

Max Weber

Die neue Marktinfrastruktur im OTC Derivatehandel

Eine Untersuchung im Lichte der institutionellen
Wechselwirkung von Recht und Finanzwesen mit Bezügen
zum deutschen, englischen und U.S.-amerikanischen Recht



Nomos

Gesamtes Recht der Unternehmen und Finanzen

Herausgegeben von

Prof. Dr. Roland Broemel

Prof. Dr. Georg Hermes

Prof. Dr. Matthias Jahn

Prof. Dr. Katja Langenbucher

Begründet von Prof. Dr. Brigitte Haar

Band 1–4 erschienen in

„Recht der Unternehmen und Finanzen“

Band 5

Max Weber

Die neue Marktinfrastruktur im OTC Derivatehandel

Eine Untersuchung im Lichte der institutionellen
Wechselwirkung von Recht und Finanzwesen mit Bezügen
zum deutschen, englischen und U.S.-amerikanischen Recht



Nomos

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

Zugl.: Frankfurt am Main, Univ., Diss., 2019

ISBN 978-3-8487-6244-6 (Print)

ISBN 978-3-7489-0357-4 (ePDF)

1. Auflage 2019

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2019. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort des Autors

Die vorliegende Arbeit wurde Ende des Sommersemesters 2018 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Goethe-Universität Frankfurt am Main als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten in der Druckfassung bis August 2018 berücksichtigt werden.

Die Arbeit ist im Anschluss an die Teilnahme am interdisziplinären Doktorandenkolleg „*Law and Economics of Money and Finance*“ (LEMF) der Goethe-Universität (2013-2015) entstanden. Sie hat maßgeblich vom Diskurs mit Kollegen und Wissenschaftlern und der Mitarbeit am *Global Law in Finance Network (GlawFiN)* „*Private Contracts and Systemic Risk*“ – gefördert durch das Center of Excellence SAFE – profitiert. Außerdem sind der Arbeit Anregungen aus meinem LL.M.-Studium an der *Vanderbilt Law School* (2015-2016) zu Gute gekommen, insbesondere haben hier Frau Prof. *Yesha Yadav*, LL.M. (Harvard) und Herr Prof. *Morgan Ricks* entscheidende Impulse gesetzt. Auf diese aufregende Zeit des Austauschs, der Förderung und der wissenschaftlichen Entfaltung blicke ich mit großer Dankbarkeit zurück.

Vor diesem Hintergrund danke ich meiner Doktormutter, der Anfang des Jahres verstorbenen Prof. Dr. *Brigitte Haar*, LL.M. (Univ. Chicago), für ihre fast zehnjährige Unterstützung, ihre Förderung, ihre Anregungen und den Freiraum für meine Arbeit, deren Begutachtung ihr leider nicht mehr möglich war. Frau Prof. Dr. *Katja Langenbacher* und Herrn Prof. Dr. *Roland Broemel*, *Maîtrise en Droit*, danke ich für die rasche Erstellung des Erst- und Zweitgutachtens sowie die Unterstützung im Zuge der Veröffentlichung dieser Arbeit.

Meinen engen Freunden bin ich zu großem Dank verpflichtet: Herrn Dr. iur. *Felix Jehle* für die gründliche und kritische Durchsicht des Manuskripts und für die Aufmunterungen in den Endzügen der Arbeit und Herrn Rechtsanwalt *Julius Henneberg* für die große und langjährige Stütze während Studium und Promotion.

Besonderer Dank gebührt meinen Eltern, Dr. med. *Wolfgang* und *Ruth Weber*, Ph.D. für ihren finanziellen und ideellen Rückhalt. Sie standen mir mit Rat und Tat in allen Lebenslagen zur Seite. Ihre Unterstützung hat das ausgiebige Studium der Beziehung von Recht und Finanzwesen erst ermöglicht. Gleichwohl ist die Fertigstellung dieser Arbeit ohne den ermutigenden Zuspruch meiner lieben Ehefrau *Berit*, die mir so häufig den Rü-

Vorwort des Autors

cken freigehalten und meine Launen auf wundervolle Weise ertragen hat, für mich nicht vorstellbar. Ihnen die vorliegende Arbeit zu widmen bedurfte daher keiner Überlegung.

Frankfurt am Main, im September 2019

Max Weber

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	13
Hintergrund und Fragestellung der Untersuchung	23
§ 1 Der OTC Derivatehandel bis zum Ausbruch der Finanzkrise in Theorie und Realität	27
A. Die Entwicklung des modernen Finanzsystems als Folge eines ökonomischen Leitbildes	27
I. Der klassische Neoliberalismus und das moderne Finanzsystem	27
II. Die Finanzialisierung der Wirtschaft und ihre Folgen für die Regulierung des Finanzsystems	31
B. Verwirklichung der mit dem OTC Derivatehandel verbundenen Risiken	35
I. Der OTC Derivatehandel vor der Finanzkrise	35
1. Unternehmenskrise der Metallgesellschaft AG	37
2. Das Long Term Capital Management (LTCM)-Debakel	38
II. OTC Derivatekontrakte im Zuge der Finanzkrise	41
1. Der Zusammenbruch von Bear Stearns	43
2. Der Untergang von Lehman Brothers	45
3. Die Schieflage der American International Group (AIG)	47
C. Zwischenfazit und weitergehende Überlegungen	49
§ 2 Finanzmärkte, (In-)Stabilität und die Institution des Rechts	52
A. Klassische Theorien zur Funktionsweise der Finanz- und Kapitalmärkte	52
I. Die Effizienzmarkthypothese und ihre Grenzen	52
II. Finanzmärkte unter den Begrenzungen der beschränkten Liquidität und unvollkommenen Voraussicht	56
B. Perspektivwandel nach der Finanzkrise – Die Institution des Rechts im Finanzsystem	58
I. Revision der Law and Finance School	58

