

# Inhaltsübersicht

Vorwort .....	VII
Inhaltsverzeichnis.....	XI
Abkürzungsverzeichnis .....	XXXIII

Einleitung .....	1
------------------	---

<b>Kapitel 1: Ökonomische Analyse der Notwendigkeit staatlicher Regulierung von Finanzinstrumenten .....</b>	<b>15</b>
--	-----------

§ 1 <i>Marktversagen bei komplexen Finanzinstrumenten .....</i>	<i>17</i>
---	-----------

§ 2 <i>Ökonomische Analyse des konkreten Regulierungsbedarfs .....</i>	<i>57</i>
--	-----------

<b>Kapitel 2: Materielle staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente als Element des Versicherungsfinanzaufsichtsrechts.....</b>	<b>151</b>
---	------------

§ 3 <i>Rechtspflicht der BaFin zur materiellen Aufsicht über die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen im Rahmen der Geeignetheitsprüfung .....</i>	<i>153</i>
---	------------

§ 4 <i>Funktionsanalyse der Geeignetheitsprüfung von Kapitalanlagen .....</i>	<i>196</i>
---	------------

<b>Kapitel 3: Analyse des Wertpapieraufsichtsrechts hinsichtlich einer behördlichen Rechtspflicht zur materiellen Aufsicht über Finanzinstrumente.....</b>	<b>370</b>
--	------------

§ 5 <i>Wertpapierhandelsaufsichtsrecht .....</i>	<i>370</i>
--	------------

§ 6	<i>Prospektaufsichtsrecht</i> .....	387
§ 7	<i>Aufsicht über Investmentvermögen</i> .....	410
§ 8	<i>Materielle Finanzproduktaufsicht als wertpapieraufsichtsrechtliches Regulierungsinstrument</i> .....	426

#### Kapitel 4: Analyse des Bank(finanz)aufsichtsrechts hinsichtlich einer Pflicht der BaFin zur materiellen Finanzproduktaufsicht.....

431

§ 9	<i>Instituts- und Missstandsaufsicht nach § 6 KWG</i> .....	431
§ 10	<i>Aufsichtliche Überprüfung und Beurteilung von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten</i> .....	432
§ 11	<i>Übertragung des versicherungsrechtlichen Regulierungsinstruments der materiellen Finanzproduktaufsicht auf die Bankaufsicht</i> .....	442

#### Kapitel 5: Rechtsfolgenbetrachtung.....

451

§ 12	<i>Rechtsfolgen bei fehlender oder unzureichender Umsetzung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente</i> .....	451
§ 13	<i>Rechtsfolgen bei fehlender Transparentmachung von Prüfergebnissen der materiellen Finanzproduktaufsicht</i> .....	462

Synthese ..... 467

Literatur- und Quellenverzeichnis..... 473

Sachregister ..... 505

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	VII
Inhaltsübersicht .....	IX
Abkürzungsverzeichnis .....	XXXIII
Einleitung .....	1
A. Gegenstand der Untersuchung.....	4
I.    Beschreibung einer „materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente“ .....	6
II.   Abgrenzung vom Begriff der „materiellen Staatsaufsicht“ .....	6
III.  Anforderungen an eine materielle aufsichtsbehördliche Überprüfung .....	7
IV.  Funktionsschutz als vorrangiges Regulierungsziel .....	8
V.   Mehrwert einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente .....	9
B. Methoden der Untersuchung .....	10
C. Gang der Untersuchung .....	12
Kapitel 1: Ökonomische Analyse der Notwendigkeit staatlicher Regulierung von Finanzinstrumenten .....	15
§ 1 <i>Marktversagen bei komplexen Finanzinstrumenten</i> .....	17
A. Marktversagen auf Streuungsebene.....	18
I.    Risikokonzentration und Konzentrationsrisiken .....	19
1. Risikodiversifikation ohne Risikoverringerung durch Verbriefungsgeschäfte .....	19
2. Auswirkungen von Derivaten auf die Finanzmarktstabilität .....	20
3. Einfluss von Wertpapierfinanzierungsgeschäften auf die Finanzmarktstabilität .....	23
4. Eingehung von Klumpenrisiken durch Bankinstitute in Deutschland am Beispiel der Verbriefungsgeschäfte der IKB Deutsche Industriebank AG .....	24

5. Risikokonzentration und -vernetzung durch Schattenbanken .....	26
II. Externalitäten des Bank- und Schattenbankwesens: Externe Effekte aufgrund von Risikokonzentration und -vernetzung durch Finanzinstrumente auf Systemebene .....	27
1. Externalitäten aufgrund von Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen für das Bankensystem .....	28
a) Haushaltsfehlbeträge aufgrund des Wirkens der automatischen Stabilisatoren .....	30
b) Kosten staatlicher Konjunkturprogramme .....	31
c) Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung .....	31
aa) Staatsgarantien aufgrund des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes .....	32
bb) Staatliche Beteiligungen und Finanzierungshilfen .....	33
cc) Vermögenswerte in Bad Banks .....	34
(1) Abwicklungsanstalt der WestLB .....	34
(2) Abwicklungsanstalt der Hypo Real Estate .....	35
2. Einschätzung der fiskalischen Gesamtkosten .....	35
III. Zwischenfazit: Marktversagen auf Streuungsebene .....	36
B. Marktversagen auf Risikoebene bei der qualitativen Risikoerfassung von komplexen Finanzinstrumenten .....	36
I. Informationsasymmetrien bei Finanzinstrumenten .....	37
1. Risikopooling bei Verbriefungsgeschäften .....	38
a) Zielkonflikt zwischen Risikokorrelation und Risikoqualität .....	39
b) Informationsvernichtung durch Pooling .....	39
aa) Pooling bei informierten Emittenten .....	40
bb) Pooling bei uninformierten Emittenten .....	40
c) Erhöhte Transaktionskosten durch Informationsvernichtung .....	41
d) Informationsasymmetrien durch verschiedene Preisbildungsmodelle .....	42
e) Marktversagen bei poolingbasierten Verbriefungstransaktionen .....	43
2. Informationsasymmetrien bei intransparenten OTC-Kreditderivaten .....	43
3. Informationsasymmetrien bei strukturierten Finanzprodukten .....	44
a) Begriffsbestimmung und Eigentümlichkeit strukturierter Finanzprodukte .....	44
b) Strukturierung: „Informationsvernichtungseffekt“ durch Komplexitätssteigerung .....	46
aa) Mehrfachverbriefung von Asset Backed Securities .....	46
bb) Informationsasymmetrien durch Strukturierung von Finanzinstrumenten .....	47

