

Inhaltsübersicht

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

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

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

Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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