II. Hierarchie und Liquidität im Finanzsystem: Die Money View of Finance	60
1. Liquidität und „survival constraint“	60
2. Die hierarchische Struktur des Finanzsystems	62
3. Transformation der Zentralbank vom lender of last resort zum dealer of last resort	64
4. Zwischenfazit	66
III. Law in Finance – Die Legal Theory of Finance	67
1. Finanzmärkte als regelgebundene Systeme	67
2. Recht als eine Quelle der Instabilität des Finanzsystems (Das Law-Finance Paradox)	71
3. Elastizität des Rechts entlang der hierarchischen Struktur des Finanzsystems	73
a) Elastizität des Rechts als Antithese zur Rechtsqualität	73
b) Macht als Ordnungspotenz im Finanzsystem	76
IV. Zwischenfazit und anknüpfende Fragestellungen	77
C. Entstehung und Entwicklung von Finanzmärkten im Lichte der Wechselwirkung von Recht und Finanzwesen	80
I. Die Wechselseitigkeit von Recht und Finanzwesen am Beispiel der Entwicklung des Schattenbankensystems	80
1. Regulierendes und konstituierendes Recht im Finanzsektor	80
2. Das Schattenbankensystem und dessen Beitrag zur globalen Finanzkrise	86
a) Das Schattenbankensystem	86
b) Ausgewählte Instrumente des Schattenbankensystems: Repo, ABCP und MMMF	88
c) Beitrag zur Finanzkrise	91
3. Zwischenfazit	94
II. Folgenorientierung des Rechts – Marktregulierung unter dem Rückzug des Staates	95
1. Private Marktregulierung am Beispiel der International Swaps and Derivatives Association (ISDA)	95
a) Entstehung, Arbeitsweise und Funktion	97
aa) Markteffizienz durch Industriestandards	98
bb) Markteffizienz durch Forderungsnetting	100
cc) Risiken durch den Einsatz von walk-away Klauseln	101

dd) Die Standardisierung des wechselseitigen Austauschs von Sicherheiten	103
ee) Die Beziehung von ISDAs „soft law“ und staatlichem Recht	105
b) Politische Ökonomie und konzeptionelle Einordnung	107
2. Zwischenfazit	109
§ 3 Die neue Marktinfrastruktur im OTC Derivatehandel im Anschluss an die vergangene Finanzkrise	112
A. Die Entwicklung derivativer Finanzinstrumente unter der Wechselwirkung von Recht und Finanzwesen	112
I. Entstehung und politische Ökonomie des OTC Derivatehandels – ein Umriss	112
1. Skizzierung der Entstehungsgeschichte	112
2. Die Entwicklung spekulativer Derivatekontrakte außerhalb gerichtlicher Durchsetzbarkeit	118
3. Marktentwicklung und Marktordnung des OTC Derivatehandels in den USA, im Vereinigten Königreich und in Deutschland	119
a) USA und Vereinigtes Königreich	119
b) Deutschland	122
aa) Optionen	123
bb) Forwards	124
cc) Swaps	125
dd) Credit Default Swaps	125
II. Chancen und Risiken im Zusammenhang mit dem OTC Derivatehandel	128
1. Risiken	129
a) Informationsasymmetrien	130
b) Systemische Risiken	132
2. Chancen	132
3. Einordnung	134
III. Die Wechselwirkung von Recht und Finanzwesen	135
1. Sicherheitsleistung und Rechtsrisiko im Markt	135
2. Private Regulierung von unvollständigen Verträgen im Finanzsystem	139
IV. Zwischenfazit	144

B. Zentrales Gegenparteiclearing von OTC Derivatekontrakten	144
I. Die Bedeutung von zentralen Gegenparteien für die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors	144
1. Entwicklung und Grundgedanke	144
2. Die Verpflichtung zum Gegenparteiclearing im Anschluss an die vergangene Finanzkrise	148
II. Funktionsweise des zentralen Gegenparteiclearings von OTC Derivatekontrakten	152
1. Vertragsnovation	152
2. Sicherheitenstellung und Margining	154
3. Multilaterales Vertragsnetting	156
4. Übertragung von Derivatepositionen	156
5. Maßnahmen zur Stabilisierung der zentralen Gegenpartei und damit einhergehende Risiken	159
6. Interoperabilität	161
7. Chancen und Risiken im Zusammenhang mit der Funktionsweise des zentralen Gegenparteiclearings	162
III. Die zentrale Gegenpartei im Markt – Risiken durch strukturbedingte Marktversagen	164
1. Die zentrale Gegenpartei als wesentliche Einrichtung und Netzwerkindustrie	164
2. Skalen- und Netzwerkeffekte im zentralen Gegenparteiclearing	166
3. Die natürliche Monopoleigenschaft der zentralen Gegenpartei	167
C. Zwischenfazit	167
§ 4 Die zentrale Gegenpartei in der Wechselwirkung von Recht und Finanzwesen	169
A. Die Verflechtung der zentralen Gegenpartei mit dem Finanzsystem	169
I. Die Marktstruktur im zentralen Gegenparteiclearing	169
1. Marktstrukturen privater Akteure im modernen Finanzsystem	169
a) Problemstellung	169
b) Marktordnung kraft Systemhierarchie	171
c) Marktordnung kraft Marktverhalten	172
2. Ordnende Akteure im zentralen Gegenparteiclearing	175
a) Risiken durch die Konzentration von Macht	175