c)	Überbewertung aufgrund der Ausnutzung von Informationsasymmetrien bei der Preisgestaltung .....	47
aa)	Strukturelles Overpricing am Primärmarkt .....	49
bb)	Strukturelles Underpricing am Sekundärmarkt.....	50
cc)	Strukturell nachteilige Preisbildung für den Anleger .....	50
II.	Ausnutzung von Informationsasymmetrien durch Anlageberater .....	51
III.	Prinzipal-Agent-Probleme und Aufrechterhaltung von Informationsasymmetrien durch Ratingagenturen .....	52
IV.	Zwischenfazit: Strukturelles Marktversagen auf Risikoebene.....	56
C.	Fazit .....	56
§ 2	<i>Ökonomische Analyse des konkreten Regulierungsbedarfs</i> .....	57
A.	Auswirkungen von Entwicklungstendenzen im Finanzsystem auf die Anforderungen an Kapitalmarktregulierung.....	59
I.	Systemeigenschaften.....	60
1.	Eigenschaften eines bankbasierten Finanzsystems.....	60
2.	Eigenschaften eines marktbasieren Finanzsystems .....	61
II.	Auswirkungen der beiden Finanzsysteme auf die Unternehmensführung.....	63
III.	Marktrealität und Entwicklungstendenzen.....	64
1.	Verknüpfungen beider Formen der Finanzintermediation .....	64
2.	Zunehmende Marktorientierung des deutschen und europäischen Finanzsystems .....	64
IV.	Notwendigkeit einer stärker funktions- und risiko-orientierten Kapitalmarktregulierung.....	66
B.	Regulierungsbedarf auf Streuungsebene .....	67
I.	Regulierungsbedarf auf Systemebene .....	68
1.	Auswirkungen des Trennbankengesetzes auf die Finanzsystemstabilität .....	68
a)	Regulierungsziel.....	69
aa)	Betroffene Institute .....	70
bb)	Verbotene Geschäfte .....	71
cc)	Weiterhin erlaubte Geschäfte .....	72
b)	Fortbestehen systemischer Ansteckungsgefahren .....	73
aa)	Fortbestehende Interkonnektivität auf Systemebene .....	73
bb)	Fehlanreiz zu zunehmender Risikobereitschaft.....	75
2.	Bereits initiierte Regulierungsmaßnahmen zur Überwachung von Marktkonzentrationen und Risikodiversifikationen.....	75
a)	Einrichtung von Gremien zur makroprudenziellen Aufsicht auf nationaler und europäischer Ebene.....	76

b)	Transparenzvorschriften für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte: Indirekte Regulierung von Risikokonzentrationen durch Schattenbanken .....	77
c)	Überwachung von Marktkonzentrationen im Rahmen von MiFID II und MiFIR .....	78
aa)	Schaffung von Rahmenbedingungen für einen effizienten und kostengünstigen Wertpapierhandel durch MiFID .....	79
(1)	MiFID-Ziele .....	79
(2)	Auswirkungen der MiFID: Abwanderung von Liquidität in „Dark Pools“ .....	81
bb)	Zielerweiterung und -anpassung durch MiFID II und MiFIR .....	82
(1)	Ausweitung der Vor- und Nachhandelstransparenzpflichten .....	83
(2)	Ausweitung der Meldepflichten gegenüber den national zuständigen Behörden .....	84
(3)	Einrichtung von Transaktionsregistern zur Überwachung von Marktkonzentrationen .....	85
(4)	Anpassung der EMIR-Verordnung für Derivate durch MiFID II und MiFIR: Transparenzsteigerung im OTC-Derivate-Handel durch Clearing und Meldepflichten .....	86
cc)	Aufgabenverteilung zwischen der ESMA und den national zuständigen Behörden bei der Marktaufsicht über Finanzinstrumente .....	88
(1)	Ermittlung des Handelsvolumens für jedes Eigenkapitalinstrument durch die ESMA .....	88
(2)	Überwachung des OTC-Derivatehandels durch die ESMA .....	88
(3)	Pflichten der national zuständigen Behörden .....	88
d)	Zwischenfazit: Ausweitung der Markttransparenz durch MiFID II und MiFIR .....	89
3.	Fazit: Kein weiterer Regulierungsbedarf zur Aufdeckung von Marktkonzentrationsrisiken .....	89
II.	Regulierungsbedarf nach einer Aufsicht über Portfoliodiversifikationen auf Institutsebene .....	90
1.	Regulierungsmaßnahmen zur Überwachung der Risikodiversifikation von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen .....	91
a)	Institutsinterne Konzentrationsrisikoüberwachung .....	91
b)	Angemessene Diversifizierung des Liquiditätspuffers .....	92

c)	Überwachung und Kontrolle von Risikopositionen eines Instituts durch die Deutsche Bundesbank und die BaFin .....	93
d)	Zwischenfazit: Kein Bedarf nach zusätzlicher Regulierung auf Institutsportfolioebene .....	94
2.	Risikodiversifikation bei Investmentvermögen .....	94
a)	Regulierungsmaßnahmen zur Überwachung der Diversifikation von Investmentvermögenportfolios .....	94
b)	Grundsatz der Risikomischung .....	95
c)	Kein zusätzlicher Regulierungsbedarf auf Streuungsebene bei Investmentvermögen .....	95
III.	Fazit: Kein zusätzlicher Regulierungsbedarf auf Streuungsebene .....	96
C.	Regulierungsbedarf auf Risikoebene .....	97
I.	Regulierung im Spannungsverhältnis zwischen Finanzinnovation und Prävention von Marktversagen .....	98
1.	Eigentümlichkeit von Finanzinnovationen .....	98
a)	Begriffsbestimmung und Eingrenzung .....	98
b)	Finanzprodukt – Rechtsprodukt – Rechtsinnovation .....	99
c)	Funktionen innovativer Finanzprodukte .....	101
2.	Dynamisierungsnotwendigkeit und Grenzen von Finanzinnovationsregulierung .....	102
a)	Finanzproduktinnovationen in einem zunehmend marktbasierendem Finanzsystem .....	104
b)	Mangelnde Erfahrungswerte bei innovativen Finanzprodukten .....	104
c)	Abschätzung des ökonomischen Nutzens von innovativen Finanzprodukten .....	104
d)	Herausforderungen bei der Regulierung von Finanzproduktinnovationen .....	106
II.	Auswirkungen bereits initiiertter Regulierungsmaßnahmen auf den Regulierungsbedarf auf Risikoebene .....	107
1.	Risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung durch CRD IV und CRR .....	107
a)	Regulierungsmaßnahmen zur risikogewichteten Eigenkapitalunterlegung von Instituten .....	108
b)	Meldung kumulierter Informationen zu Finanzdaten und Risikopositionen gegenüber der Aufsichtsbehörde .....	109
c)	Verbleibender Regulierungsbedarf .....	109
2.	Direkte und indirekte Regulierung von Schattenbanken .....	109
a)	Indirekte Regulierung der Schattenbanktätigkeiten über das Bank-, Versicherungs- und Investmentrecht durch Selbstbehalte bei Verbriefungen .....	109
b)	Direkte Regulierung von Investmentvermögen .....	111

c) Verbleibender Regulierungsbedarf .....	112
3. Geringe Zweckdienlichkeit des Verbots ungedeckter Leerverkäufe .....	112
4. Maßnahmen zur Regulierung von Ratingagenturen und Ratingurteilen auf europäischer Ebene .....	114
a) Meldungen an „die Website zu den strukturierten Finanzinstrumenten“ der ESMA .....	115
aa) Meldepflichtige Informationen .....	116
bb) Häufigkeit der Meldungen .....	118
b) Pflicht zur Beauftragung eines doppelten Ratings für strukturierte Finanzinstrumente .....	118
c) Verbleibender Regelungsbedarf auf Risikoebene .....	119
5. Finanzproduktregulierung durch MiFID II und MiFIR .....	120
a) Anbieterinterne Finanzproduktkontrolle durch Governance-Anforderungen .....	121
aa) Finanzproduktregulierung mittels Zielmarktorientierung ..	121
bb) Qualitätskontrolle durch anbieterinterne Produktgenehmigungsverfahren .....	122
cc) Vertriebsverbot gegenüber Anlegern außerhalb des Zielmarktes .....	123
b) Aufsichtliche Finanzproduktintervention im Entstehungsprozess .....	123
c) Kritik an Produktgovernance-Anforderungen und Produktinterventionen im Entstehungsprozess .....	125
aa) Eingriff in die Vertragsfreiheit der Anleger durch Zielmarktbestimmungen und Produktverbote .....	125
bb) Gefahr der Scheinsicherheit und Innovationshemmung ....	126
d) Ausreichen struktureller Rahmenbedingungen mit Rückwirkung auf die Produktgestaltung: Transparenzgebot und Risikohinweis .....	127
III. Regulierungsbedarf nach Maßnahmen zur qualitativen Risikoerfassung von Finanzinstrumenten .....	129
1. Vor- und Nachteile einer selbstregulierten materiellen Finanzproduktaufsicht .....	130
2. Vor- und Nachteile einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente .....	132
a) Grundannahmen zu den Vor- und Nachteilen staatlicher Regulierung .....	132
b) Abwägung der Vor- und Nachteile einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente am Effizienzmaßstab .....	134
aa) Gefahr des Staatsversagens .....	134

(1) Effizienzvorteile durch Synergieeffekte einer „Allfinanzaufsicht“ .....	135
(2) Vorteile durch die Wissensaggregation einer lernenden Aufsichtsbehörde .....	136
bb) Keine Gefahr der Überregulierung .....	137
cc) Kosten-Nutzen-Abwägung einer materiellen staatlichen Finanzproduktaufsicht .....	137
(1) Informations- und Interventionskosten einer materiellen staatlichen Finanzproduktaufsicht .....	138
(2) Reduktion von Informations- und Kontrollkosten durch Stichprobenüberprüfungen .....	138
(3) Finanzierungsaufwand des Staates im Vergleich zu Verlusten und Wohlfahrtseinbußen durch systemische Risiken .....	141
(4) Vorteile für die Informationseffizienz und Transparenz des Finanzmarktes durch eine materielle Finanzproduktaufsicht .....	143
(5) Reduktion von Signalisierungskosten der beaufsichtigten Unternehmen .....	145
(6) Anreizwirkung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente .....	146
dd) Sicherstellung von Innovationsoffenheit und Anpassungsfähigkeit der Aufsicht .....	148
(1) Umfassender Marktüberblick und Anpassungsfähigkeit durch einen finanzproduktorientierten Aufsichtsansatz .....	148
(2) Vorteile einer materiellen staatlichen Finanzproduktaufsicht gegenüber produktgestaltenden Regulierungsinstrumenten und Produktverboten .....	148
c) Zwischenfazit .....	149
IV. Fazit: Regulierungsbedarf nach einer effektiven materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente .....	149

Kapitel 2: Materielle staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente als Element des Versicherungsfinanzaufsichtsrechts .....	151
---	-----

§ 3 <i>Rechtspflicht der BaFin zur materiellen Aufsicht über die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen im Rahmen der Geeignetheitsprüfung</i> .....	153
---	-----

A. Gesetzliche Anforderungen an die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen vor und nach Umsetzung der Solvency II-Richtlinie.....	153
I. Kapitalanlagevorschriften für das gebundene Vermögen von Versicherungsunternehmen vor Solvency II.....	155
II. Änderungen der gesetzlichen Anforderungen an die Kapitalanlage durch Solvency II .....	156
III. Anlagegrundsätze für die Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen.....	157
IV. Anlagegrundsatz der unternehmerischen Vorsicht .....	157
V. Anlagegrundsätze der Sicherheit, Qualität, Liquidität und Rentabilität sowie der Mischung und Streuung .....	158
VI. Verwendung derivativer Finanzinstrumente .....	159
B. Gesetzlicher Auftragsauftrag der BaFin.....	160
I. Rechtsaufsicht im Allgemeinen und Finanzaufsicht im Besonderen.....	161
1. Beobachtungsfunktion der BaFin im Rahmen der Finanzaufsicht .....	162
2. Berichtigungsfunktion der BaFin im Rahmen der Finanzaufsicht .....	163
II. Bestimmung des gesetzlich erforderlichen Prüfungsumfangs zur Überwachung der Kapitalanlage in geeignete Vermögenswerte .....	163
1. Grammatische Auslegung des § 294 Abs. 4 VAG .....	164
2. Systematische Verortung des § 294 Abs. 4 VAG.....	165
a) Zugrunde liegendes Aufsichtssystemverständnis im Versicherungsrecht.....	165
aa) Publizitätssystem .....	165
bb) Normativsystem .....	166
cc) System der materiellen Staatsaufsicht .....	167
dd) Vollzogener Wandel des Aufsichtssystems in Deutschland – von der materiellen Staatsaufsicht zur Normativaufsicht .....	168
(1) Grundlagen der „materiellen“ Versicherungs- aufsicht in Deutschland .....	169
(2) Abkehr vom „materiellen“ Versicherungs- aufsichtssystemverständnis .....	170
(3) Legalitätsaufsicht als Leitgedanke von Solvency II.....	172
b) § 294 Abs. 4 VAG im Verhältnis zu Schutzpflichten nach Art. 14 GG.....	173
c) Auslegung des § 294 Abs. 4 im Verhältnis zu den Aufsichtsbefugnissen nach § 298 Abs. 1 Satz 1 VAG .....	174
aa) Befugnis zur Missstandsaufsicht .....	174

