

DANIEL KLINGENBRUNN

Produktverbote zur
Gewährleistung von
Finanzmarktstabilität

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
50*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

50



Daniel Klingenbrunn

Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität

Legitimation und Dogmatik unter der Annahme
adaptiver, evolutionärer Finanzmärkte

Mohr Siebeck

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

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

ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2018 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

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

Für meine Familie
und
Christina

Vorwort

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Frankfurt a.M., im März 2018

Daniel Klingenbrunn

Inhaltsübersicht

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

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

Inhaltsverzeichnis

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

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

3. Prinzip 2: Akteure sind begrenzt rational und heterogen.....	55
4. Prinzip 3: Akteure zeigen ein Lern- und Anpassungsverhalten.....	56
5. Prinzip 4: Wettbewerb ist Bedingung für Anpassung und natürliche Selektion	58
6. Prinzip 5: Natürliche Selektion prägt die Marktgegebenheiten	60
7. Prinzip 6: Der Finanzmarkt als evolutionäres System.....	61
IV. Ein Konkurrenzverhältnis zwischen Stabilität und Effizienz?	62
1. Homogenität als Folge fehlerhafter Adaption und Wettbewerbs....	63
a) Theoretische Darstellung.....	63
b) Empirische Studien	65
2. Robustheit als Folge fehlender Adaption und Wettbewerbs.....	66
3. Ergebnis	68
V. Ein evolutionäres Modell des Finanzsystems	68
<i>E. Ergebnis</i>	69
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
A. Einführung	139
I. Begriff und historische Entwicklung.....	139
II. Der Markt für Sovereign CDS	141
III. Funktion und wirtschaftliche Bedeutung.....	142
B. Regulierung.....	143
I. Verbot ungedeckter CDS auf öffentliche Schuldtitel.....	143
1. Die Regelung des Art. 14 Leerverkaufs-VO	143
2. Die politische Genese des Verbots	145
II. Transparenzpflichten und Meldepflichten (Leerverkaufs-VO, EMIR und MiFIR).....	147
III. Marktstrukturregelungen (EMIR)	148
1. Zentrales Clearing nach EMIR	148
2. Zentraler Handel nach MiFIR.....	150
3. Risikominderungspflichten bei OTC gehandelten Derivaten nach EMIR.....	150
IV. Eigenkapitalregelungen (CRR).....	151
V. Ausweitung des Marktmissbrauchsrechts (MAR)	153
VI. Ergebnis	154
C. Chancen und Risiken.....	155
I. Chancen und Risiken für kapitalmarktrechtliche Schutzgüter	155
1. Verbesserung der Informationseffizienz und Liquidität	155
a) Unterschiede bei der Bewertung von CDS und Anleihen	155
b) Preisführerschaft von CDS-Märkten gegenüber Anleihen?	157
c) Preisführerschaft von CDS-Märkten gegenüber Ratings.....	158
d) Geringere Transaktionskosten und höhere Liquidität	159
2. Gefahren für die Finanzmarktstabilität	160
a) Überforderung begrenzt rationaler Investoren	161
aa) Informationsasymmetrien	161
i) Mangelnde Transparenz des Gesamtrisikos im Markt.....	161
ii) Mangelnde Transparenz souveräner Schuldner	161
iii) Mangelnde Transparenz privater Schuldner	163
bb) Komplexe Risikostruktur.....	165
i) Gegenpartei bzw. Kontrahentenrisiko	165
(a) Isoliertes Gegenparteirisiko	165
(b) Korrelierendes Gegenparteirisiko	166
(i) Der Fall von AIG	166

(ii) Der Sovereign-Bank-Nexus.....	167
(c) Systematisches Unterschätzen von Gegenparteirisiken.....	168
ii) Das Jump- und das Jump-to-Default-Risiko	169
cc) Grad der Innovation.....	169
b) Schädigung des evolutionären Wettbewerbs.....	170
aa) Geeignetheit für Regulierungsarbitrage (Basel II).....	170
bb) Oligopolistischer Markt.....	174
c) Ergebnis.....	175
II. Geeignetheit für strafrechtliches Verhalten.....	177
1. Marktmanipulation	177
2. Insiderhandel.....	178
III. Chancen und Risiken für die Realwirtschaft	179
1. Die Empty Creditor-Problematik.....	179
2. Auswirkung auf die Kosten der Kapitalaufnahme.....	182
IV. Ergebnis	183
<i>D. Erforderlichkeit eines Verbots</i>	183
I. Verhinderung von Marktmissbrauch und Insiderhandel.....	183
II. Verhinderung von Gefahren für die Finanzmarktstabilität	184
1. Risikoreduktion durch Transparenz- und Meldepflichten	184
2. Risikoreduktion durch Marktstrukturregelungen	185
3. Risikoreduktion durch Basel III.....	187
III. Kein Ausreichen reaktiver Maßnahmen	188
IV. Ergebnis	188
<i>E. Wirksamkeit des Verbots</i>	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>	<i>202</i>
Kapitel 7: Reaktive Verbote von Leerverkäufen und CDS	205
<i>A. Voraussetzungen</i>	<i>205</i>
I. Funktionaler Regelungszugriff.....	205
II. Marktvertrauen und Finanzmarktstabilität als Schutzgut.....	206
III. Dreistufiges Systemrisikokonzept.....	208
1. Systemische Ereignisse bzw. Schocks (1. Stufe)	209
2. Systemrelevanz (2. Stufe).....	210
a) Systemrelevante Institutionen	210
b) Systemrelevante Märkte?	212
c) Systemrelevante Infrastrukturteilnehmer.....	213
d) Systemrelevanz und Finanzmarktstabilität	214
3. Systemrisiken (3. Stufe)	215
a) Direkte und indirekte Ansteckungskanäle (Contagion).....	215
b) Systemrisiko und Finanzmarktstabilität.....	217
c) Systemrisiken in der Delegierten Verordnung.....	218
IV. Self-Fulfilling Prophecies	219
1. Darstellung.....	219
2. Individuell rationale und subjektiv rationale Self-Fulfilling Prophecies.....	219
3. Self-Fulfilling-Prophecies in robusten und homogenen Märkten	220
4. Ergebnis	221
V. Abwägung mit der Effizienz der Finanzmärkte.....	221
VI. Vereinbarkeit mit der Meroni-Doktrin	223
VII. Ergebnis.....	224
<i>B. Konkretisierung</i>	<i>225</i>
I. Drohender oder tatsächlicher Ausfall eines systemrelevanten Instituts.....	225
II. Drohender oder tatsächlicher Ausfall eines Mitgliedsstaats	228
III. Ratingmaßnahme, die Zweifel an der Solvenz aufkommen lässt.....	229
1. Systemische Ereignisse durch Ratingmaßnahmen	229
2. Systemrisiken durch Ratingmaßnahmen	231
IV. Erheblicher Verkaufsdruck oder ungewöhnliche Volatilität.....	233
1. Firesales und die Grenzen der Arbitrage.....	233

