittstaaten gewährleistet wird. Ihr wird deshalb in der Literatur eine *erga omnes*-Wirkung attestiert.⁴² Geschützt ist damit nicht nur der Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedstaaten, sondern auch derjenige zwischen ihnen und Drittstaaten. Insofern stellt sich, auch weil der EuGH die Anwendungsbereiche der Grundfreiheiten weit versteht und Beschränkungen nur unter strengen Anforderungen zulässt, die Frage, ob Kapitalmarktregulierungen mit der Kapitalverkehrsfreiheit in Einklang stehen.⁴³ Dieses Problem wird vielfach gar nicht gesehen, weswegen es bislang kaum eine Diskussion über die Auswirkungen der Kapitalverkehrsfreiheit auf die Möglichkeiten zur Regulierung des Kapitalmarkts gibt.⁴⁴ Diese Lücke soll mit dieser Arbeit geschlossen werden.

⁴¹ Vgl. D. Grimm, Die Zukunft der Verfassung II, 2012, S. 268.

⁴² Siehe etwa Mayer/Stöger/Schneider, EUV/AEUV, 189. EL (2016), Art. 63 AEUV Rn. 44.

⁴³ A. Fisahn/L. Niggemeyer, Blätter für deutsche und internationale Politik 1/2009, 88.

⁴⁴ Ausnahmen sind allerdings: T. Hemmelgarn, Steuern und Abgaben im Finanzsektor, 2011, S. 51, der eine mögliche Kollision einer Währungstransaktionssteuer nach dem Vorschlag Tobins mit der Kapitalverkehrsfreiheit und analog mit einigen Derivaten sieht; F. C. Mayer/Ch. Heidfeld, EuZW 2011, 373 (378), die allerdings nur die Frage der Vereinbarkeit einer nationalen Finanztransaktionssteuer mit der Kapitalverkehrsfreiheit anreißt; F. Möslein, JZ 2012, 243 (247) und Ch. Hornung/B. Westermann, BKR 2017, 409.