bb) Missstandsaufsicht zur Gefahrenvorsorge bei der Kapitalanlage .....	174
cc) Voraussetzungen einer effektiven Gefahrenvorsorge.....	176
d) Auslegung im Verhältnis zum aufsichtlichen Überprüfungsverfahren gemäß § 294 Abs. 5 VAG.....	177
e) Auslegung des § 294 Abs. 4 im Verhältnis zum Auskunftsrecht nach § 305 VAG.....	178
3. Gesetzgeberische Intention hinter der Geeignetheitsprüfung .....	179
4. Teleologie der Geeignetheitsprüfung .....	182
a) Schutzrichtung des Versicherungsaufsichtsrechts .....	182
aa) Schutztheorie .....	182
bb) Funktionsschutztheorie.....	183
cc) Zwischenfazit.....	184
b) Steuerungswissenschaftliche Betrachtung des § 294 Abs. 4 VAG.....	184
aa) Ausdrückliche administrative Konzeptpflicht nach § 131 Abs. 1 Nr. 2 VAG.....	186
bb) Konzept für die Überwachung der Geeignetheit der Kapitalanlagen.....	187
(1) Konzeptpflicht bezogen auf den Prüfungsinhalt .....	188
(2) Konzeptpflicht bezogen auf das Überprüfungs- verfahren.....	188
cc) Konzeptionelle Anforderungen der IAIS-Insurance Core Principles: ICP 9 Supervisory Review and Reporting.....	189
(1) Risikoorientierter Überprüfungsansatz .....	190
(2) Festlegung von Überwachungsinstrumenten und -methoden.....	191
(3) Festlegung konkreter Verfahrensabläufe .....	192
(4) Materielle Überprüfung von Kapitalanlagen.....	193
5. Selbstverständnis der BaFin .....	193
6. Pflicht zur materiellen Finanzproduktaufsicht als Folge des effet-utile-Grundsatzes.....	194
III. Fazit: Bestehen einer gesetzlichen Pflicht der BaFin zur materiellen Finanzproduktaufsicht über die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen.....	195
 § 4 Funktionsanalyse der Geeignetheitsprüfung von Kapitalanlagen .....	196
A. Aufsichtskonzeptioneller Prüfungsinhalt der BaFin zur Sicherstellung der Einhaltung der Anlagegrundsätze.....	197
I. Anlagegrundsatz der Sicherheit .....	198
1. Prüfungsmaßstab der BaFin hinsichtlich der Einhaltung des Sicherheitsgrundsatzes.....	198

a)	Sicherheit der einzelnen Anlage und des Portfolios als Ganzen.....	198
b)	Sicherung des Nominalwertes .....	199
c)	Uneingeschränkte und wirtschaftliche Veräußerbarkeit .....	199
2.	Anforderungen an die aufsichtliche Überprüfung des Sicherheitsgrundsatzes .....	199
3.	Angemessenheit der behördlichen Geeignetheitsprüfkriterien für die Sicherheit .....	200
a)	Bedeutung von Ratingurteilen für die Aufsichtstätigkeit .....	201
b)	Rechtmäßigkeit einer restriktiven Selbstbindung des behördlichen Überprüfungsumfanges an Investment- Grade-Ratings .....	201
c)	Notwendigkeit der Bestimmung von Bonität und Ausfallwahrscheinlichkeit .....	204
d)	Intensivierte Prüfpflicht bei komplexen und innovativen Finanzprodukten .....	204
II.	Anlagegrundsatz der Qualität.....	205
III.	Anlagegrundsatz der Liquidität.....	206
IV.	Anlagegrundsatz der Rentabilität.....	206
V.	Anlagegrundsätze für die Verwendung derivativer Finanzinstrumente .....	207
1.	Produktimmanente Risiken von Derivategeschäften.....	208
a)	Derivatekontrakte im Allgemeinen.....	208
b)	OTC-Derivatekontrakte im Besonderen .....	209
2.	Zulässige Verwendung von Finanzderivaten in Versicherungsunternehmensportfolios.....	212
a)	Zulässigkeit von Absicherungsgeschäften .....	213
b)	Zulässigkeit von Erwerbsvorbereitungsgeschäften .....	214
c)	Zulässigkeit von Ertragsvermehrungsgeschäften.....	216
d)	Zulässigkeit kombinierter Strategien .....	216
3.	Aufsichtliche Kriterien für die Zulässigkeit von strukturierten Finanzprodukten in Versicherungsunternehmensportfolios .....	218
a)	Risiken strukturierter Finanzprodukte .....	219
b)	Einsatzmöglichkeiten strukturierter Finanzprodukte.....	220
aa)	Absicherungsgeschäfte .....	220
bb)	Zulässigkeit von Erwerbsvorbereitungsgeschäften und Ertragsvermehrungsgeschäften .....	220
cc)	Kombinierte Strategien .....	221
c)	Aufsichtliche Anforderungen an die Zulässigkeit der Kapitalanlage in strukturierte Finanzprodukte .....	221
4.	Aufsichtliche Anforderungen an die Verwendung von Kreditderivaten in Versicherungsunternehmensportfolios .....	222
a)	Asset Backed Securities .....	223

aa) Ablauf und Funktionsweise einer True-Sale-ABS-Emission .....	224
bb) Funktionsweise synthetischer Asset Backed Securities .....	228
cc) Collateralized Debt Obligations .....	231
b) Funktionsweise von Credit Linked Notes.....	232
c) Funktionsweise von Credit Default Swaps .....	234
d) Funktionsweise von Total Return Swaps.....	234
e) Produktimmanente Risiken von kreditderivativen Verbriefungsstrukturen .....	236
f) Aufsichtliche Kriterien für die versicherungs- unternehmensinterne Überprüfung der Geeignetheit von Kreditderivaten.....	238
aa) Überprüfung rechtlicher Risiken .....	239
bb) Überprüfung wirtschaftlicher Risiken .....	239
cc) Anforderungen an die Bewertung von Anlagen in Kreditderivate .....	240
(1) Zerlegung .....	240
(2) Bewertung .....	240
dd) Zusätzliche Anforderungen an Anlagen in Kreditderivate .....	241
ee) Ausschluss von Hebelwirkungen.....	243
5. Zusammenfassung der aufsichtlichen Anforderungen an geeignete Vermögensanlagen.....	244
6. Anforderungen an die materielle Prüfung derivativer Finanzprodukte durch die BaFin im Rahmen der Geeignetheitsprüfung.....	244
a) Materielle Überprüfung von Kreditderivaten und strukturierten Finanzprodukten.....	245
aa) Rückgriff und Verweis auf Ratingurteile .....	247
bb) Zusätzliche Heranziehung der EIOPA-Kriterien für die Bestimmung der Hochwertigkeit von Verbriefungsstranchen.....	248
b) Materielle Überprüfung von Finanzderivattransaktionen.....	249
VI. Anforderungen an die Anlagegrundsätze der Mischung und Streuung .....	250
1. Mischung .....	250
2. Streuung.....	250
B. Qualitative aufsichtliche Anforderungen an die Kapitalanlage in geeignete Vermögenswerte vor Solvency II.....	251
I. Der Anlagekatalog des § 54 Abs. 2 VAG a.F. i.V.m. § 2 Abs. 1 AnIV konkretisiert durch das Rundschreiben 4/2011 (VA).....	252

1. Darlehensforderungen, Schuldverschreibungen und Genussrechte .....	253
a) Hypotheken und Grundschulden (Nr. 1).....	254
aa) Aufsichtliche Kriterien .....	254
bb) Anforderungen an eine materielle Finanzprodukt- prüfung durch die BaFin .....	256
b) Wertpapier- und durch Wertpapiere gesicherte Darlehen (Nr. 2) .....	258
c) Darlehen (Nr. 3–5) .....	261
aa) Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften (Nr. 3)..	261
bb) Darlehen an Unternehmen (Nr. 4).....	264
cc) Policendarlehen (Nr. 5).....	271
d) Schuldverschreibungen (Nr. 6–8).....	272
aa) Schuldverschreibungen qualifizierter Aussteller (Nr. 6)....	272
bb) Zum Handel zugelassene Schuldverschreibungen (Nr. 7).....	272
cc) Andere Schuldverschreibungen (Nr. 8) .....	274
e) Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten und Genussrechten (Nr. 9).....	275
f) ABS und CLN sowie andere Anlagen mit Anbindung an Kreditrisiken (Nr. 10) .....	278
aa) Aufsichtliche Kriterien .....	278
(1) Keine indirekte Anlage in ausgeschlossene Vermögenswerte.....	279
(2) Mit derivativen Finanzinstrumenten verbundene ABS und CLN .....	279
(3) Verlust eines Investment-Grade-Ratings .....	280
bb) Anforderungen an die materielle Überprüfung von ABS und CLN durch die BaFin .....	281
2. Schuldbuchforderungen und Liquiditätspapiere (Nr. 11).....	282
3. Aktien .....	284
a) Aktien (Nr. 12).....	284
b) Anforderungen an die materielle Finanzproduktprüfung durch die BaFin .....	285
4. Beteiligungen .....	286
a) Beteiligungen an Gesellschaften (Nr. 13 Buchstabe a).....	286
b) Beteiligungen an geschlossenen alternativen Investmentfonds (Nr. 13 Buchstabe b).....	290
5. Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte .....	291
a) Immobilien in Form von Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder Grundstücksgesellschaftsanteilen (Nr. 14 Buchstabe a).....	291

b) Immobilien in Form von Aktien an einer REIT- Aktiengesellschaft oder Anteilen an vergleichbaren Kapitalgesellschaften (Nr. 14 Buchstabe b) .....	294
c) Immobilien in Form von Aktien oder Anteilen an Immobilien-Sondervermögen (Nr. 14 Buchstabe c).....	295
6. Anteile und Anlageaktien an Investmentvermögen.....	296
a) Allgemeine aufsichtliche Anforderungen an die Anlage in Investmentvermögen .....	296
b) Anteile und Anlageaktien an OGAW (Nr. 15) .....	300
c) Anteile und Aktien an offenen Spezial-AIF (Nr. 16).....	301
d) Anteile und Aktien an anderen Investment- vermögen (Nr. 17) .....	301
e) Besondere Anforderungen an Anlagen in Hedgefonds.....	302
aa) Allgemeine Hinweise der BaFin zu Anlagen in Hedgefonds .....	302
bb) Aufsichtliche Anforderungen an die Strukturierung des Investmentprozesses und das Risikomanagement bei Anlagen in Hedgefonds.....	304
cc) Indirekte Anlage in Hedgefonds über strukturierte Produkt .....	307
7. Laufende Guthaben und Einlagen bei Kreditinstituten – Anlagen bei Zentralnotenbanken, Kreditinstituten und multilateralen Entwicklungsbanken (Nr. 18) .....	308
II.    Öffnungsklausel des § 2 Abs. 2 AnlV.....	309
III.   Ausgeschlossene Anlagen gemäß § 2 Abs. 4 AnlV .....	311
C. Kernelemente des Aufsichtskonzepts der BaFin hinsichtlich des behördlichen Überprüfungsverfahrens .....	313
I.    Regelmäßige Berichterstattung der Versicherungsunternehmen .....	313
1. Berichtspflichten der Versicherungsunternehmen über ihre Kapitalanlagen – Sammelverfügung vom 21.06.2011 .....	315
a) Anlage „Fonds“ .....	315
aa) Informationsgehalt der Anlage „Fonds“ .....	315
bb) Auswertung der Anlage „Fonds“ durch die BaFin.....	317
b) Anlage „Immobilien“ .....	318
c) Anlage „Hedgefonds“ .....	320
aa) Informationsgehalt der Anlage „Hedgefonds“ .....	320
bb) Auswertung der Anlage „Hedgefonds“ durch die BaFin ...	322
d) Anlage „ABS/CLN“ .....	322
aa) Informationsgehalt der Anlage „ABS/CLN“ .....	322
bb) Auswertung der Anlage „ABS/CLN“ durch die BaFin .....	324
e) Anlage „Rohstoffprodukte“ .....	324
aa) Informationsgehalt der Anlage „Rohstoffprodukte“ .....	324