b) Risiken durch Marktverhalten	177
c) Bedenken bei der Vornahme von Markteingriffen	178
II. Die zentrale Gegenpartei in der rechtlichen Verfasstheit des Finanzsystems	183
1. Bankenspezifische Risiken im zentralen Gegenparteiclearing	183
2. Recht und Finanzwesen in der Wechselwirkung	184
III. Zwischenfazit	187
B. Die Unabdingbarkeit staatlicher Unterstützung im Finanzsystem und die damit verbundene Notwendigkeit der Einbindung des Staates in den Markt	188
I. Narrative der Entwicklung des modernen Bankensystems	188
1. Die Entfaltung des Sichteinlagensystems als Quelle der Fragilität des modernen Bankwesens	188
2. Ausweitung der staatlichen Stützung im Zuge der Entwicklung des marktbasieren Finanzwesens	191
3. Sichtbarkeit der instrumentellen und institutionellen Hierarchie in der Krise	192
II. Die Grundverantwortung des Staates für die Wahrung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems	195
III. Die Einbindung des Staates in den Markt – ein Rückgriff auf ordolibere Leitgedanken	199
1. Die Wirtschaftsverfassung	199
2. Vertragsfreiheit und Haftungsprinzip	200
3. Ordolibere Leitgedanken in der heutigen Finanzwelt	202
IV. Zwischenfazit	207
C. Folgenorientierung des Rechts – Flexibilität im Recht und Marktdisziplin als präventive Instrumente zur Stabilisierung des Finanzsystems	208
I. Problemaufriss	208
II. Flexibilität im Recht	211
1. Elastizität und Flexibilität des Rechts in der Vergangenheit	213
a) In den USA	213
b) In Deutschland	214
2. Flexibilität im modernen Finanzsystem	215
III. Ausgleichspflicht zur Wiedererstarkung von Disziplin im Finanzsystem	220
1. Vermögenstransfer in der Systemhierarchie	220

Inhaltsverzeichnis

2. Marktdisziplin als regulatorisches Instrument	221
3. Ausgleichsverpflichtung in der Systemhierarchie	224
a) „Systemrelevantes“ Eigentum	224
b) Vertragshandeln im Finanzsektor	227
IV. Recht zwischen Marktdynamik und Marktordnung	229
D. Synthese: Modifizierung des gegenwärtigen Regulierungsdesigns	232
I. Die zentrale Gegenpartei als Public-Private-Partnership	232
1. Die Integration staatlicher Institutionen in das Clearingsystem	232
a) Skizzierung eines PPP-Modells für das OTC Derivateclearing	235
b) Überlegungen zur Bepreisung eines adäquaten Liquiditätszinses	237
2. Marktaustritt einer erfolglosen zentralen Gegenpartei im PPP-Modell	239
II. Chancen und Risiken der modifizierten Marktinfrastruktur	240
Zusammenfassung und Ausblick	243
A. Zusammenfassung	243
B. Ausblick	245
Literaturverzeichnis	247

Abkürzungsverzeichnis

a.	auch
a.A.	andere Ansicht
AaO	Am angegebenen Ort
ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABl.	Amtsblatt
ABS	Asset-Backed Securities
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AIG	American International Group, Inc.
AIG FP	AIG Financial Products
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
Am. Soc. Rev.	American Sociological Review
Ann.	Queen Anne
Ann. Rev. Soc.	The Annual Review of Sociology
Annals Fin.	Annals of Finance
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Banque de France Fin. Stab. Rev.	Banque de France Financial Stability Review
BB	Betriebs-Berater
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
Bd.	Band
Berkeley Bus. L. J.	Berkeley Business Law Journal
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt

Abkürzungsverzeichnis

BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs
BIS	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Bspw.	Beispielsweise
Bus. Ethics Q.	Business Ethics Quarterly
Butterworths J. Int. Bank. & Fin. L.	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
c.	Chapter
C.F.R.	Code of Federal Regulations
Calif. L. Rev.	California Law Review
Cambridge J. Econ.	Cambridge Journal of Economics
Capital Markets L. J.	Capital Markets Law Journal
CAPM	Capital Asset Pricing Modell
CBOE	Chicago Board Options Exchange
CBOT	Chicago Board of Trade
CCP	Central Counterparty/Zentrale Gegenpartei
CDS	Credit Default Swap
CEPR	Center for Economic Policy Research
CFMA	Commodities Futures Modernization Act of 2000
CFTC	Commodities Futures Trading Commission
Ch.	Chapter/Kapitel
CLC	Clearinghouse loan certificates
CM	Clearing member
CME	Chicago Mercantile Exchange

Colum.	Columbia
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. J. Trans. L.	Columbia Journal of Transnational Law
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp.	Corporation
CRD IV	Capital Requirements Directive, RL 2013/36/EU
Critical Rev.	Critical Review
CRR	Capital Requirements Regulation, VO (EU) Nr. 575/2013
CRV	Clearing-Rahmenvertrag
D.C.	District of Columbia
Ders.	Derselbe
DFA	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L. No. 111–203
Dies.	Dieselbe/Dieselben
DOLR	Dealer of last resort
Duke L. J.	Duke Law Journal
DZPhil	Deutsche Zeitschrift für Philosophie
Ebd.	Ebenda
Econ. Hist. Rev.	Economic History Review
EMH	Efficient Capital Market Hypothesis
EMIR	Verordnung über die Europäische Marktinfrastruktur, VO (EU) Nr. 648/2012
Emory L. J.	Emory Law Journal
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
EU	Europäische Union/Europäisch/e
Eur. Bus. Org. L. Rev.	European Business Organization Law Review
Eur. Rev. Priv. L.	European Review of Private Law
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende/folgender

Abkürzungsverzeichnis

Fannie	Fannie Mae/Federal National Mortgage Association
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
Fed	Federal Reserve System
Fed. Reg.	Federal Register
Fed. Res. Bank St. Louis Rev.	Federal Reserve Bank of St. Louis Review
ff.	fortfolgend/e
Fin. Analysts J.	Financial Analysts Journal
Finanzkrise	Globale Finanzkrise von 2007–2009
Fn.	Fußnote
FR	Frankfurter Rundschau
FRBCh	Federal Reserve Bank of Chicago
FRBCh Econ. Persp.	Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives
FRBCh Working Paper	Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper
FRBCL Econ. Rev.	Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review
FRBKC	Federal Reserve Bank of Kansas City
FRBNY	Federal Reserve Bank of New York
FRBNY Econ. Pol’y Rev.	Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review
FRBNY Staff Report	Federal Reserve Bank of New York Staff Report
FRBStL Rev.	Federal Reserve Bank of St. Louis Review
Freddie	Freddie Mac/Federal Home Loan Mortgage Corporation
FSA	Financial Services Authority/Financial Services Act
FSB	Financial Stability Board
FSMA	Financial Services and Markets Act
FSOC	Financial Stability Oversight Council

FT	Financial Times
Ga. L. Rev.	Georgia Law Review
Gem.	Gemäß
Geo. L. J.	The Georgetown Law Journal
Geo. Mason L. Rev.	George Mason Law Review
Geo. Wash. L. Rev.	The George Washington Law Review
GG	Grundgesetz
Governance	Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions
Grds.	Grundsätzlich
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. J. Legis.	Harvard Journal on Legislation
Harv. Neg. L. Rev.	Harvard Negotiation Law Review
Hrsg.	Herausgeber
i.d.S.	in diesem Sinne
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	In Verbindung mit
IBM	International Business Machines Corp.
ICMA	International Capital Market Association
IM	Initial Margin/Ersteinschusszahlung
IMF	International Monetary Fund
Inc.	Incorporated
Indus. Mgmt. Rev.	Industrial Management Review
insb.	insbesondere
Int. Aff.	International Affairs
Int. J. Pol. Econ.	International Journal of Political Economy
Int. Rev. Soc.	International Review of Sociology
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
IWF	Internationaler Währungsfonds
J. Applied Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Bank. & Fin.	Journal of Banking and Finance
J. Bus.	Journal of Business

Abkürzungsverzeichnis

J. Civ. Soc’y	Journal of Civil Society
J. Comp. Econ.	Journal of Comparative Economics
J. Consumer Aff.	Journal of Consumer Affairs
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law
J. Econ. Beh. & Org.	Journal of Economic Behavior & Organization
J. Econ. Hist.	Journal of Economic History
J. Econ. Issues	Journal of Economic Issues
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Fin. & Quant. Analysis	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Econ. Pol’y	Journal of Financial Economic Policy
J. Fin. Reg.	Journal of Financial Regulation
J. Fin. Service Res.	Journal of Financial Service Research
J. Fin. Stab.	Journal of Financial Stability
J. Int. Bank. L. & Reg.	Journal of International Banking Law & Regulation
J. L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics, and Organization
J. Money, Credit & Bank.	Journal of Money, Credit and Banking
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
KOM	Kommission
KredReorgG	Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten
KWG	Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesensgesetz)
L.	Law

L. & Fin. Markets Rev.	Law and Financial Markets Review
LFS	Law and Finance School
LOLR	Lender of last resort
LTCM	Long Term Capital Management L.P.
LTF	Legal Theory of Finance
m.w.N	Mit weiteren Nachweisen
MA	Master Agreement
MBSs	Mortgage-backed securities
Md. L. Rev.	Maryland Law Review
MGRM	Metallgesellschaft Refining and Marketing
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive, RL 2004/39/EG
MiFID II	RL 2014/65/EU
MiFIR	Marktes in Financial Instruments Regu- lation, VO (EU) Nr. 600/2014
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
MüKo	Münchener Kommentar
MVF	Money View of Finance
N. C. L. Rev.	North Carolina Law Review
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Number
Notre Dame J. L. Ethics & Pub. Pol'y	Notre Dame Journal of Law, Ethics & Pub- lic Policy
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
Nr.	Nummer
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NY Times	New York Times
NYU J. Int. L. & Pol.	New York University Journal of Interna- tional Law and Politics
NYU L. Rev.	New York University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
Occ.	Occasional

Abkürzungsverzeichnis

OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
OTC	Over-the-counter/außerbörslich
PPP	Private-Public-Partnership
Pub.	Public
Pub. L.	Public Law
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
Q. Rev.	Quarterly Review
Repo	Rückkaufvereinbarung
Rev. Accounting Stud.	Review of Accounting Studies
Rev. Asset Pricing Stud.	The Review of Asset Pricing Studies
Rev. Bank. & Fin. L.	Review of Banking and Finance Law
Rev. Econ. & Stat.	The Review of Economics and Statistics
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies
Rev. Fin. Stud.	The Review of Financial Studies
Rev. Int. Pol. Econ.	Review of International Political Economy
RGZ	Reichsgerichtshof
Rn.	Randnummer
S.	Satz/Seite(n)
s.	section/siehe
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
s.a.	siehe auch
SAG	Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen
SBS	Schattenbankensystem/-sektor
SEC	Securities Exchange Commission
Sec.	Section
Socio-Econ. Rev.	Socio-Economic Review
sog.	sogenannte/r
SPV	Special Purpose Vehicle/Zweckgesellschaft

SSM	Single Supervisory Mechanism/Einheitlicher Aufsichtsmechanismus
Stan. J. L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Stat.	U.S. Statutes at Large
TBTF	Too-big-to-fail
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
TITF	Too-interconnected-to-fail
u.	und
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Mich. J. L. Reform	University of Michigan Journal of Law Reform
U. Pa J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U.S.	United States/United States Reports/United States Supreme Court
U.S.C.	United States Code
Urt.	Urteil
v.	vom
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vgl.	Vergleiche
Vic.	Queen Victoria
Virg. L. & Bus. Rev.	Virginia Law and Business Review
Virg. L. Rev.	Virginia Law Review
VM	Variation Margin
VMGH	Variation Margin Gain Haircutting
VO	Verordnung
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
Wash. U. J.L. & Pol'y	Washington University Journal of Law and Policy
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review

Abkürzungsverzeichnis

WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium. Zeitschrift für Studium und Forschung
WM	Wertpapiermitteilungen
WP	Working Paper
WSJ	The Wall Street Journal
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
z.B.	Zum Beispiel
ZBB/JBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft/Journal of Banking Law and Banking
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZGS	Zeitschrift für das gesamte Schuldrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

Hintergrund und Fragestellung der Untersuchung

Das Haftungsprinzip ist eines der Grundpfeiler der *ordoliberalen* Wirtschaftsordnung der Freiburger Schule.¹ Demzufolge hat der, der den Nutzen hat, auch den Schaden zu tragen.² Von diesem privatrechtlichen Grundprinzip hat sich die Finanzwelt beinahe diametral entfernt. Die Entwicklung des modernen Finanzsystems geht maßgeblich auf das Leitbild des klassischen Neoliberalismus zurück, der das Primat selbstregulierender Märkte postuliert.³ Infolge einer jahrzehntelangen Politik der staatlichen Zurückhaltung gegenüber Marktinterventionen im Finanzsektor hat sich das klassische Bankengeschäft fundamental gewandelt, vom Begründen und Halten („*originate and hold*“) zum Begründen und Verteilen („*originate and distribute*“) von Kreditportfolios.⁴

An der damit einhergehenden *Finanzialisierung der Wirtschaft*⁵ hat insbesondere die Institution des Rechts⁶ mitgewirkt, die im Lichte der Wechselwirkung von Recht und Finanzwesen⁷ stetig neue „Finanzinnovationen“ in Gestalt von Vertragskonstrukten hervorgebracht hat. Im Zuge dessen hat sich eine Eigendynamik entwickelt, in der die dienende Funktion der Finanz- und Kapitalmärkte in den Hintergrund gerückt ist. Vor diesem Hintergrund hat *Janet Yellen* in ihrer ersten Ansprache als damalige Präsidentin des Federal Reserve Systems im Jahr 2014 zur Besinnung aufgerufen: „*Although we work through financial markets, our goal is to help Main Street, not Wall Street.*“⁸

Die Gewährleistung von Vertragsfreiheit hat die Erzeugung komplexer Finanzinnovationen ermöglicht und dadurch die strukturbedingte Komplexität und Undurchsichtigkeit des gegenwärtigen Finanzsystems begünstigt. Vor allem im Vorfeld der globalen Finanzkrise konnte sich eine un-

1 S. dazu § 4 B. III. 3.

2 *Eucken*, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, S. 279.

3 S. dazu § 1 A. I.

4 S. dazu § 1 C., § 2 C. I. 1. u. § 4 A. II.

5 S. dazu § 1 A. II.

6 S. dazu näher § 2 u. § 4.

7 S. dazu § 2 B. III. u. § 3 A. III.

8 *Yellen*, Rede an der National Interagency Community Reinvestment Conference (31. März 2014).

überschaubare Risikoverteilung im Finanzsektor herausbilden, die die Stabilisierung des Systems in der Krise zusätzlich erschwert hat.

Beispielhaft für die Entstehung solcher Finanzkontrakte ist die explosionsartige Entfaltung des globalen außerbörslichen (OTC) Derivatehandels, die abseits einer staatlichen Marktordnung private Marktstrukturen zum Vorschein gebracht hat. Gleichwohl fördert eine Untersuchung dieser Marktstrukturen im Lichte der institutionellen Wechselwirkung von Recht und Finanzwesen zu Tage, dass es privaten Akteuren nicht zu gelingen vermag, eine nachhaltige Marktinfrastruktur zu etablieren, die sich von staatlichem Recht und staatlichem Rückhalt entkoppelt hat. Insbesondere im Hinblick auf das Konzept der wechselseitigen Sicherheitenstellung sind private Akteure darin gescheitert, Substitute für staatliche gestützte Instrumente⁹ zu erzeugen. Vielmehr hat die globale Finanzkrise eine fundamentale Abhängigkeit des Finanzsystems von staatlichem Rückhalt offenbart.

Vor diesem Hintergrund knüpft die vorliegende Untersuchung an den im Nachgang der globalen Finanzkrise entfachten Perspektivwechsel an, der durch die *Money View of Finance*¹⁰ zur Bedeutung von Liquidität im Finanzsystem und seiner Hierarchie in Krisenzeiten sowie der *Legal Theory of Finance*¹¹ zur Bedeutung der Institution des Rechts im globalen Finanzwesen in Gang gebracht wurde. Anhand der postkrislichen Verpflichtung zum zentralen Gegenparteiclearing (CCP-Clearing) im Wege der neuen Marktinfrastruktur für den OTC Derivatehandel untersucht sie, inwiefern Staat und Markt enger zur nachhaltigen Stärkung des Finanzsystems zusammerrücken müssen.

Im Gleichschritt mit den Finanzkrisen der vergangenen Jahrzehnte haben stetig komplexer werdende Regulierungsreformen vergeblich eine passende Antwort auf die Dynamik des Finanzsystems gesucht. Anstatt die grundlegenden Antriebskräfte und die fundamentale Instabilität des Finanzsystems zu beleuchten, wurde häufig in reaktionärer Weise an Stellschrauben gedreht, die allenfalls kurzfristig stabilisierende Wirkung entfalten konnten. Eines der inhärenten Konflikte des gegenwärtigen Systems ist das *Law-Finance Paradox*, das die *Legal Theory of Finance* zu Tage gefördert hat. Demzufolge kann rigide Normativität ohne Entspannung in der Krise das Finanzsystem zum Zusammenbruch bringen. Zugleich aber schwächt Flexibilität im Recht als Antwort auf die zunehmenden kognitiven Erwar-

9 S. dazu § 4 A. I. 3.

10 S. dazu § 2 B. II.

11 S. dazu § 2 B. III.

tungen der Finanzteilnehmer die normative Standhaftigkeit des Rechts. Daraus ergeben sich diverse Folgeprobleme, wie moralische Risiken, externe Effekte und ein systembedingtes Auseinanderfallen von Chancen- und Risikotragung.

Die Fruchtbarmachung der modernen Finanztheorie im Zuge der Finanzialisierung der Wirtschaft hat komplexe Finanzprodukte hervorgebracht, die insbesondere im OTC Derivatehandel wiederzufinden sind. Die Entwicklung dieser Finanzmärkte im Sinne der Neoklassik, abseits eines geeigneten staatlichen Korrektivs, steht im Zusammenhang mit zahlreichen Unternehmenskrisen, die **Kapitel 1** (§ 1) dieser Arbeit partiell darstellt. Obgleich diese ausgewählten Fälle den Schluss nahelegen, dass zur nachhaltigen Stabilisierung des Finanzsystems staatliche Interventionen notwendig sind, wurde am Dogma der selbstregulierenden Märkte in Politik, Wissenschaft und Praxis im Wesentlichen bis zur Aufarbeitung der vergangenen Finanzkrise festgehalten.

Daran anknüpfend zeigt sich dieses Umdenken in **Kapitel 2** (§ 2), das den etablierten klassischen Theorien zur Funktionsweise der Finanz- und Kapitalmärkte einen postkrislichen Perspektivwandel gegenüberstellt. Im Zuge dessen ist die Bedeutung des Rechts für die (In-)Stabilität des Finanzsystems stetig in den Fokus gerückt. Bereits mit Begründung der *Law and Finance School* kurz vor der Jahrtausendwende wurde der Institution des Rechts für die Effizienz der Finanz- und Kapitalmärkte gewichtige Bedeutung beigemessen. Gleichwohl hebt erst die *Legal Theory of Finance* ausdrücklich hervor, dass die Institution des Rechts nicht nur untrennbar mit dem Finanzsystem verbunden ist, sondern vielmehr eine Wechselwirkung zwischen Recht und Finanzwesen vorzufinden ist, die entscheidende Rückschlüsse für die Regulierung von Finanzmärkten zulässt.

Im Anschluss bringt die Untersuchung privater Ordnungsstrukturen in Gestalt des Schattenbankensystems und der ISDA als Interessenvertretung führender Händlerbanken ans Licht, dass private Akteure nur eingeschränkt Parallelstrukturen zur staatlich gestützten Rechtsordnung etablieren können. Vor allem in der Krise offenbart sich die systembedingte Abhängigkeit vom Rückhalt des Staates als Liquiditätsgeber im Sinne eines *lender of last resort* sowie als Garant für die Bindungswirkung rechtlicher Beziehungen.

Im Zuge weitreichender Finanzmarktreformen im Nachgang der globalen Finanzkrise sollte der außerbörsliche Derivatehandel auf dem Weg zu einem robusten Finanzsystem durch eine neue Marktinfrastruktur an Transparenz, Liquidität und Stabilität gewinnen. **Kapitel 3** (§ 3) beleuchtet zunächst die Entstehung und politische Ökonomie des OTC Derivate-

handels. Dergestalt wird deutlich, dass die im Anschluss an die Krise eingeführte Verpflichtung zum zentralen Gegenparteiclearing im OTC Derivatehandel in eine komplexe Marktstruktur integriert ist, was diverse Herausforderungen mit sich bringt. Anschließend werden die zahlreichen Potentiale des CCP-Clearings umrissen, die die Chance auf einen nachhaltigen Beitrag zur Stabilisierung des Finanzsystems bieten.

Gleichwohl fördert die kritische Untersuchung des CCP-Clearings in **Kapitel 4** (§ 4) zu Tage, dass dieses Konzept mit diversen Schwachstellen behaftet ist, die zum einen aus der Funktionsweise und Struktur einer zentralen Gegenpartei folgen und zum anderen ihrer Verflechtung mit weiteren systemrelevanten Marktteilnehmern und ihrer Einbettung in eine komplexe Marktstruktur entstammen. Aus diesem Grunde ist auch die Funktionsweise des CCP-Clearings von staatlichem Rückhalt abhängig. Vor allem aber zeigt sich, dass diese neue Marktinfrastruktur nicht ausreichend auf die eingangs betonte institutionelle Wechselwirkung von Recht und Finanzwesen eingestellt ist. Dies wird bei Beleuchtung des CCP-eigenen Margining-Konzepts sichtbar, das auf dem wechselseitigen Austausch von Sicherheiten beruht und in der Krise Liquiditätsengpässe intensivieren kann. Hier bedarf es flexibler Momente in den rechtlichen Bindungen von Finanzakteuren, um die Bindungswirkung des Rechts in der Krise vorübergehend zu korrigieren.

In Anbetracht dessen schließt die vorliegende Arbeit mit dem Versuch der Skizzierung eines modifizierten Clearing-Modells ab. Die herausgearbeiteten Dysfunktionalitäten im Finanzsektor legen eine Ausgestaltung der zentralen Gegenpartei als *Public-Private-Partnership* nahe. So folgt aus der Einordnung von Finanzstabilität als öffentliches Gut, dass die Bereitschaft privater Akteure zur Tätigkeit diesbezüglicher Investitionen auf ihr Eigeninteresse beschränkt ist. Demgegenüber fördert ein Einschreiten des Staates als Rettungsanker die Entstehung moralischer Risiken, die ihrerseits destabilisierende Wirkung entfalten können. Im Wege des Zusammenwirkens von staatlichem Rückhalt und wettbewerblichen Marktstrukturen bietet sich für ein modifiziertes CCP-Clearing hingegen die Chance, einen nachhaltigen Beitrag zur Stärkung des Finanzsystems zu leisten.

§ 1 Der OTC Derivatehandel bis zum Ausbruch der Finanzkrise in Theorie und Realität

A. Die Entwicklung des modernen Finanzsystems als Folge eines ökonomischen Leitbildes

I. Der klassische Neoliberalismus und das moderne Finanzsystem

Der Zusammenbruch des globalen Finanzsystems in der Finanzkrise von 2007–2009 und die anschließende große Rezession waren mit desaströsen Folgen für die Weltwirtschaft verbunden.¹² Sie finden ihren Ursprung in einem Zusammenspiel verschiedenartiger Versagen auf Seiten von Marktteilnehmern, der Marktaufsicht sowie der Politik.¹³ Die Entwicklung der Finanzmärkte hin zum modernen Finanzwesen der Gegenwart geht indes entscheidend auf die Prämissen der angelsächsischen Neoklassik zurück, die ökonomischem Verhalten perfekte Bedingungen zugrunde legt.¹⁴ Demzufolge handelt der individuelle Konsument zur Nutzenmaximierung unter Budgetbeschränkung und Unternehmen streben nach Profitmaximierung unter Nachfrage- und Kostenbedingungen. Die Neoklassik geht von vollkommenen Märkten ohne Transaktionskosten aus.¹⁵ Alle Ressourcen sind privaten Eigentümern zugeordnet, die wiederum ihre Mittel für Produktionszwecke und nur gegen pekuniäre Anreize anordnen.¹⁶ Das Leitbild des klassischen Neoliberalismus postuliert, dass der Marktmecha-

12 Zur Übersicht *Ricks*, *The Money Problem*, S. 113–122.

13 Zu den mittelbaren u. unmittelbaren Ursachen für die Entwicklung des Finanzsystems bis zu seinem Zusammenbruch in der globalen Finanzkrise *Rudolph*, 39 *ZGR* (2010), 1–47; *Acharya/Richardson*, 21 *Critical Rev.* (2009), 195–210; *Horn*, 8 *BKR* (2008), 452–459. Zur politischen Ökonomie *Ferguson/Johnson*, 38:1 *Int. J. Pol. Econ.* (2009), 3–34; *Carruthers/Kim*, 37 *Annu. Rev. Sociol.* (2011), 239–259; *Froud/Nilsson/Moran/Williams*, 25 *Governance* (2012), 35–59. Zur Schilderung der Geschehnisse in den USA bei Ausbruch der Finanzkrise *Stewart*, *The New Yorker* (21.9.2009), 58–81.

14 *Carruthers/Kim*, 37 *Annu. Rev. Sociol.* (2011), 239 (244 f.). Die neoklassische Wirtschaftstheorie ist maßgeblich zurückzuführen auf *Marshall*, *Principles of Economics*, *Menger*, Grundsätze der Volkswirtschaftslehre u. *Walras*, *Éléments d'économie politique pure ou théorie de la richesse sociale*.

15 *De Alessi*, 73 *Am. Econ. Rev.* (1983), 64 (65).

16 *De Alessi*, 73 *Am. Econ. Rev.* (1983), 64 (65).

nismus eine effiziente Ressourcenallokation gewährleisten kann und basiert daher weitestgehend auf der Vorstellung selbstregulierender Märkte ohne die Notwendigkeit eines staatlichen Korrektivs.¹⁷ Insbesondere in den USA wurde dieses Leitbild von politischen Entscheidungsträgern wie von Marktakteuren anvisiert.

Während sich die Lager in Wissenschaft und Politik in Aufarbeitung der globalen Finanzkrise vor allem in den USA zu einem großen Teil in Verfechter der Hypothese des Politik- und Regierungsversagens¹⁸ und die Hypothese des Marktversagens¹⁹ aufteilen lassen, stützt sich eine dritte Hypothese auf den „Abbau des geteilten Wohlstands“.²⁰ Letztere sieht den Ursprung der Finanzialisierung der Wirtschaft und die Expansion der Finanzmärkte bis hin zur vergangenen Finanzkrise maßgeblich in der angelsächsischen neoliberalen Denkrichtung. Neben mangelhafter Marktaufsicht, Politikversagen und Interessenskonflikten zwischen Marktteilnehmern, Aufsehern und Politik, haben eine wachsende Einkommensungleichheit zugunsten des Finanzsektors und die Inflation von Vermögenswerten einen elementaren Beitrag zur Finanzkrise geleistet.²¹ Besonders der von den Neoliberalen in den USA populär gemachte *trickle-down Effekt*, demzufolge eine Konzentration von Reichtum unter Wenigen zur Ankerbildung der Wirtschaft führt und so einen volkswirtschaftlichen Gesamtnutzen hat, hat sich als Farce erwiesen.²²

17 Zur Abgrenzung u. Einordnung s. § 2 A. I.; zum Marktversagen u. der Notwendigkeit staatlicher Eingriffe s. *Musgrave/Musgrave/Kullmer*, Die öffentlichen Finanzen in Theorie u. Praxis, S. 6–15; *Fritsch/Wein/Ewers*, Marktversagen u. Wirtschaftspolitik, S. 68 f., 77 u. 80 f.

18 *Friedman*, 21 *Critical Rev.* (2009), 127–183. S.a. *Palley*, From Financial Crisis to Stagnation, S. 23 f.

19 *Palley*, From Financial Crisis to Stagnation, S. 24–26. Grundlegend zum Marktversagen u. Korrektionsmöglichkeiten *Fritsch/Wein/Ewers*, Marktversagen und Wirtschaftspolitik, Teil II. Zum Zusammenwirken von Staats- u. Marktversagen *Horn*, 8 BKR 2008, 452 (456 f.).

20 Zur Übersicht *Palley*, From Financial Crisis to Stagnation, S. 21 f.; vertieft *ders.*, The Levy Institute of Bard College, Public Policy Brief No. 97 (2009). Zur herausragenden Bedeutung von Regulierungsversagen für Marktversagen *Friedman*, 21 *Critical Rev.* (2009), 127–183.

21 *Palley*, Financialization, S. 207.

22 Zur Steigerung des Allgemeinwohls durch eine „unsichtbare Hand“ s. bereits *Smith*, Theorie der ethischen Gefühle, S. 296 f. Zum Versagen der trickle-down Ökonomik s. *Stiglitz*, The Great Divide, S. 93, 268 u. 404 f.; *Tcherneva*, WP No. 772 (2013) m.w.N.; s.a. *Galbraith*, Inequality and Instability, S. 289–293.