

Jacob Bonavita

Die juristische Konstruktion von
Finanzinstrumenten als Herausforderung
für die Rechtsökonomie



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 7

Jacob Bonavita

Die juristische Konstruktion von
Finanzinstrumenten als Herausforderung
für die Rechtsökonomie



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

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 978-3-8487-6729-8 (Print)

ISBN 978-3-7489-0852-4a (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im November 2019 vom Prüfungsausschuss des Fachbereichs Rechtswissenschaft der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main als Dissertation angenommen. Eine Vielzahl von Personen und Institutionen haben mich während der Erstellung dieser Arbeit unterstützt und gefördert. Einigen davon gilt mein ganz besonderer Dank.

Prof. Dr. Brigitte Haar hat mich seit dem ersten Tag meines Promotionsvorhabens betreut und gefördert. Als Leiterin des Graduiertenkollegs *Law and Economics of Money and Finance*, welches durch die Stiftung Geld und Währung finanziert wurde, kreierte sie ein einzigartiges Umfeld, in dem die Doktoranden an ihren Projekten arbeiten konnten. Die zahlreichen von ihr organisierten Lehrveranstaltungen, Seminare sowie Konferenzen vermittelten mir einen Eindruck über das gesamte Spektrum rechtsökonomischer Forschung. In persönlichen Gesprächen über meine Arbeit ermutigte mich Professor Haar stets dazu kreative Ansätze weiterzuentwickeln, auch wenn ich diese oftmals nur sehr vage skizzieren konnte. Das mir entgegengebrachte Vertrauen motivierte mich insbesondere während der sehr mühsamen Anfangsphase meines Vorhabens. Leider konnte Prof. Dr. Haar mich nicht bis zur Fertigstellung meiner Arbeit betreuen, da sie im März 2019 verstarb. Ohne ihre Unterstützung wäre diese Arbeit in dieser Form nie zustande gekommen.

Prof. Dr. Katharina Pistor hat mich ebenfalls während meines Promotionsvorhabens in ganz erheblichem Maße unterstützt. Als Docotral Fellow der *Global Finance and Law Initiative*, die durch die Max-Planck-Gesellschaft und das Institute for New Economic Thinking finanziert wurde, konnte ich unter anderem im Rahmen eines mehrmonatigen Forschungsaufenthalts an der Columbia Law School einen unmittelbaren Eindruck von der US-amerikanischen Wissenschaftswelt erlangen. Professor Pistor verstand es stets Kritik an meiner Arbeit derart zu formulieren, dass die Möglichkeiten einer positiven Weiterentwicklung in den Vordergrund gestellt wurden. Dadurch hat sich mein Blick auf die Möglichkeiten eines wissenschaftlichen Austauschs grundlegend verändert. Nachdem Professor Haar nicht mehr in der Lage war meine Arbeit zu begutachten, erklärte sich Professor Pistor bereit die Rolle der Erstgutachterin zu übernehmen, so dass ich mein Vorhaben erfolgreich beenden konnte.

Bei Prof. Dr. Tobias Tröger möchte ich mich ganz herzlich für die zügige Bewertung meiner Arbeit als Zweitgutachter bedanken. Prof. Dr. Isabel Feichtner hat mich über ihre Funktion als Lehrbeauftragte des Graduiertenkollegs hinaus mit Ratschlägen und Hilfestellungen unterstützt. Bei ihr möchte ich mich ebenfalls bedanken.

Ohne die Unterstützung meiner Familie hätte ich dieses Buch nicht schreiben können. Meine Frau Anastasia hat mir während der Schlussphase meines Vorhabens mit Kraft, Ruhe und Geduld zur Seite gestanden, so dass es mir neben dem beruflichen Alltag noch möglich war die Arbeit fertigzustellen. Meine Eltern, Dr. Giacomo und Petra Bonavita, haben mich während meiner gesamten schulischen und akademischen Ausbildung stets bedingungslos unterstützt und mir das notwendige Vertrauen geschenkt, ohne das ich dieses langwierige Projekt niemals gemeistert hätte. Ihnen möchte ich diese Arbeit widmen.

Inhaltsverzeichnis

Einleitung: Die Finanzkrise als Theoriekrise?	13
A. Die rechtliche Konstruktion von sogenannten Asset Backed Commercial Papers	16
I. Geld und geldähnliche Finanzinstrumente	16
II. Der Geldmarkt im Vergleich zum Aktienmarkt	17
B. Theorienvergleich	18
Erster Teil: Vergleichende Darstellung neuer Untersuchungsansätze im Forschungsbereich Law and Finance	21
A. LTF und NIÖ als Institutionenlehre	23
B. Untersuchungsgegenstand der NIÖ und der LTF	24
I. Mikroanalytischer Forschungsansatz	25
II. Ursprung der Neuen Institutionenökonomik: Coase und die Entdeckung von Transaktionskosten	26
III. Operationalisierung durch Oliver Williamson	28
IV. LTF: Inhärente Instabilität von Finanzsystemen	28
C. Annahmesets	30
I. Unsicherheit	31
1. NIE: Ungewissheit und die Notwendigkeit elastischer institutioneller Arrangements	31
2. Das LTF-Konzept der „fundamental uncertainty“	33
II. Begrenzte Rationalität und Opportunismus	35
1. Begrenzte Rationalität	35
2. Opportunismus	37
3. LTF und Imperfect Knowledge Economics	38
III. Spezifität von Investitionen	39
D. Schlussfolgerungen	42
I. Marktzentrierter Ansatz transaktionskostenökonomischer Theorien	42
II. Verhalten bei Unsicherheit	43
III. Liquidität als Wesensmerkmal von Finanzmärkten	44

E. Die Bedeutung der Rechtsordnung	46
I. Verortung rechtlicher Institutionen in der Transaktionskostenökonomie	47
II. Die Bedeutung dinglicher Rechte	48
III. Die rechtliche Konstruktion von Finanzmärkten	50
Zweiter Teil: Die juristische Konstruktion von Finanzinstrumenten	54
A. Dualismus dinglicher und persönlicher Rechte in der Rechtsdogmatik	55
I. Sachenrechtsprinzipien	56
1. Abstraktionsprinzip	56
2. Publizitätsprinzip	57
3. Typenzwang	58
II. Absolute der Wirkung dinglicher Rechte	59
1. Umfassender Rechtsschutz	59
2. Verfügungs- und Sukzessionsschutz	60
3. Privilegierung im Vollstreckungs- und Insolvenzverfahren	61
III. Das Verhältnis zwischen Prinzipien und Wirkung	62
B. Dogmatische Diskussion um die Rechtsnatur des Wertpapiers	65
I. Wirtschaftshistorischer Kontext	66
II. Das abstrakte Schuldversprechen	68
1. Förmlicher Willensakt	69
2. Autonome Kraft des Privatwillens	71
a. Anerkennung als Verpflichtungsgrund	71
b. Das abstrakte Versprechen als Thema des Deutschen Juristentages	73
3. Zusammenfassung	74
III. Die Verkörperung der Forderung in Wertpapieren	75
1. Schuldrechtliche Wertpapiertheorie	76
2. Verkörperungstheorie	77
IV. Wertpapiere und Geldwesen	79
V. Schlussfolgerung	81
C. Das Recht des bargeldlosen Zahlungsverkehrs	82
I. Die Entstehung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs	84
II. Gewährleistung der Verkehrsfähigkeit von Buchgeld	85
1. Verkehrsfähigkeit durch Einwendungsausschluss	86
2. Gutschrift als Übergabeäquivalent	88
3. Widerruflichkeit der Überweisung	90

4. Insolvenzschutz	92
III. Umlauffähigkeit im Interbankverhältnis	93
1. Automation des bargeldlosen Zahlungsverkehrs	94
2. Abwicklungsformen	95
a. Hausüberweisung und institutsübergreifender Überweisungsverkehr	95
b. Rechtsgrundlagen	96
IV. Einlagensicherung als Merkmal der Insolvenzfestigkeit	98
V. Zusammenfassung	101
1. Zahlungsverkehrsrecht als Verdinglichung?	101
2. Rechtliche Hybridstellung und Finanzstabilität	103
 Dritter Teil: Asset Backed Commercial Papers – Die Finanzinstrumente des Schattenbankwesens	 105
A. Das Schattenbankwesen	106
I. Untersuchungen zum Schattenbankwesen	107
II. Die juristischen Institutionen des Schattenbankwesens	109
III. Struktur einer Verbriefungstransaktion	110
1. Sicherungsmaßnahmen	111
2. True Sale und synthetische Verbiefungen	112
3. Fristentransformation in Verbriefungstransaktionen	113
IV. Die Verbriefung als transaktionskostenreduzierende Institution	115
1. Verbriefung als rechtsökonomisches Analyseobjekt	116
2. Kreditverbriefung und die Theorie der Unternehmung	118
3. Möglichkeit projektspezifischer Sondervereinbarungen	119
4. Nachteile des Transaktionskostenansatzes	120
V. Rechtliche Besonderheiten von Kreditverbriefungen	122
1. Rechtspolitischer Hintergrund	123
2. Kreditverbriefung als Rechtstransformation	125
a. Gründung eines unabhängigen Trägers von Vermögenswerten	125
b. Verbiefungen als Wertpapiere	127
i. Treuhandmodell	129
ii. Bestehen eines Aussonderungsrechts bei Verbriefungstreuhand	130
iii. Das Refinanzierungsregister	131
c. Erweiterte Insolvenzfestigkeit	132
d. Zugang zum Diskontfenster der Zentralbank	134

B. Schlussfolgerung	136
Vierter Teil: Bedeutung der Rechtsordnung für die Geldtheorie	139
A. Die Warengeldtheorie	140
I. Die Rolle von Banken als Finanzintermediäre	140
II. Der Geldmultiplikator und die Rolle von Zentralbanken	142
B. Kredittheorien des Geldes	144
I. Banken als Ausgangspunkt eines kreditbasierten Geldsystems	145
II. Die Zentralbank als Endpunkt der Kreditkette	147
C. Die Bedeutung rechtlicher Institutionen für das Geldwesen	149
I. Die juristische Betrachtungsweise als vermittelndes Element	149
II. Kims Theorie des Geldes als Rechtshybrid	150
Fünfter Teil: Zusammenfassung und Ausblick	152
A. Das Privileg abstrakter Zahlungsansprüche	152
B. Die Politische Ökonomie des Finanzwesens	153
Literaturverzeichnis	159

„Dem Wanderer, der durch die Straßen der Friedrichsstadt in Berlin aufmerksamen Blicks seine Schritte lenkt, wird eine Reihe mächtiger, ganze Viertel einnehmender Gebäude in die Augen fallen, die dort zumal in den letzten Jahrzehnten großen Festungen gleich emporgewachsen sind. Auf riesigen Quadern ruht der gewaltige Bau, zu dem breite Sandstiebtrepfen hinaufföhren. Die Hallen glänzen in buntem Marmor und goldenen Verzierungen. Ganze Fluchten von Kontors füllen die Stockwerke, in deren Mitte elegante Sitzungssäle und vornehm ausgestaltete Empfangsräume die Auserwählten aufnehmen. Auf den Korridoren begegnen sich die höchsten Würdenträger des Staates; aber sie haben in diesen Räumen nichts zu befehlen, in denen Könige antichambrieren, um sich den Entscheid über Leben oder Sterben zu holen. Das sind die neuen Mittelpunkte der Welt: Neu=Sanscouci, Neu=Versailles.“

Werner Sombart, Die deutsche Volkswirtschaft im neunzehnten und im Anfang des 20. Jahrhunderts, 6. Auflage, 1923, S. 171.

Einleitung: Die Finanzkrise als Theoriekrise?

Die globale Finanzkrise, deren Ausbruch sich im Sommer 2007 andeutete und sich ein Jahr später mit der Insolvenz der Investmentbank *Lehman Brothers* manifestierte, versetzte viele Beobachter in ein ähnliches Staunen wie den von *Werner Sombart* beschriebenen Wanderer. Durch den Zusammenbruch des sogenannten Geldmarktes kamen nicht nur Zweifel an der Allokationsfähigkeit des Marktmechanismus auf. Auch aus institutioneller Sicht zeichnete sich eine neue Struktur des Finanzsystems ab, bei der zuvor nur wenig beachtete Akteure schlagartig Bedeutsamkeit erlangten.

In den Jahren 2007 und 2008 bedurfte das gesamte Finanzwesen staatlicher Hilfsmaßnahmen, um vor einem vollständigen Zusammenbruch bewahrt zu werden. Zentralbanken übernahmen einen Großteil der Aufgaben, welche zuvor dezentral über den sogenannten Geldmarkt erledigt worden waren. Die Neuordnung der Finanzmärkte wurde von verschiedenen Gesetzesvorhaben begleitet. Seitens der Politik und der Rechtswissenschaft wurde der staatliche Eingriff in das Marktgeschehen kritisch gewürdigt.