bb) Auswertung der Anlage „Rohstoffprodukte“ durch die BaFin.....	325
2. Berichts- und Mitteilungspflichten über Geschäfte mit strukturierten Finanzprodukten.....	325
3. Vermögensverzeichnis.....	326
a) Eintragung der Zu- und Abgänge des Sicherungsvermögens ...	327
b) Bestandsverzeichnis.....	327
c) Informationsgehalt der Nachweisungen aufgrund der Vordrucke VV 1 bis VV-Z.....	328
aa) Nachweisung der Grundstücke und grundstücks- gleichen Rechte.....	328
bb) Nachweisung der Forderungen mit bestehendem Grundpfandrecht .....	329
cc) Nachweisung der Namensschuldverschreibungen, Schuldscheinforderungen und Darlehen .....	330
dd) Nachweisung der ABS und CLN .....	330
ee) Nachweisung von besicherten Forderungen.....	330
ff) Nachweisung der Schuldbuchforderungen.....	331
gg) Summarische Nachweisung der Vorauszahlungen und Darlehen auf eigene Versicherungsscheine .....	332
hh) Nachweisung der Inhaberschuldverschreibungen.....	332
ii) Nachweisung der Aktien.....	332
jj) Nachweisung der Anteile an in- und ausländischen Investmentvermögen.....	333
kk) Nachweisung Termin-, Festgelder, Spareinlagen und laufende Guthaben .....	333
ll) Nachweisung der Genussrechte .....	333
mm) Nachweisung der Beteiligungen an Unternehmen.....	334
nn) Zusammenstellung .....	334
II. Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung.....	335
III. Örtliche Prüfungen.....	336
IV. Aufsichtsbehördliche Informationsverarbeitung und -auswertung...	337
D. Einbindung des Treuhänders für das Sicherungsvermögen in das Aufsichtskonzept der BaFin .....	338
I. Anforderungen an die Qualifikation des Treuhänders .....	340
1. Keine gesetzlich definierten Anforderungen.....	340
2. Aufsichtsbehördlich geforderte Qualifikation des Treuhänders....	341
a) Fachkenntnisse des Treuhänders.....	341
b) Unabhängigkeit des Treuhänders.....	342
II. Aufgaben des Treuhänders.....	344
1. Bestätigung der Einhaltung der vorschriftsmäßigen Anlegung des Sicherungsvermögens .....	344

2. Bescheinigung der vorschriftsmäßigen Anlegung der im Vermögensverzeichnis eingetragenen Vermögenswerte .....	345
III. Rolle und Funktion des Treuhänders im Rahmen der Finanzaufsicht.....	346
1. Bestellung des Treuhänders.....	346
2. Einsichtsrechte des Treuhänders.....	347
3. Prüfungsumfang des Treuhänders im Hinblick auf die Qualifikation der Anlagen für das Sicherungsvermögen .....	347
a) Überprüfung der Einhaltung des § 54 VAG a.F. sowie der AnIV bis Ende 2015 .....	348
aa) Prüfung des Anlagekatalogs des § 2 Abs. 1 AnIV anhand der Kriterien des Rundschreibens 4/2011 (VA).....	350
bb) Prüfung des Sicherheitsgrundsatzes anhand der Kriterien des Rundschreibens 4/2011 (VA).....	350
(1) Prüfung der Bonität eines Schuldners .....	350
(2) Unternehmenseigene Bewertungen sowie Rekurs auf Bewertungen von Ratingagenturen .....	351
i. Überprüfung von ABS, CLN oder vergleichbaren Anlagen.....	351
ii. Überprüfung von strukturierten Finanzprodukten...	353
iii. Überprüfung von Anteilen an Investmentvermögen .....	354
iv. Überprüfung von ABS und ähnlicher Anlagen, die über ein Investmentvermögen gehalten werden.....	354
v. Bedenken hinsichtlich des uneingeschränkten Rückgriffs auf Ratings.....	355
(3) Überprüfung unternehmenseigener Anlageproduktbeurteilungen.....	355
b) Prüfungsumfang des Treuhänders nach Solvency II .....	356
c) Qualitätsprüfung der Vermögensanlagen durch den Treuhänder.....	357
aa) Gesteigerte Prüfungsintensität bei komplexeren und neuartigen Finanzprodukten.....	359
bb) Einbindung des stellvertretenden Treuhänders bei komplexen und innovativen Finanzprodukten.....	359
4. Bedeutung der Treuhändertätigkeit für die BaFin .....	360
a) Bedeutung der Bestätigung unter der Bilanz .....	360
b) Bedeutung der Bescheinigung zum Vermögensverzeichnis.....	361
c) Kritische Betrachtung .....	362
aa) Prüfungsumfang und Prüfungsinhalte des Treuhänders .....	363
bb) Wirkung des Bestätigungsvermerks unter der Bilanz sowie der Bescheinigung zum Vermögensverzeichnis.....	363

cc) Geringe Anforderungen an die Treuhänderqualifikation und keine Pflicht zur Erstellung eines Prüfberichts.....	363
dd) Ratinggestützte Einschätzungen und Anlageentscheidungen .....	365
E. Fazit: Materielle Finanzproduktaufsicht durch die Geeignetheitsprüfung der Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen .....	366

### Kapitel 3: Analyse des Wertpapieraufsichtsrechts hinsichtlich einer behördlichen Rechtspflicht zur materiellen Aufsicht über Finanzinstrumente..... 370