2. Firesales und der Einfluss von Finanzierungsmethoden und Homogenität	234
3. Ansteckungseffekte zwischen verschiedenen Märkten.....	236
4. Systemische Ereignisse und Systemrisiken durch Leerverkäufe während der Finanzkrise	237
5. Systemische Ereignisse und Systemrisiken durch Leerverkäufe und CDS während der Eurokrise	238
V. Physische Schäden an den Einrichtungen systemisch relevanter Institutionen	240
VI. Störungen oder Ausfall von Zahlungs- und Abwicklungssystemen..	241
 <i>C. Verbote und weitere Eingriffsbefugnisse</i>	 242
I. Befugnisse zugunsten größerer Robustheit	243
1. Produktverbote und -beschränkungen	243
a) Anwendungsbereich	243
b) Eingriffsschwelle	245
2. Der Circuit-Breaker (Art. 23 Leerverkaufs-VO)	247
a) Signifikante Wertminderung	247
b) Wirksamkeit eines Circuit Breaker.....	248
c) Der Circuit Breaker als Wiederherstellungsmaßnahme	250
d) Ergebnis.....	250
3. Wirksamkeit der Leerverkaufsverbote während der Finanzkrise 2008	250
II. Befugnisse zugunsten höherer Informationseffizienz.....	251
1. Ausnahmeweise Erlaubnis ungedeckter Leerverkäufe in öffentlichen Schuldtiteln (Art. 13 Abs. 3).....	251
2. Ausnahmeweise Erlaubnis des Handels ungedeckter CDS in öffentlichen Schuldtiteln (Art. 14 Abs. 2).....	252
3. Außerordentliche Veröffentlichungspflichten (Art. 18, 19 und 28 Leerverkaufs-VO).....	254
 <i>D. Ergebnis</i>	 255
 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>	<i>283</i>
<i>B. Produktverbote</i>	<i>284</i>
<i>C. Ein einheitlicher Bewertungsmaßstab</i>	<i>284</i>
<i>D. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe</i>	<i>285</i>
<i>E. Das Verbot ungedeckter CDS</i>	<i>286</i>
<i>F. Reaktive Verbote von Leerverkäufen und CDS</i>	<i>286</i>
<i>G. Produktintervention gem. Art. 40 ff. MiFIR</i>	<i>287</i>
Literaturverzeichnis	289
Sachregister	305

Abkürzungsverzeichnis

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

BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
BtMG	Betäubungsmittelgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 1. März 1994 (BGBl. I S. 358)
Bus. Lawyer	The Business Lawyer
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
C.M.L.Rev.	Capital Markets Law Review
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCP	Central Counterparty
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDO	Collateral Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CESR	Committee of European Securities Regulators
ChemG	Chemikaliengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 28. August 2013 (BGBl. I S. 3498, 3991)
Colum. J. Eur. L. F.	Columbia Journal of European Law
Connec. Insur. L. J.	Connecticut Insurance Law Journal
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
CRA III	Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU Nr. L 146 v. 31.5.2013, S.1.
CRD IV	Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, ABl. EUR Nr. L 176 v. 27.6.2013, S. 338.
Creighton L. Rev.	Creighton Law Review
CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl. EU Nr. L 176 v. 27.6.2013, S. 1.
CVA	Credit Valuation Adjustment
d.h.	das heißt
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
DepotG	Depotgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 11. Januar 1995 (BGBl. I S. 34)
DÖV	Die öffentliche Verwaltung – Zeitschrift für Öffentliches Recht und Verwaltungswissenschaften
DTCC	The Depository Trust & Clearing Corporation

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

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

J. Int. Financ.	Journal of International Financial Markets, Institutions & Money
Mark. Inst.	
Mon.	
J. Int. Mon. Financ.	Journal of International Money and Finance
J. Inv. Consult.	Journal of Investment Consulting
J. Mon. Cred. Bank.	Journal of Money, Credit and Banking
J. Mon. Econ.	Journal of Monetary Economics
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
J. Portf. Manag.	The Journal of Portfolio Management
JuS	Juristischer Schulung
JZ	JuristenZeitung
KWG	Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776)
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe (in einem Zitat)
Loy. U. Chi.	Loyola University Chicago Law Journal
L. J.	
LTCM	Long Term Capital Management
MAD	Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung vom 1. März 2005 (BGBl. I S. 515)
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 1
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EG Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 349
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur