

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.

Zagl.: 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

Inhaltsverzeichnis

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

Inhaltsverzeichnis

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 ordoliberalen Leitgedanken	199
1. Die Wirtschaftsverfassung	199
2. Vertragsfreiheit und Haftungsprinzip	200
3. Ordoliberalen Leitgedanken in der heutigen Finanzwelt	202
IV. Zwischenfazit	207
C. Folgerorientierung 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