

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 187

Regulierung des Schattenbankwesens

**Bewältigung systemischer Risiken
von alternativen Kreditgebern nach dem KAGB
und den SFT-, STS- und MMF-Verordnungen**

Von

Jens-Christian Schott



Duncker & Humblot · Berlin

JENS-CHRISTIAN SCHOTT

Regulierung des Schattenbankwesens

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 187

Regulierung des Schattenbankwesens

Bewältigung systemischer Risiken
von alternativen Kreditgebern nach dem KAGB
und den SFT-, STS- und MMF-Verordnungen

Von

Jens-Christian Schott



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen hat diese Arbeit im Jahre 2020 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2021 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: L101 Mediengestaltung, Fürstenwalde
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18373-9 (Print)
ISBN 978-3-428-58373-7 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2019/2020 eingereicht und im Wintersemester 2020/2021 an der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen. Sie berücksichtigt den Stand der Literatur und der Rechtsprechung bis November 2019.

Mein Dank gilt den nachfolgenden Personen, die mich während der gesamten Zeit unterstützt haben.

Zunächst gilt mein Dank meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler, der mir über viele Jahre des Studiums und während meiner Promotionszeit als Chef und Mentor zur Seite gestanden hat. Ebenso möchte ich Frau Floerke für ihre sagenhaften Organisationsleistungen und die vielen großen und kleinen Wunder danken, die sie am Lehrstuhl bewirkt hat.

Ebenso danke ich Herrn Prof. Dr. Eckart Bueren für die Erstellung des Zweitgutachtens und Herrn Prof. Dr. Martin Ahrens für den Vorsitz der Prüfungskommission.

Ganz besonderer Dank gilt meinen Eltern Dagmar und Klaus-Dieter Schott für die fortdauernde und vielseitige Unterstützung – insbesondere während der Verfassung der Dissertation sowie während meines gesamten Studiums. Besonderer Dank gilt ebenso Alexander und Anna-Lena Fehr sowie Marie-Beatrice Dewitz für das Korrekturlesen des Manuskripts.

Dem Lehrstuhl-Team, insbesondere Niklas Hoßbach, Jan Bley, Andreas Seidel, Marvin Jäschke und Jana Mansen danke ich für die unterhaltsame und fortlaufend konstruktive Arbeit, Diskussionen und Zerstreuung. Gleichermassen gilt mein Dank Jonas Grüninger, der mich auch in schwierigen Zeiten unterstützt und stets aufgebaut hat.

Hamburg, August 2021

Jens-Christian Schott

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	31
B. Das „Schattenbankwesen“	33
I. Schattenbanken – Begriff und (Finanz-)Systemrelevanz	33
1. Ein Definitionsansatz	33
a) Funktionale Betrachtung von Banken: Transformationsleistungen	34
b) Geldschöpfung durch (Zentral-)Banken	34
aa) Prinzipien der Geldschöpfung	34
bb) Folgeerwägungen für Schattenbanken	36
c) Schlussfolgerungen für die Schattenbankdefinition	37
2. Erfasste Tätigkeitsbereiche	39
a) Bankähnliche Aktivitäten außerhalb eines Regulierungsrahmens?	39
aa) „Kreditvermittlungstätigkeiten“ als Bankgeschäft?	40
bb) (Nicht-)Bestehen eines Regulierungsrahmens	42
cc) Zwischenfazit	43
b) Schattenbankdefinition anhand des Grünbuchs	43
aa) Entgegennahme von Geldern einlageähnlicher Merkmale	44
(1) Divergenzen zwischen Anlagen- und Einlagenbegriff	45
(a) Abgrenzung anhand der Rückzahlbarkeit	45
(b) Abgrenzung anhand der Rechtsnatur	47
(c) Abgrenzung nach der Bilanzierung	47
(aa) Vermögenstrennung	47
(bb) On-Balance- und Off-Balance-Verwaltung	49
(2) Erfordernis des Hinzutretens weiterer Faktoren	50
(3) Zwischenfazit	50
bb) Fristen- und Liquiditätstransformation	50
cc) Kreditrisikotransfers	53
dd) Finanzielle Hebeleffekte	55
ee) Zwischenfazit	57
3. Systemische Risiken eines starken Schattenbanksektors	57
a) Begriffsverständnis: Systemrelevanz und Systemrisikobegriff	59
aa) Charakterisierung der Merkmale von Systemrisiken	59
bb) Systemrelevanz („enger Systemrisikobegriff“)	62
(1) Ersetzbarkeit	62
(2) „Too Big To Fail“ und „Too Interconnected To Fail“	62
(3) Zwischenfazit	63

cc) Systemrisiken („weiter Systemrisikobegriff“)	63
(1) Prozyklizität	64
(2) (Fehlende) Transparenz	65
(3) Allokationseffizienz	65
dd) Zwischenfazit	66
b) Konkrete Systemrisiken nach der Grünbuch-Definition	66
aa) Mittelabzug (Runs)	67
bb) Akkumulierung hoher versteckter Fremdanteile	69
cc) Umgehung von Vorschriften und Regulierungsarbitrage	69
dd) Ungeordnete Insolvenzen mit Auswirkungen auf das Bank- system	71
(1) Spill-over-Risiken	71
(2) Step-in-Risiken	71
(3) Zwischenfazit	72
c) Zwischenfazit	72
II. Erfasste Schattenbank-Unternehmen	73
1. Negativabgrenzung zu Geschäftsbanken	73
2. Nichtbank-Finanzintermediäre	74
a) Versicherungen und Pensionseinrichtungen	75
b) Sonstige Finanzintermediäre	75
aa) Verbriefungen und (Verbriefungs-)Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles, SPVs)	75
(1) Struktur	75
(2) True-Sale-Verbriefung	76
(3) Synthetische Verbriefungen	77
(a) Bilanz- vs. Arbitrage-Verbriefungen	78
(b) Finanzierung	78
(aa) Vollfinanziert/Fully funded/unleveraged	79
(bb) Teilfinanziert/Partially funded	80
(cc) Nicht finanziert/Unfunded	80
(4) ABCP-Programme	80
(a) Grundsätzliches	80
(b) Liquiditätslinien	82
(c) Single-Seller vs. Multi-Seller	83
(5) Revolvierende Verbriefungsstrukturen	84
(6) Wiederverbriefungen	85
(7) Allgemeines	86
(a) Chancen	87
(b) Risiken	88
(8) Zusammenfassung	90
bb) Investmentfonds	90
(1) Allgemeines	90

(a) Reichweite einer Finanzintermediation durch Fonds	91
(b) Allgemeine in Frage kommende Systemrisiken	92
(aa) Systemische Risiken von Fonds	92
(α) Run-Risiken	92
(β) Hohe (versteckte) Fremdanteile	92
(γ) Regulierungsarbitrage	92
(δ) Spill-Over-Risiken	93
(bb) Zwischenfazit und Ausblick	93
(2) Geldmarktfonds (MMFs)	93
(a) Struktur, Rechtsnatur und Charakteristika	93
(b) Chancen	95
(c) Risiken	96
(aa) Run-Risiken	96
(bb) Step-in-Risiken	97
(d) Zwischenfazit	98
(3) Kreditfonds	98
(a) Struktur, Rechtsnatur und Charakteristika	98
(aa) EuVECA-, ELTIF- und EuSEF-VO	99
(bb) Abgrenzung zu anderen Schattenbankeinheiten	100
(b) Chancen	101
(c) Risiken	104
(aa) Allgemeines	104
(bb) Fristen- und Liquiditätstransformation	106
(cc) Risikotransformation	108
(dd) Kreditausfall- und Step-in-Risiken	108
(ee) Regulierungsarbitrage & Kreditwachstum	110
(d) Zwischenfazit	110
(4) Exchange Traded Funds (ETF)/Indexfonds	111
(a) Bankenähnliche Tätigkeiten	112
(aa) Einsatz von Fremdmitteln	112
(bb) Kreditrisikotransfers	113
(cc) Fristen- und Liquiditätstransformation	114
(dd) Zwischenfazit	115
(b) Risiken	115
(aa) Physische ETF	115
(bb) Synthetische ETF	116
(c) Zwischenfazit	117
(5) Hedgefonds	118
(6) Zwischenbewertung: Schattenbankeigenschaften von Fonds	119
c) Zwischenfazit: relevante Nichtbank-Finanzintermediäre	120
3. Zwischenfazit: Unternehmen, Tätigkeiten und Risiken	121

C. Auseinanderfallen von Banken- und Schattenbanken-Regulierung	124
I. Bankenregulierung – eine kurze Übersicht	124
1. Kapitaladäquanzrichtlinie – CRD (2006–2013)	124
2. CRR (2013) – Kapitaladäquanzverordnung	125
3. Auswirkungen der Bankenregulierung	126
II. Zur Frage der Regulierungsarbitrage	126
1. Regulierungsziele	126
2. KWG vs. KAGB	128
D. Schaffung eines europäischen Regulierungsrahmens	130
I. Ziele der Regulierung	130
1. Grünbuch Schattenbankwesen, COM(2012) 102	130
a) Regulierungsbereiche	130
b) Direkte und indirekte Regulierung	131
2. Mitteilung der Kommission: Eindämmung neuer Risikoquellen, COM(2013) 614	132
3. Leitlinien zur Erfassung von Step-in-Risiken mit Schattenbanken	134
4. Zwischenfazit	135
II. Einzelne Regulierungsprojekte	135
1. Indirekte Regulierung durch die Capital Requirements Regulation (CRR)	136
2. Schattenbankregulierung durch die allgemeine Investmentregulierung?	138
a) Institutsbezogene Regulierung	138
aa) Hedgefonds	139
(1) Rechtliche Rahmenbedingungen für Leverage im KAGB	139
(2) Systemische Risiken von Leverage durch Fonds?	140
bb) Exchange Traded Funds (ETF)/Indexfonds	143
(1) Physische ETF	143
(a) Wertpapierdarlehen	143
(b) Pensionsgeschäfte	144
(c) Kombinationsgrenzen	144
(2) Synthetische ETF	145
(3) Zusätzliche Risikoquellen	146
(4) Zwischenfazit	147
cc) Resümee	147
b) Andere Institutsformen	148
c) Finanzintermediationsbezogene Regulierung	149
d) Resümee	150
3. Kreditfonds – Anpassung des KAGB	150
a) Die geänderte BaFin-Verwaltungspraxis	151
aa) Rechtslage vor der Änderung	151
(1) Originäre Kreditvergabe	151

(a) Tatbestand des Kreditgeschäfts nach § 32 Abs. 1 KWG	151
(b) Bereichsausnahme, § 2 KWG	152
(2) Sekundärer Krediterwerb	153
(a) Allgemeine Zulässigkeit der Darlehensverwaltung?	153
(b) Bereichsausnahme, § 2 KAGB	155
(aa) Investmentspezifischer Verbriefungsbegriff	156
(a) Enger investmentspezifischer Verbriefungsbegriff	156
(β) Weiter investmentspezifischer Verbriefungsbegriff	157
(bb) Verbriefungsspezifischer Verbriefungsbegriff	160
(cc) Zwischenfazit	161
(3) Bestandsaufnahme	161
bb) Änderung der BaFin-Verwaltungspraxis	161
cc) Zwischenfazit	163
b) Rechtliche Rahmenbedingungen	163
aa) Vor Erlass des OGAW V-UmsG	163
bb) Nach Erlass des OGAW V-UmsG	164
(1) Originäre Darlehensfonds	164
(a) Grundsätzliche Zulässigkeit der Darlehensvergabe	164
(b) Zulässige Rechtsformen	165
(aa) Geschlossene Spezial-AIF	165
(bb) Offene Spezial-AIF	166
(cc) Publikums-AIF (offen und geschlossen)	167
(dd) Zwischenfazit	167
(c) Vorgaben an die Darlehensvergabe	168
(aa) Darlehenshöhe – Produktregulierung	169
(α) Reguläre Darlehen, § 285 Abs. 2 KAGB	169
(β) Gesellschafterdarlehen, § 285 Abs. 3 KAGB	169
(γ) EuSEF, ELTIF und EuVECA-Fonds	170
(bb) Darlehensnehmer	172
(cc) Begrenzung der Kreditaufnahme, § 285 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	172
(2) Sekundäre Darlehensfonds	173
(a) Regulatorische Arbitrage zu originären Kreditfonds	173
(b) Abgrenzung von Gewährung und Verwaltung	174
(c) Inhaltliche Vorgaben für sekundäre Kreditfonds	177
(aa) Spezielle KAGB-Vorschriften für sekundäre Kreditfonds?	177
(bb) Anpassung der Regulierung an vergleichbare Projekte	178