Im Bereich der Wirtschaftswissenschaften vermehrte sich nach Ausbruch der Finanzkrise die Kritik an theoretischen Modellierungen, deren Ausgangspunkt vollkommene Märkte waren, auf denen Güter reibungslos ausgetauscht werden konnten. Diesen Stimmen sollte allein deswegen schon größere Aufmerksamkeit geschenkt werden, da der Ausbruch der Finanzkrise nicht nur die Marktteilnehmer und die Politik überraschte, sondern auch von vielen Wissenschaftlern, die sich eingehend mit dem Finanzsystem auseinandersetzten, nicht vorhergesehen wurde. Neben einer Vielzahl spezifischer Themen, welche wissenschaftlich analysiert und hinterfragt werden müssen, drängte sich eine grundsätzlichere Frage auf: Hat die globale Finanzkrise eine Theoriekrise aufgedeckt?

Das interdisziplinäre Forschungsprojekt *The Global Finance and Law Initiative: Retheorizing the Relationship Between Law and Markets*, welches im Jahr 2011 federführend von *Katharina Pistor* an der Columbia Law School gestartet wurde und mittlerweile in das *Global Law in Finance Network* übergegangen ist, hat sich dieser Grundsatzfrage gewidmet. Das erste Ergebnis dieses Forschungsvorhabens, welches seinerseits eine neue Perspektive auf das Verständnis bezüglich des Zusammenwirkens von rechtlichen Institutionen und wirtschaftlichen Austauschformen schärfte, wurde 2013

in der Legal Theory of Finance¹ festgehalten, die den Ausgangspunkt für weitere Untersuchungen bilden sollte.

Die vorliegende Bearbeitung versucht mit Hilfe der Legal Theory of Finance (LTF) die rechtliche Konstruktion verschiedener Finanzinstrumente zu untersuchen. Der Fokus der Theorie liegt dabei auf den verwendeten privatrechtlichen Rechtsformen und deren Bedeutung für die Marktfähigkeit eines Finanzinstruments. Insofern unterscheidet sich das Vorhaben von den bisher üblichen rechtsökonomischen Ansätzen im deutschsprachigen Raum, die sich dem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht widmen. Diese orientieren sich zum Großteil an dem ökonomischen Konzept der Neuen Institutionenökonomik und verwenden die in diesem Forschungsfeld entwickelten Theorien als ökonomische Grundlage ihrer Untersuchungen. Der Vorteil neoinstitutionalistischer Ansätze ist, dass sie aufgrund der Annahme von Marktunvollkommenheiten der Rechtsordnung eine effizienzfördernde Rolle zugestehen. Im Bereich des Gesellschaftsrechts zeigt sich dies dergestalt, dass Unternehmen nicht nur als homogene Marktakteure betrachtet werden, sondern die jeweilige Unternehmensverfassung eine Alternative zum Marktmechanismus darstellt. Mit Hilfe gesellschaftsrechtlicher Regelungen lassen sich somit Allokationsdefizite, die aufgrund positiver Transaktionskosten existieren, kompensieren. Ebenso wurde in einigen empirischen Studien versucht, die Parameter für die Effizienz unterschiedlicher Rechtsordnungen im Kapitalmarktrecht zu bestimmen.²

Die vorliegende Arbeit hinterfragt die konzeptionelle Ausrichtung dieser Herangehensweise. Im nachfolgenden Kapitel soll skizziert werden, dass die Heranziehung transaktionskostenökonomischer Forschungsansätze die Rechtsordnung in seiner Bedeutung und Komplexität zu eindimensional betrachtet. Einzige Funktion des Rechts sei demnach, die Hürden wirtschaftlichen Austauschs zu reduzieren. Das Recht dient insoweit lediglich der Implementierung marktalternativer Austauschformen. Dass die Rechtsordnung darüber hinaus Finanzinstrumenten bestimmte Eigenschaften vermittelt, die für deren Marktfähigkeit konstitutiv sind, wird nicht angemessen gewürdigt.

Dieses Defizit deckt *Pistor* mit Hilfe der Legal Theory of Finance auf. Der Fokus der Untersuchung liegt nicht auf der Regulierung von Märkten oder der rechtlichen Ausgestaltung nichtmarktlicher Organisationsformen. Vielmehr befasst sich die Legal Theory of Finance mit der rechtli-

1 *Pistor*, J. Comp. Econ. 41 (2013), 315.