§ 5 Wertpapierhandelsaufsichtsrecht .....	370
A. Aufgaben und Befugnisse der BaFin nach dem WpHG.....	370
I. Missstandsaufsicht nach § 4 WpHG .....	371
1. Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolgen .....	371
2. Gestaltungsauftrag und Pflicht zur Eigenprogrammierung der Behörde bei weiten Handlungsermächtigungen und offenen gesetzlichen Tatbeständen .....	372
a) Verfassungsrechtlich abgeleitete Konzeptpflichten.....	373
aa) Konzeptpflichten aufgrund des Rechtsschutzauftrags des Art. 19 Abs. 4 GG.....	373
bb) Ableitung von Konzeptpflichten aus dem Rechtsstaatsprinzip .....	374
cc) Konzeptpflichten als Ausdruck des Demokratieprinzips ...	375
dd) Konzeptpflicht aus dem Gleichheitsgrundsatz des Art. 3 Abs. 1 GG.....	376
b) Administrative Konzeptpflicht der BaFin für die Ausübung der Untersagungs- und Aussetzungskompetenz des § 4 Abs. 2 WpHG.....	376
aa) Umstandsbezogene Konzeptpflicht der BaFin .....	377
(1) Kriterien und Faktoren zur Produktintervention nach MiFIR .....	377
(2) Heranziehung der MiFIR-Kriterien als Auslegungshilfe für eine umstandsbezogene Maßstabsbildung im Rahmen von § 4 Abs. 2 Satz 2 WpHG .....	378
bb) Konzeptpflicht in Bezug auf präventive Überprüfungen ...	378
cc) Konzeptpflicht zur Durchführung umfangreicher materieller Finanzproduktprüfungen .....	379
II. Befugnisse zur Sicherung des Finanzsystems nach § 4a WpHG.....	380
1. Teleologie des § 4a WpHG.....	381

a) § 4a Abs. 1 WpHG .....	381
b) § 4a Abs. 2 WpHG .....	382
2. Konzeptpflicht der BaFin zur Untersagung oder Aussetzung des Handels nach § 4a Abs. 1 WpHG .....	382
a) Umstandsbezogene Konzeptpflicht für die Konkretisierung der Anordnungsvoraussetzungen .....	383
b) Konzeptpflicht zur Überprüfung des Vorliegens der Eingriffsvoraussetzungen .....	383
III. Produktinterventionen nach § 4b WpHG .....	384
 B. Fazit: Rechtspflicht zur Umsetzung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente aufgrund administrativer Konzeptpflichten .....	385
 § 6 Prospektaufsichtsrecht .....	387
A. Wertpapierprospektprüfung durch die BaFin nach dem WpPG .....	387
I. Billigung des Wertpapierprospekts .....	387
1. Formale und inhaltliche Anforderungen an einen Wertpapierprospekt .....	389
2. Prüfungsumfang und Prüfpflicht der BaFin .....	390
a) Überprüfung der Vollständigkeit .....	391
b) Überprüfung der Verständlichkeit .....	392
c) Überprüfung der Kohärenz .....	393
aa) Wortlautauslegung des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpPG .....	394
bb) Auffassung des Gesetzgebers zur eingeschränkten materiellen Prüfungspflicht .....	395
cc) Systematische Auslegung im Zusammenhang mit § 26 Abs. 2 WpPG .....	397
dd) Umfang der Zulassungsprüfung nach alter Rechtslage .....	398
ee) Behördliche Prüfungspraxis: Keine Veritätsprüfung des Prospektinhalts .....	400
II. Prüfung der inhaltlichen Richtigkeit des Prospekts im Einzelfall nach erfolgter Billigung .....	402
III. Zwischenfazit: Keine Rechtspflicht der BaFin zu umfangreichen materiellen Finanzproduktprüfungen im Rahmen des Billigungsverfahrens .....	402
 B. Verkaufsprospektprüfung nach dem VermAnlG .....	403
I. Aufsichtlicher Prüfungsumfang im Rahmen des Billigungsverfahrens für Verkaufsprospekte .....	404
1. Anforderungen an Vermögensanlagen und Verkaufsprospekte nach dem Kleinanlegerschutzgesetz .....	404
a) Zielmarktbestimmung .....	405

b) Erweiterung der Pflichtangaben zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage .....	405
2. Vollständigkeitsprüfung .....	406
3. Kohärenzprüfung .....	407
a) Finanzangaben .....	407
b) Inhaltliche Überprüfung der Finanzangaben im Einzelfall.....	407
c) Prüfung der Kohärenz der Geschäftsmodelle nach dem Kleinanlegerschutzgesetz.....	408
 II. Zwischenfazit: keine Rechtspflicht zu umfangreichen materiellen Finanzproduktprüfungen durch die BaFin .....	408
 C. Fazit .....	409
 § 7 <i>Aufsicht über Investmentvermögen</i> .....	410
A. Analyse der Aufsicht über die Anlagebedingungen und den Vertrieb von Investmentvermögen hinsichtlich materieller Prüfpflichten .....	411
I. Überprüfung von Anlagebedingungen im Rahmen des Genehmigungsverfahrens .....	411
1. Inhaltliche Anforderungen an die Anlagebedingungen.....	411
2. Genehmigungserfordernis für Anlagebedingungen.....	412
3. Pflicht zur Rechtmäßigkeitsprüfung im Rahmen des Genehmigungsverfahrens für Publikumsinvestmentvermögen ....	412
a) Allgemeine Anforderungen an die Überprüfung von Anlagebedingungen für Publikumsinvestmentvermögen.....	413
b) Überprüfung der Anlagebedingungen von geschlossenen inländischen Publikums-AIF .....	414
4. Zwischenfazit: Keine Pflicht zu materiellen Prüfungen von einzelnen Vermögenswerten und der Anlagebedingungen.....	414
II. Überprüfungen im Rahmen des Vertriebsanzeigeverfahrens .....	415
1. Rechtmäßigkeits- und Vollständigkeitsprüfung der Anlagebedingungen.....	416
a) Publikumsinvestmentvermögen .....	416
b) Spezial-AIF .....	417
2. Rechtmäßigkeits- und Vollständigkeitsprüfung der Verkaufsprospekte und der wesentlichen Anlegerinformationen .....	417
a) Inhaltliche Anforderungen an Verkaufsprospekte für Investmentvermögen.....	418
aa) Verkaufsprospekte für Publikums-AIF.....	418
bb) Verkaufsprospekte für Spezial-AIF .....	419