(3) Allgemeine Vorschriften	178
(a) Liquiditätsmanagement, § 30 KAGB	178
(b) Risikomanagement, § 29 KAGB i. V. m. der KAMa-Risk – Konkretisierung des Pflichtenrahmens durch die BaFin	179
(aa) Funktionstrennung und Votierung (Ziff. 5.1) ..	180
(bb) Anforderungen an die Prozesse im Darlehensgeschäft (Ziff. 5.2)	180
(cc) Verfahren zur Früherkennung von Risiken (Ziff. 5.3)	181
(dd) Zwischenfazit	181
(4) Bestandsaufnahme	182
(a) Nationaler Rechtsrahmen für originäre Kreditfonds	182
(b) Bestandsaufnahme: Nationaler Rechtsrahmen für sekundäre Kreditfonds	183
(c) Bestandsaufnahme: Vergleich mit anderen Regulierungsprozessen	183
(cc) Zwischenfazit	184
c) Ausblick für einen europäischen Rechtsrahmen	185
aa) Allgemeines	185
bb) Leitlinien der ESMA	186
(1) Erlaubnispflicht vs. Registrierungspflicht (3.2)	187
(2) Rechtsformen von AIF (3.3)	187
(3) Investorenprofile (3.4)	187
(4) Anforderungen an die Organisation für AIFM (3.5) ..	188
(5) Allgemeine Anforderungen: Leverage, Liquidität, Stresstests und Berichtspflichten (3.6)	188
(a) Kreditaufnahme und Leverage	188
(b) Liquidität, Stresstests, Berichtspflichten	190
(6) Diversifikation, mögliche Investments und Darlehensnehmer (3.7)	190
(7) Systemische Risiken (3.8)	190
(cc) Zwischenfazit	191
d) Abschließende Beurteilung: Kreditfonds	191
4. Geldmarktfonds – MMF-VO [VO (EU) 2017/1131]	192
a) Hintergrund	192
aa) Vorschläge der IOSCO und Gesetzgebungsvergäng	192
bb) Geltungsbereich und Verhältnis zu OGAW- und AIFM-RL ..	194
b) Definitionen und Grundsätzliches	195
aa) Abgrenzung nach Laufzeiten	196
(1) Standard-MMFs	196
(2) Kurzfristige MMFs, Art. 2 Nr. 14 i. V. m. Art. 24 MMF-VO	197

bb) Abgrenzung nach Nettoinventarwertkonstanz	197
(1) VNAV-MMFs, Art. 2 Nr. 13 MMF-VO	197
(2) CNAV-MMFs, Art. 2 Nr. 11 MMF-VO	198
(3) LVNAV-MMFs, Art. 2 Nr. 12 MMF-VO	199
c) Zulassungsverfahren	199
d) Zulässige Vermögenswerte, Art. 9–16 MMF-VO	200
aa) Geldmarktinstrumente, Art. 10 MMF-VO	200
bb) Verbriefungen & ABCP, Art. 11 MMF-VO	201
cc) (Umgekehrte) Pensionsgeschäfte, Art. 14 und 15 MMF-VO	202
dd) Weitere Anlagen	202
e) Anforderungen an das Fondsmanagement	203
aa) Risikomanagement-Verfahren, Art. 8 Abs. 2 MMF-VO i. V. m. Art. 51 OGAW-RL	203
bb) Diversifizierung & Konzentrationsvermeidung, Art. 17 & 18 MMF-VO	203
cc) Bewertung der Kreditqualität, Art. 19–23 MMF-VO	204
dd) Risiko- und Portfoliomanagement, Fristigkeit und Liquidität	204
(1) Portfoliovorschriften, Art. 24 und 25 MMF-VO	205
(2) Sonstige Vorschriften, Art. 26–28 MMF-VO	207
ee) Bewertungsvorschriften, Art. 29–33 MMF-VO	208
f) Besondere Vorschriften für CNAV- und LVNAV-MMF	209
aa) Zugrundeliegende Problematik und Lösungsansätze	209
(1) Generelles Verbot von Fonds mit konstantem NAV?	210
(2) (Teilweise) Übertragung von Bankenregeln?	211
(a) Barmittelpuffer	211
(aa) Ebene des Puffers	212
(bb) Höhe des Puffers	212
(cc) Verantwortlichkeit für die Finanzierung des Puffers	213
(dd) Zwischenfazit	213
(ee) Konstanter oder variabler Puffer?	214
(ff) Nutzen eines Puffers?	215
(b) „Einlagen“-Sicherungssysteme	215
(3) Pflichtumwandlung zu VNAV-MMF im Krisenfall?	217
(4) Resümee zu den Ansätzen zur Problembewältigung	218
bb) Fondsspezifische Regulierung	218
(1) „Öffentliche Schuldtitle“	219
(2) Spezifische Liquiditäts- und Fondsmanagementvorschriften, Art. 34 MMF-VO	219
(3) Resümee	220
g) Verbot externer Unterstützung, Art. 35 MMF-VO	220
aa) Wirtschaftliche Bedeutung	220
bb) Verbote Unterstellungsleistungen	221

cc) Resümee	222
h) Transparenz- und Meldevorschriften, Art. 36 f. MMF-VO	222
i) Resümee	222
5. Verbriefungen und Verbriefungszweckgesellschaften – STS-VO [VO (EU) 2017/2402]	224
a) Bisheriger Regulierungsstand	224
aa) Investmentrecht	225
bb) Indirekte Regulierung	226
cc) Schlussfolgerungen für ein einheitliches Verbriefungsregelwerk	227
b) Verbriefungsbegriff	227
aa) Tatbestandserfordernis eines Risikotransfers?	228
bb) Tatbestandserfordernis einer Tranchierung	229
c) Akteure, Art. 3 und 4 STS-VO	229
aa) Investoren, Art. 3 STS-VO	230
bb) Verbriefungszweckgesellschaften, Art. 4	231
d) Allgemeine Vorschriften	231
aa) Grundsätzliches Verbot von Wiederverbriefungen	231
bb) Wahrung einheitlicher Kreditvergabekriterien, Art. 9	233
cc) Sorgfaltspflichten für institutionelle Anleger, Art. 5	234
dd) Verbot von self-certified Hypotheken, Art. 9 Abs. 2	235
ee) Risikoselbstbehalt, Art. 6 STS-VO	236
(1) Verpflichteter	236
(2) Verbot des „Cherry Picking“	237
(3) Anforderungen an den Selbstbehalt	238
(a) Allgemeines	238
(b) Synthetischer Risikoselbstbehalt?	239
(c) Risikoselbstbehalt durch Liquiditätsfazilitäten, insb. i. R. v. ABCP-Programmen	239
(4) Ausnahmen	241
(5) Bewertung der Regelungen zum Risikoselbstbehalt	241
(a) Rechtliche Neuerungen	241
(b) Praktisches Erfordernis von zwingenden Selbstbehalten?	243
(c) Erfüllung des Selbstbehalts durch Credit Enhancement?	244
(aa) Interne Sicherungsmittel	244
(bb) Externe Sicherungsmittel	244
(cc) Strukturinterne Sicherungsmittel	244
(d) Erhöhung des Umqualifizierungsrisikos (True-Sale-Problematik)	245
(e) Zwischenfazit: Risikoselbstbehalt	247
ff) Transparenzanforderungen an Originator, Sponsor, Zweckgesellschaft und Anleger, Art. 7	247

(1) Transparenz- und Publizitätspflichten	247
(a) Allgemeine Wertpapierpublizität	247
(b) Spezifische Publizitätsregelungen	248
(c) Modalitäten der Publizität	248
(2) Transparenzempfänger	249
(3) Zwischenfazit: Transparenz	249
gg) ABCP-Programme	249
(1) Definitionen	250
(2) Sponsor & Gesonderte Prüfpflichten	251
(3) Zwischenfazit: ABCP-Programme	252
e) Verbriefungsregister, Art. 10 STS-VO	252
f) „STS-Verbriefungen“: Standardisiert und hochqualitativ?	254
aa) Label für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen („STS-Verbriefung“), Art. 18–22	254
(1) Spezifische Anforderungen: Einfachheit, Art. 20	255
(a) Allgemeines, Art. 20 Abs. 1	255
(b) Anforderungen an den Übertragungsprozess	255
(c) Anforderung an die verbrieften Risikopositionen, Art. 20 Abs. 7–13	256
(aa) Verbot aktiver Portfolioverwaltung, Art. 20 Abs. 7	256
(bb) Homogenität, Art. 20 Abs. 8 UAbs. 1 STS-VO	257
(a) Leitlinien zur Homogenität und RTS	258
(β) Homogenität nach Vermögenswertkategorien	258
(γ) Zwischenfazit: Homogenitätskriterien	260
(cc) Weitere Anforderungen	260
(d) Zwischenfazit: Einfachheit	262
(2) Spezifische Anforderungen: Transparenz, Art. 22	262
(3) Spezifische Anforderungen: Standardisierung, Art. 21	264
(4) Zwischenfazit	265
bb) Anforderungen an STS-Verbriefungen im Rahmen eines ABCP-Programms, Art. 23–26	266
(1) Transaktionen, Art. 24 STS-VO	267
(a) Allgemeines	267
(b) Wiederverbriefungen	267
(c) Vermögenswerte	268
(d) Wind-down-Trigger, Art. 24 Abs. 19 STS-VO	269
(2) Programm, Art. 26 STS-VO	269
(a) Allgemeines	269
(b) STS-Kriterien auf Transaktions- und Programmebene	270
(3) Sponsor, Art. 25 STS-VO	272
(4) Zwischenfazit: STS-ABCP-Programme	273

cc) Meldung einer STS-Verbriefung, Haftung und Sanktionen, Art. 27 ff. STS-VO	273
(1) Anforderungen an die Meldung, Art. 27 STS-VO	273
(2) Zuständigkeit für die Zertifizierung, Art. 28 STS-VO ..	274
(3) Rechtsfolgen der Zertifizierung	276
dd) STS-Zertifizierung für synthetische Verbriefungen?	276
(1) Mangelnde Einfachheit?	277
(2) Mangelnde Transparenz?	278
(3) Erhöhte Risiken?	278
(4) Öffnungsklausel, Art. 45 STS-VO	279
(5) Resümee: Dringender Nachholbedarf durch STS-Zertifi- kate	279
ee) Resümee zum STS-Rahmenwerk	280
g) Neue Aufgaben der zuständigen Behörden – Makro- und mikro- prudentielle Aufsicht	280
h) Zwischenergebnis: STS-VO	281
i) Anpassung der CRR, VO (EU) 2017/2401	281
aa) Bewertungsansätze, Art. 254 ff. CRR	282
(1) Ratio	283
(2) SEC-IRBA	284
(a) Voraussetzungen, Art. 258 CRR	284
(b) Berechnung, Art. 259 CRR	285
(3) SEC-SA und SEC-ERBA	286
(a) Voraussetzungen, Art. 254 CRR	286
(b) Berechnung	287
(aa) SEC-SA, Art. 260 CRR	287
(bb) SEC-ERBA	288
(cc) Risikogewicht ohne einschlägigen Bewer- tungsansatz	288
(4) Bewertung der allgemeinen CRR-Anpassungen	288
bb) Kriterien für eine differenzierende Behandlung, Art. 243, 260, 262, 264 CRR	289
(1) Voraussetzungen, Art. 243 CRR	289
(2) Auswirkungen, Art. 260, 262, 264 CRR	289
(3) Bewertung der STS-spezifischen Anpassungen	290
cc) Abgang der Risikopositionen, Art. 244–246 CRR	291
(1) Übergang eines signifikanten Risikos, Art. 244 Abs. 1–3, 245 Abs. 1–3 CRR	292
(2) Spezifische Anforderungen bei traditionellen Verbrie- fungen, Art. 244 Abs. 4 CRR	292
(3) Spezifische Anforderungen bei synthetischen Verbrie- fungen, Art. 245 Abs. 4, 5 CRR	293
(4) Revolvierende Positionen mit Klauseln vorzeitiger Rückzahlung	293

(5) Resümee	293
dd) Resümee zur CRR-Anpassung	294
j) Resümee zum Verbriefungsregelwerk	294
aa) Allgemeine Verbriefungsverordnung	294
bb) Verzahnung der STS-VO mit anderen Rechtsakten	296
6. Wertpapierfinanzierungsgeschäfte – SFT-VO [VO (EU) 2015/2365]	296
a) Transparenz für Wertpapierfinanzierung	298
aa) Anwendungsbereich, Art. 2 SFT-VO	298
bb) Begriffsverständnis, Art. 3 Nr. 11 SFT-VO	300
(1) Vorüberlegungen	300
(2) Wertpapierfinanzierungsgeschäfte i. S. d. SFT-VO	302
(a) Leih- und Verleihgeschäfte (Art. 3 Nr. 7, 11 lit. b SFT-VO)	302
(b) „Buy-Sell Back“-/„Sell-Buy Back“-Geschäfte (Art. 3 Nr. 8, 11 lit. c SFT-VO)	303
(c) Pensions- und umgekehrte Pensionsgeschäfte (Art. 3 Nr. 9, 11 lit. a SFT-VO)	304
(aa) Lost in Translation? – Zum multilingualen Begriffsverständnis	304
(bb) Abgrenzung Pensionsgeschäft vs. SBB-Transaktion	305
(cc) Abgrenzung Pensionsgeschäft vs. Wertpapierdarlehen	306
(d) Lombardgeschäfte (Art. 3 Nr. 10, 11 lit. d SFT-VO)	308
(e) Ausklammerung von Derivatekontrakten & Rückausnahmen	310
(f) Zwischenfazit	311
cc) Meldepflicht, Art. 4 SFT-VO	312
(1) Gegenstand der Meldepflicht, Art. 4 Abs. 1 SFT-VO	312
(2) Meldeverpflichtete Gegenparteien, Art. 4 Abs. 1 SFT-VO	312
(3) Meldeinhalte, Art. 4 Abs. 9 SFT-VO i. V. m. DelVO (EU) 2019/356	313
(4) Bewertung	315
dd) (Kein) Obligatorisches Clearing von Wertpapierfinanzierungsgeschäften	315
(1) Allgemeines	315
(2) Clearingpflicht oder anderer Ansatz?	316
ee) Einrichtung und Beaufsichtigung von Transaktionsregistern, Art. 5 ff. SFT-VO	318
(1) Allgemeines	318
(2) Einrichtung von Transaktionsregistern	318
(3) Zugang zu Meldeinhalten, Art. 12 Abs. 2 und 3 SFT-VO	319

b) Anforderungen an die Transparenz gegenüber Anlegern von OGAW und AIF, Art. 13 & 14 SFT-VO	319
c) Voraussetzungen zur Weiterverwendung von Sicherheiten, Art. 15 SFT-VO	322
aa) Anwendungsbereich der Voraussetzungen	322
bb) Begriff der „Weiterverwendung von Finanzinstrumenten“, Art. 3 Nr. 12–15, 16 SFT-VO	323
(1) Begriff der „Weiterverwendung“	323
(a) Kapitalanlagerechtliche Definition	324
(b) Begriffsverständnis i. R. d. SFT-VO	325
(c) Abweichung der Begrifflichkeiten?	325
(d) Bewertung	326
(2) Begriff des „Finanzinstruments“	327
(3) Zwischenfazit	327
(a) Terminologie	327
(b) Regulatorischer Inhalt	328
cc) Rechtliche Anforderungen an die Weiterverwendung	328
(1) Voraussetzungen	328
(2) Bewertung	329
dd) Rechtsfolgen bei Verstoß	330
ee) Bewertung	331
d) Sanktionen, Art. 22 ff. SFT-VO	331
7. Resümee	332
E. Abschließende Bewertung und Ausblick	334
I. Zwingendes Erfordernis eines einheitlichen europäischen Rechtsrahmens	334
II. Anleger- und Systemschutz	334
III. Mehrwert von Melde- und Transparenzvorschriften	334
IV. Regulierung mit Bedacht	335
V. Flexible Regulierung: Maßschneiderei, Maßkonfektion oder „von der Stange“?	335
VI. Genauere Anpassung aller Regulierungsprojekte	336
VII. Für eine geduldige Regulierung	336
Literaturverzeichnis	337
Stichwortverzeichnis	354

Glossar- und Abkürzungsverzeichnis

Die verwendeten Abkürzungen orientieren sich an *Hildebert/Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 8. Aufl. Berlin 2015. Ergänzend wird auf folgende Abkürzungen besonders hingewiesen:

I. Glossar

AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174/1 vom 1.7.2011)
Banken-RL	Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (ABl. L 177/1 vom 30.6.2006)
CRD II	Richtlinie 2009/111/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2007/64/EG hinsichtlich Zentralorganisationen zugeordneter Banken, bestimmter Eigenmittelbestandteile, Großkredite, Aufsichtsregelungen und Krisenmanagement (ABl. L 302/97 vom 17.11.2009)
CRD III	Richtlinie 2010/76/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen für Handelsbuch und Wiederverbriefungen und im Hinblick auf die aufsichtliche Überprüfung der Vergütungspolitik (ABl. L 329/3 vom 14.12.2010)
DelVO 625/2014 zur CRR	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 625/2014 der Kommission vom 13. März 2014 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Präzisierung der Anforderungen, denen Anleger, Sponsoren, ursprüngliche Kreditgeber und Originatoren in Bezug auf Risikopositionen aus übertragenen Kreditrisiken unterliegen (ABl. L 174/16 vom 13.6.2014)

DelVO (EU) 231/2013 zur AIFM-RL	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelefinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung (Abl. L 83/1 vom 22.3.2013)
DelVO-Homogenität-E	EBA Final Draft Regulatory Technical Standards On the homogeneity of the underlying exposures in securitisation under Articles 20(14) and 24(21) of Regulation (EU) No 2017/2402 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitization (EBA/RTS/2018/02 vom 31.7.2018)
DelVO-Risikoselbstbehalt-E	EBA Final Draft Regulatory Technical Standards Specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention pursuant to Article 6(7) of Regulation (EU) 2017/2402 (EBA/RTS/2018/01 vom 31.7.2018)
DurchfVO (EG) 1287/2006 zur Aufzeichnungspflicht bzgl. Finanzinstrumente	Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie (Abl. L 241/1 vom 2.9.2006)
Einlagensicherungs-RL	Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Einlagensicherungssysteme (Abl. L 173 S. 149, ber. Abl. L 212 S. 47 und Abl. L 309 S. 37)
ELTIF-VO	Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (Abl. L 123/98 vom 19.5.2015)
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (Abl. L 201/1 vom 27.7.2012)
ESMA/2013/611	Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) Berichtigte Fassung vom 30.01.2014 der am 13.08.2013 veröffentlichten Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611) (Zit. als ESMA/2013/611 Ziff. ...)

ESRB	European Systemic Risk Board (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken)
ESRB-VO	Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ABl. L 331/1 vom 15.12.2010)
EuSEF-VO	Verordnung (EU) Nr. 346/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum, (ABl. L 115/18 vom 25.4.2013)
EuVECA-VO	Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Risikokapitalfonds, (ABl. L 115 S. 1 vom 25.4.2013)
EZB-Mindestreservepflicht-VO	Verordnung (EG) Nr. 1745/2003 der Europäischen Zentralbank vom 12. September 2003 über die Aufstellung einer Mindestreservepflicht (ABl. L 250/10 vom 2.10.2003)
Finanzsicherheiten-RL	Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten (ABl. L 168/43 vom 27.6.2002, zuletzt geändert durch Art. 118 ÄndRL 2014/59/EU vom 15.5.2014, ABl. L 173/190)
FSB	Financial Stability Board (Finanzstabilitätsrat)
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden)
Leerverkaufs-VO	Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (ABl. L 86/1 vom 24.3.2012)
MMF-VO	Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds (ABl. L 169/8 vom 30.6.2017)
MMF-VO-E (Kommission)	Vorschlag der EU-Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates vom über Geldmarktfonds COM(2013) 615 final 2013/0306 (COD)
MMVO	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien

2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (Abl. L 173/1 vom 12.6.2014)

OGAW-RL	Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (Abl. L 302/32 vom 17.11.2009)
OGAW-V-Änderungs-RL	Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen (Abl. L 257/186 vom 28.8.2014)
Prospekt-RL	Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Abl. L 345/64 vom 31.12.2003)
SFT-VO	Verordnung (EU) Nr. 2015/2365 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung sowie zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (Abl. L 337/1 vom 23.12.2015)
SFT-VO-E (Kommission)	Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Meldung und Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften (Text von Bedeutung für den EWR) {SWD(2014) 30 final} {SWD(2014) 31 final} COM(2014) 40 final – 2014/0017 (COD) (abrufbar unter https://www.cep.eu/ceAnalysen/COM_2014_40_Wertpapierfinanzierungsgegeschaefte/Verordnungsvorschlag_COM_2014_40.pdf)
STS-VO	Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbrie- fungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbrie- fung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012 (Abl. L347/35 vom 28.12.2017)

STS-VO-E (EP)	Entwurf einer legislativen Entschliessung des Europäischen Parlaments zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC und 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012 COM/2015/0472 final/2 – 2015/0226 (COD) (abrufbar unter http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2016-0387_EN.html?redirect)
STS-VO-E (Kommission)	EU-Kommission, COM(2015) 472 final COM(2015) 472 final/2015/0226 (COD) Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012
STS-VO-E (Rat)	Vorschlag für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012 – Kompromissstext des Vorsitzes
Transparenz-RL	Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG (ABl. L 294/13 vom 6.11.2013)
Verbraucherkredit-RL	Richtlinie 2008/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. April 2008 über Verbraucher-

kreditverträge und zur Aufhebung der Richtlinie 87/102/EWG des Rates (ABl. L 133/66, ber. ABl. 2009 Nr. L 207/14, ABl. 2010 Nr. L 199/40, ABl. 2011 Nr. L 234/46, Celex-Nr. 3 2008 L 0048, zuletzt geändert durch Art. 57 ÄndVO (EU) 2016/1011 vom 8.6.2016 (ABl. L 171/1)

II. Abkürzungen

ABCP	Verbriefung alsforderungsbesichertes Geldmarktpapier („Asset-Backed Commercial Paper“)
ABS	Verbriefung alsforderungsbesichertes Wertpapier („Asset-Backed Securities“)
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AIF	Alternativer Investmentfonds
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174/1 vom 1.7.2011)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Banken-RL	Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (ABl. L 177/1 vom 30.6.2006)
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BCBS	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht („Basel Committee on Banking Supervision“)
BKR	Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
CDS	Kreditausfallversicherung („Credit Default Swap“)
CFlaw	Corporate Finance law (Zeitschrift)
CLN	Credit-linked Notes
CNAV-MMF	Geldmarktfonds mit konstantem Nettoinventarwert („Constant Net Asset Value-Money Market Funds“)
CRD II	Richtlinie 2009/111/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2007/64/EG hinsichtlich Zentralorganisationen zugeordneter Banken, bestimmter Eigenmittelbestandteile, Großkredite, Aufsichtsregelungen und Krisenmanagement (ABl. L 302/97 vom 17.11.2009)

CRD III	Richtlinie 2010/76/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen für Handelsbuch und Wiederverbriefungen und im Hinblick auf dieaufsichtliche Überprüfung der Vergütungspolitik (AbL L 329/3 vom 14.12.2010)
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
de Larosière-Bericht	Bericht der Hochrangigen Expertengruppe für Finanzaufsicht unter dem Vorsitz von Jacques de Larosière vom 25. Februar 2009
DelVO 625/2014 zur CRR	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 625/2014 der Kommission vom 13. März 2014 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Präzisierung der Anforderungen, denen Anleger, Sponsoren, ursprüngliche Kreditgeber und Originatoren in Bezug auf Risikopositionen aus übertragenen Kreditrisiken unterliegen (AbL L 174/16 vom 13.6.2014)
DelVO (EU) VO (EU) 231/2013 zur AIFM-RL	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung (AbL L 83/1 vom 22.3.2013)
DelVO-Homogenität-E	EBA Final Draft Regulatory Technical Standards On the homogeneity of the underlying exposures in securitisation under Articles 20(14) and 24(21) of Regulation (EU) No 2017/2402 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitization (EBA/RTS/2018/02 vom 31.7.2018)
DelVO-Risikoselbstbehalt-E	EBA Final Draft Regulatory Technical Standards Specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention pursuant to Article 6(7) of Regulation (EU) 2017/2402 (EBA/RTS/2018/01 vom 31.7.2018)
DerivateV	Verordnung über Risikomanagement und Risikomesung beim Einsatz von Derivaten, Wertpapier-Darlehen und Pensionsgeschäften in Investmentvermögen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch vom 16. Juli 2013 (BGBl. I S. 2463)
Die Bank	Die Bank (Zeitschrift)

DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DurchfVO	Durchführungsverordnung
DurchfVO (EG) 1287/2006 zur Aufzeichnungspflicht bzgl. Finanzinstrumente	Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie (ABl. L 241/1 vom 2.9.2006)
EBA	Europäische Bankenaufsicht („European Banking Authority“)
Einlagensicherungs-RL	Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Einlagensicherungssysteme (ABl. L 173 S. S. 149, ber. ABl. L 212 S. S. 47 und ABl. L 309 S. S. 37)
EIOPA	Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung („European Insurance and Occupational Pensions Authority“)
ELTIF	Europäischer langfristiger Investmentfonds
ELTIF-VO	Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (ABl. L 123/98 vom 19.5.2015)
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (ABl. L 201/1 vom 27.7.2012)
EnWZ	Zeitschrift für das gesamte Recht der Energiewirtschaft (Zeitschrift)
EP	Europäisches Parlament
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde („European Stock Markets Authority“)
ESMA/2013/611	Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) Berichtigte Fassung vom 30.01.2014 der am 13.08.2013 veröffentlichten Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611) (Zit. als ESMA/2013/611 Ziff. ...)
ESRB	European Systemic Risk Board (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken)
ESRB-VO	Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010

	über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (AbL L 331/1 vom 15.12.2010)
ETF	Börsengehandelter Indexfonds („Exchange Traded Funds“)
EuSEF	Europäischer Fonds für soziales Unternehmertum
EuSEF-VO	Verordnung (EU) Nr. 346/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (AbL L 115/18 vom 25.4.2013)
EuVECA	Europäischer Wagniskapitalfonds („European Venture Capital Funds“)
EuVECA-VO	Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Risikokapitalfonds (AbL L 115 S. S. 1 vom 25.4.2013)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EZB	Europäische Zentralbank
EZB-Mindestreservepflicht-VO	Verordnung (EG) Nr. 1745/2003 der Europäischen Zentralbank vom 12. September 2003 über die Aufstellung einer Mindestreservepflicht (AbL L 250/10 vom 2.10.2003)
Finanzsicherheiten-RL	Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten (AbL L 168/43 vom 27.6.2002, zuletzt geändert durch Art. 118 ÄndRL 2014/59/EU vom 15.5.2014, AbL L 173/190)
FSB	Financial Stability Board (Finanzstabilitätsrat)
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
GWW	GENIOS WirtschaftsWissen
I&F	Immobilien & Finanzierung (Zeitschrift)
InvMaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften der BaFin entsprechend Rundschreiben 5/2010 (WA)
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden)
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung (Zeitschrift)
KAMaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften der BaFin entsprechend Rundschreiben 1/2017 (WA)

KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
Leerverkaufs-VO	Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (AbL L 86/1 vom 24.3.2012)
List Forum	List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik (Zeitschrift)
LVNAV-MMF	Geldmarktfonds mit leicht schwankendem Nettoinventarwert („Low Volatility Net Asset Value-Money Market Funds“)
MaRisk (BA)	Mindestanforderungen an das Risikomanagement der BaFin entsprechend Rundschreiben 09/2017 (BA)
MiFID II	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MMF	Geldmarktfonds („Money Market Funds“)
MMF-VO	Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds (AbL L 169/8 vom 30.6.2017)
MMF-VO-E (Kommission)	Vorschlag der EU-Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates vom über Geldmarktfonds COM(2013) 615 final 2013/0306 (COD)
MMVO	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmisbrauch (Marktmisbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (AbL L 173/1 vom 12.6.2014)
NAV	Nettoinventarwert („net asset value“)
NPL	Notleidende Kredite („Non-Performing Loans“)
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere
OGAW-RL	Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (AbL L 302/32 vom 17.11.2009)
OGAW-V-Änderungs-RL	Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der

	Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen (ABl. L 257/186 vom 28.8.2014)
OTD	Strategie zur Vergabe von Krediten, deren Aktivposition sofort weitergereicht werden sollen („Originated to distribute“)
Prospekt-RL	Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. L 345/64 vom 31.12.2003)
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
RisikoManager	RisikoManager (Zeitschrift)
RTS	Technische Regulierungsstandards („Regulatory Technical Standards“)
RW	Risikogewicht („Risk Weight“)
RWA	Gewichtete Risikopositionen („Risk Weighted Assets“)
SEC-ERBA	Bewertungsansatz für Verbriefungen anhand externer Ratings („Securitisation – External Ratings-Based Approach“)
SEC-IRBA	Bewertungsansatz für Verbriefungen anhand interner Ratings („Securitisation – Internal Ratings-Based Approach“)
SEC-SA	Standardansatz für Verbriefungen („SEC-Standard Approach“)
SFT	Wertpapierfinanzierungsgeschäft („Securities Financing Transaction“)
SFT-VO	Verordnung (EU) Nr. 2015/2365 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung sowie zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L 337/1 vom 23.12.2015)
SFT-VO-E (Kommission)	Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Meldung und Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften (Text von Bedeutung für den EWR) {SWD(2014) 30 final} {SWD(2014) 31 final} COM(2014) 40 final – 2014/0017 (COD) (abrufbar unter https://www.cep.eu/cepAnalysen/COM_2014_40_Wertpapierfinanzierungsge schaefte/Verordnungsvorschlag_COM_2014_40.pdf)

SPV	(Verbriefungs-)Zweckgesellschaft („Special Purpose Vehicles“)
STS	Einfach, Transparent, Standardisiert („simple, transparent, standardised“)
STS-VO	Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L347/35 vom 28.12.2017)
STS-VO-E (EP)	Entwurf einer legislativen Entschließung des Europäischen Parlaments zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC und 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012 COM/2015/0472 final/2 – 2015/0226 (COD) (abrufbar unter http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2016-0387_EN.html?redirect)
STS-VO-E (Kommission)	EU-Kommission, COM(2015) 472 final COM(2015) 472 final/2015/0226 (COD) Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012
STS-VO-E (Rat)	Vorschlag für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012 – Kompromisstext des Vorsitzes
Transparenz-RL	Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parla-

ments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG (ABl. L 294/13 vom 6.11. 2013)

TRS	Kreditderivat, bei dem die Erträge und Wertschwankungen des zu Grunde liegenden Finanzinstruments (Basiswert oder Referenzaktivum) gegen fest vereinbarte Zinszahlungen getauscht werden („Total Return Swap“)
Verbraucherkredit-RL	Richtlinie 2008/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. April 2008 über Verbraucherkreditverträge und zur Aufhebung der Richtlinie 87/102/EWG des Rates (ABl. L 133/66, ber. ABl. 2009 Nr. L 207/14, ABl. 2010 Nr. L 199/40, ABl. 2011 Nr. L 234/46, Celex-Nr. 3 2008 L 0048, zuletzt geändert durch Art. 57 ÄndVO (EU) VO (EU) 2016/1011 vom 8.6.2016 (ABl. L 171/1)
VNAV-MMF	Geldmarktfonds mit schwankendem Nettoinventarwert („Variable Net Asset Value-Money Market Funds“)
WAL	Durchschnittliche gewichtete Laufzeit („weighted average life“)
WAM	Durchschnittliche gewichtete Restlaufzeit („weighted average maturity“)
WD	WirtschaftsDienst (Zeitschrift)
WM	Wertpapier-Mitteilungen (Zeitschrift)
WpG	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Zeitschrift)
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (Zeitschrift)
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht (Zeitschrift)
ZVertriebsR	Zeitschrift für Vertriebsrecht (Zeitschrift)
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft (Zeitschrift)

A. Einleitung

In den Jahren 2007 und 2008 wurde die Weltwirtschaft von einer Finanzkrise erfasst, deren Nachwirkungen noch bis heute spürbar sind. Insbesondere die Bankenbranche geriet in eine Schieflage, die zu zahlreichen Insolvenzen von Investment-,¹ Geschäfts-² und Landesbanken³ sowie einem weitreichenden, in Fachkreisen und Politik höchst umstrittenen Maßnahmenpaket zur Unterstützung der europäischen Wirtschaftssysteme führte, die unter Begriff des „Euro-Rettungsschirm“ gefasst werden.⁴

Angesichts dieser verheerenden Folgen wurde der Ruf nach einer umfassenden Regulierung des Finanzsystems laut.⁵ Während die „herkömmlichen“ Banken seit der Finanzkrise eine verstärkte Regulierung erfahren haben, blieb der Sektor der alternativen Kreditgeber weitgehend dahinter zurück.⁶

Regelmäßig wird gefordert, dass Schattenbankeinheiten unter dieselbe Regulierung wie „herkömmliche“ Kreditinstitute zu stellen sind.⁷ Dies erweist sich aber – infolge des stark inhomogenen Erscheinungsbildes der „Schattenbanken“ untereinander und des im Detail abweichenden Tätigkeits- und Risikoprofils von Banken einerseits und Schattenbanken andererseits – als zu kurz gegriffen.

¹ *Bear Stearns Companies, Inc.*, Insolvenz am 16.3.2008 mit anschließender Übernahme durch JPMorgan Chase & Co. am 30.5.2008; *Lehman Brothers Holdings Inc.*, Insolvenz am 15.9.2008.

² Verstaatlichung der US-Hypothekenbanken *Fannie Mae* (eig. Federal National Mortgage Association, „FNMA“) und *Freddie Mac* (Federal Home Loan Mortgage Corporation) am 7.9.2008.

³ *Hypo Real Estate*, Verstaatlichung 2009 nach Beinahe-Insolvenz 2008, *WestLB*, Zahlungsschwierigkeiten mit der Folge der Aufspaltung zum 30.6.2012.

⁴ *EFSM*: VO (EU) 407/2010 des Rates vom 11.5.2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus; *EFSF*: Beschluss der EZB vom 21.9.2010 betreffend die Verwaltung von EFSF-Darlehen an Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebets; *ESM*: „Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus“ vom 1.2.2012, „Beschluss des Europäischen Rates vom 25.3.2011 zur Änderung des Artikels 136 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union hinsichtlich eines Stabilitätsmechanismus für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist“.

⁵ *Dullien/Heise/Schick/Burghof*, WD 2010, 75.

⁶ *Schaffelhuber*, GWR 2011, 488.

⁷ Statt vieler *Schrooten*, WD 2014, 214 (215).

- 4 Die Maßnahmen zur Regulierung des Schattenbanksektors, die mit dem „de Larosière-Bericht“⁸ und im Grünbuch Schattenbankwesen der Europäischen Kommission⁹ ihren regulatorischen Ursprung nahm, führten zum Erlass weitreichender europäischer Rechtsakte, die sich den im „de Larosière-Bericht“ identifizierten Risiken widmeten und zur Stabilisierung des europäischen Finanzmarktes beitragen sollen.
- 5 Die vorliegende Arbeit soll sich in erster Linie mit der Frage befassen, ob erstens die Regulierung – gemessen an den im Grünbuch selbst gesetzten Erwartungen – umfassend erreicht wurde und zweitens inwieweit eine stärkere Regulierung der Schattenbanken künftige Krisen zu verhindern oder abzuschwächen vermag oder ob eine Regulierung vielmehr die Schattenbanken derart beschneidet, dass sie im Krisenfall nicht als Gegengewicht zum betroffenen Markt agieren können. Dies soll gleichwohl vor dem Hintergrund erfolgen, dass es das Ziel war, die Regulierung so effizient wie möglich zu entwickeln – d.h. vor den Zielen der Gewährleistung weitreichenden Systemschutzes einerseits und Beibehaltung der Handlungsfreiheit des freien Finanzsystems andererseits.¹⁰
- 6 Ferner ist zu berücksichtigen, dass – gerade im Hinblick auf den Begriff der „Schattenbank“ – zwischen allgemeinen systemischen Risiken und solchen Risiken, die speziell aus einer Finanzintermediation erwachsen, zu differenzieren ist. So soll in dieser Arbeit keine Zusammenfassung der Investmentregulierung erfolgen, sondern insbesondere die Investmentsparte nur unter Berücksichtigung genuin schattenbankspezifischer Risiken analysiert werden (→ Rn. 366).

⁸ Bericht der Hochrangigen Expertengruppe für Finanzaufsicht unter dem Vorsitz von Jacques de Larosière vom 25. Februar 2009, im Folgenden „de Larosière-Bericht“.

⁹ EU-Kommission, Grünbuch Schattenbankwesen COM(2012) 102 final.

¹⁰ EU-Kommission, Grünbuch Schattenbankwesen COM(2012) 102 final, S. 2.

B. Das „Schattenbankwesen“

I. Schattenbanken – Begriff und (Finanz-)Systemrelevanz

1. Ein Definitionsansatz

Strebt man die Regulierung eines weitgehend unscharfen Bereichs wie dem der „Schattenbanken“ an, stellt sich das grundlegende Problem seiner Definition: Der plakative Begriff *Schattenbank* ist, spätestens seit der Finanzkrise, negativ behaftet, da das Betätigungsfeld schon nach dem Klang des Namens im Dunkeln liegt und sich den Blicken kontrollierender Aufsichtsbehörden entzieht.¹ Schon im „de Larosière-Bericht“ wurde vom Parallelbankensystem als immense Regulierungslücke gesprochen, welche systemische Risiken für den gesamten (Kapital-)Markt birgt.²

Die Rolle der Schattenbanken ist jedoch weitaus vielschichtiger und bietet dem Grunde nach erhebliche Chancen, Kapitalflüsse und Kreditvergaben außerhalb des Bankensektors schnell und einfach zu ermöglichen: Im Ausgangspunkt sind Schattenbanken zunächst nicht mehr und nicht weniger als Kapitalgeber, an die Investoren und Unternehmen zur Deckung ihres Kapitalbedarfs herantreten können, ohne dabei unmittelbar auf die Unterstützung durch das klassische Bankensystem angewiesen zu sein.³ Sie übernehmen, vereinfacht ausgedrückt, ebenso wie eine Bank die *Rolle des Finanzintermediärs* zwischen den Parteien des Anlegers und des Kreditnehmers.⁴

¹ S. hierzu die Kritik bei FraKo/Kunschke/Schaffelhuber, KAGB § 283 Rn. 22.

² de Larosière-Bericht (2009), S. 27 (Tz. 85 ff.).

³ FSB, Shadow Banking: Recommendations (2011), S. 11); Michler, List Forum 2016, 145 (147).

⁴ Zu den volkswirtschaftlichen Funktionen einer Bank (Fristentransformation, Losgrößentransformation und Risikotransformation) s. Rn. 28; Hopt/Wohlmannstetter/Löw, Hdb. Banken-Governance, S. 141 ff.; Hellenkamp, Bankwirtschaft (2018), S. 7; Wilhelmi, ZVglRWiss 2017, 298; Rehm, ZVglRWiss 2017, 117.