b) Inhaltliche Anforderungen an die wesentlichen Anlegerinformationen.....	419
c) Gesetzlicher Umfang der Rechtmäßigkeitsprüfung durch die BaFin .....	420
3. Pflicht zur Kohärenzprüfung der eingereichten Unterlagen und Angaben.....	421
III. Fazit: Keine Rechtspflicht der BaFin zu umfassenden materiellen Überprüfungen von Investmentvermögen .....	422
B. Materielle Produktaufsicht im Rahmen der Aufsicht über die Verwaltung von Investmentvermögen.....	422
I. Informations- und Meldepflichten der Verwaltungsgesellschaft gegenüber der Aufsichtsbehörde.....	423
1. Angaben zu den wichtigsten Instrumenten und Märkten der Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr verwalteten AIF .....	423
2. Angaben zu den einzelnen AIF.....	424
3. Angaben zu den wichtigsten Risiken eines AIF .....	424
4. Angaben zu den gehandelten Instrumenten und Einzelrisiken.....	424
5. Angaben zum gegenwärtigen Risiko- und Liquiditäts- profil eines AIF .....	425
II. Umfang der Prüfpflicht der BaFin bei der Auswertung der gemeldeten Daten.....	425
III. Fazit: Pflicht zur materiellen Aufsicht über Investmentvermögen ab einer gewissen Größenordnung.....	426
 § 8 <i>Materielle Finanzproduktaufsicht als wertpapieraufsichts-     rechtliches Regulierungsinstrument</i> .....	426
A. Verwendung von versicherungsaufsichtlichen Konzepten und Prüf- ergebnissen für die Wertpapieraufsicht zur Hebung von Synergien .....	427
B. Einführung von Risikokennziffern als Teil des Aufsichtskonzepts .....	428
I. Anregung eines aufsichtlichen Risikokennziffernsystems .....	428
II. Risikokennziffern zur regulierten Selbstregulierung .....	429
III. Förderung der Finanzprodukttransparenz durch Risikokennziffern.....	430
 Kapitel 4: Analyse des Bank(finanz)aufsichtsrechts hinsichtlich einer Pflicht der BaFin zur materiellen Finanzproduktaufsicht.....	431
 § 9 <i>Instituts- und Missstandsaufsicht nach § 6 KWG</i> .....	431

§ 10 Aufsichtliche Überprüfung und Beurteilung von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten .....	432
A. Prozess der aufsichtlichen Überprüfung und Beurteilung nach § 6b KWG .....	433
I. Systemprüfungen zur Beurteilung der Angemessenheit und Wirksamkeit des Risikomanagements eines Instituts .....	434
1. Aufbauprüfung des Risikomanagementsystems .....	435
2. Funktionsprüfung des Risikomanagementsystems .....	435
II. Aussagebezogene Prüfungen zur Beurteilung von Risikomanagementsystemen .....	436
1. Notwendigkeit von aussagebezogenen Prüfungen .....	436
a) Materielle Finanzproduktprüfungen zur Verifizierung von Modellparametern .....	436
b) Materielle Finanzproduktprüfungen zur Beurteilung der risikogewichteten Eigenkapitalunterlegung .....	437
2. Überprüfungsumfang bei Vertriebspositionen .....	438
a) Detaillierte Meldepflichten über Vertriebspositionen .....	438
b) Einzelfallüberprüfungen von Vertriebspositionen .....	439
c) Materielle Prüfpflicht der Bankaufsicht bei Vertriebspositionen als notwendige Folge des effet-utile-Grundsatzes .....	439
B. Fazit: Partielle Pflicht zur materiellen Finanzproduktaufsicht über Vermögenswerte in Bankportfolios .....	441
§ 11 Übertragung des versicherungsrechtlichen Regulierungsinstruments der materiellen Finanzproduktaufsicht auf die Bankaufsicht .....	442
A. Kongruenz der Aufsichtsziele und zunehmende Similarität der Kapitalanlagen von Bankinstituten und Versicherungsunternehmen .....	444
B. Ergänzung der modellbasierten Solvenzaufsicht über Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute durch eine materielle Finanzproduktaufsicht .....	445
I. Einführung von qualitativen Anlagegrundsätzen und Meldepflichten für Institute .....	446
II. Einführung der Geeignetheitsprüfung als bankaufsichtliches Instrument .....	447
III. Übertragung des Treuhändermodells auf die Bankaufsicht .....	448
IV. Verhältnismäßigkeit des Aufsichtsinstruments der materiellen Finanzproduktaufsicht .....	449
C. Rechtsfolgen und Wirkung einer materiellen Finanzproduktaufsicht für die Bankfinanzaufsicht .....	450

## Kapitel 5: Rechtsfolgenbetrachtung..... 451

### § 12 Rechtsfolgen bei fehlender oder unzureichender Umsetzung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente ..... 451

A. Staatshaftungsrechtliche Folgen.....	451
I. Amtshaftungssubjekt.....	452
1. Die BaFin als haftende Körperschaft.....	452
2. Verfassungsrechtliche Bedenken gegen die Haftung der BaFin ...	452
II. Mögliche Anspruchsinhaber .....	454
1. Tätigwerden der BaFin im öffentlichen Interesse .....	454
2. Amtshaftungsanspruch des Anlegers bei fehlender Umsetzung einer materiellen Finanzproduktaufsicht im Rahmen von §§ 4, 4a, 4b WpHG.....	455
3. Amtshaftungsanspruch des Kunden eines beaufsichtigten Instituts .....	456
4. Amtshaftungsansprüche des Versicherten bei amtspflicht- widriger Finanzaufsicht über Versicherungsunternehmen.....	456
5. Amtshaftungsanspruch des Emittenten wegen amtspflicht- widriger Aussetzungs- oder Untersagungsanordnung .....	457
a) Amtspflichtverletzung.....	457
b) Drittschützende Wirkung der §§ 4, 4a, 4b WpHG .....	458
c) Verursachung eines Schadens.....	458
d) Zwischenfazit.....	459
B. Unionsrechtliche Haftung der Mitgliedstaaten.....	460
C. Finanzministerielle Weisungspflicht .....	460
D. Fazit .....	461

### § 13 Rechtsfolgen bei fehlender Transparentmachung von Prüfergebnissen der materiellen Finanzproduktaufsicht ..... 462

A. Staatshaftungsrechtliche Folgen bei unterlassener Aufklärung der Marktteilnehmer über schädliche Finanzprodukte .....	462
I. Grundsatz des Zugangs zu bewertungsrelevanten Informationen ...	462
II. Voraussetzungen für Verwaltungsinformationshandeln.....	463
III. Transparenzpflicht als Korrelat staatlichen Informationshandelns?.....	463
B. Behördeninterne Offenlegungspflicht aufgrund des Gebots der Verwaltungseffizienz.....	464
I. Verstoß gegen den Grundsatz der Verwaltungseffizienz bei unterbleibender innerbehördlicher Nutzung von Prüfergebnissen....	464

II.    Zulässigkeit der behördeninternen Nutzung von Prüfergebnissen aus anderen Aufsichtsbereichen .....	465
C. Fazit .....	466
Synthese .....	467
Literatur- und Quellenverzeichnis.....	473
Sachregister .....	505