2 *La Porta et al.*, J. Pol. Econ 106 (1998), 1113, 1115.

chen Verfassung der Handelsgüter des Finanzmarktes, den Finanzinstrumenten. Der Schwerpunkt von *Pistors* Theorie liegt auf der rechtlichen Anerkennung verschiedener Finanzinstrumente in einem globalen Finanzsystem, das sich über verschiedene Jurisdiktionen hinweg vernetzt hat. Die umfassende und reibungslose Durchsetzbarkeit der Forderungen, die den jeweiligen Finanzinstrumenten zugrunde liegen, ist einerseits der Ausgangspunkt der rapiden Globalisierung des Finanzmarktes, birgt jedoch zugleich eine unberechenbare Zerstörungskraft in sich.

Für rechtsökonomische Untersuchungen bedeutet dies, dass mit Hilfe der Legal Theory of Finance der methodische Ansatz der Neuen Institutionenökonomik im Hinblick auf die Analyse des Finanzsystems um mehrere entscheidende Faktoren erweitert werden muss. Für *Pistor* ist das Recht untrennbar mit dem staatlichen Durchsetzungsmechanismus verknüpft.³ Sowohl marktlicher Austausch als auch marktalternative Organisationsformen sind somit keine spontanen Ordnungsmuster und können nicht unreflektiert als bloßes Resultat eines Evolutionsprozesses betrachtet werden. Es handelt sich vielmehr um unterschiedliche institutionelle Arrangements, deren Nutzen kritisch hinterfragt werden muss. *Pistor* schafft es demnach, vom Primat des Marktmechanismus, der der Transaktionskostenökonomie zugrunde liegt, abzuweichen, ohne dabei in eine Fundamentalkritik kapitalistischer Systeme umzuschwenken. Mit Hilfe der Legal Theory of Finance ist es somit gleichzeitig möglich, die transaktionskostenökonomische Programmierung rechtsökonomischer Untersuchungen zu erweitern und deren Prämissen kritisch zu hinterfragen.

Die vorliegende Arbeit möchte an diesem neu aufgeworfenen Forschungsansatz anknüpfen, indem im ersten Teil zunächst die theoretischen Unterschiede zwischen klassischen rechtsökonomischen Forschungsansätzen und der Legal Theory of Finance beleuchtet werden. Die sich an der theoretischen Konzeption anschließenden Kapitel versuchen aufzuzeigen, wie sich die Erkenntnisse der Legal Theory of Finance in das transaktionskostenökonomische Gebilde einfügen lassen. Im zweiten Teil der Arbeit sollen einzelne zentrale Aspekte des Finanzwesens, insbesondere Wertpapiere, der bargeldlose Zahlungsverkehr sowie Kreditverbriefungen mit Hilfe der Legal Theory of Finance untersucht werden.

Darüber hinaus basiert die vorliegende Arbeit auf der Prämisse, dass das Finanzsystem hierarchisch strukturiert ist. Dieser Ansatz, dessen sich auch die Legal Theory of Finance zu eigen macht, orientiert sich an dem von

3 *Hodgson*, J. Comp. Econ. 41 (2013), 331, 332.

Perry Mehrling konzipierten Money View of Finance.⁴ Insofern eröffnet die Legal Theory of Finance das Forschungsfeld rechtsökonomischer Untersuchungen um eine weitere Dimension. Indem LTF die Bedeutung geldpolitischer Maßnahmen für die Funktionsfähigkeit eines Finanzsystems in einen rechtsökonomischen Kontext beleuchtet, wird der traditionell makroökonomische Forschungsbereich des Geldwesens mit dem mikroökonomisch orientierten Programm der Rechtsökonomie zusammengefügt. Die sich dadurch ergebenden neuen Erkenntnisquellen sollen im letzten Teil der Arbeit beleuchtet werden.

A. *Die rechtliche Konstruktion von sogenannten Asset Backed Commercial Papers*

I. Geld und geldähnliche Finanzinstrumente

Die vorliegende Arbeit untersucht unter anderem die rechtliche Konstruktion sogenannter Asset Backed Commercial Papers. Diese Wertpapiere mit kurzer Laufzeit stellen ein Finanzinstrument dar, das am Geldmarkt gehandelt wird. Der Begriff Geldmarkt kann für Juristen irreführend sein, da die am Geldmarkt gehandelten Finanzinstrumente nicht Geld im juristischen Sinn sind, sondern Wertpapiere. Daher soll für den Fortgang der weiteren Untersuchung zunächst die Verwendung des Begriffs Geld genauer abgegrenzt werden. In der vorliegenden Arbeit wird „Geld“ definiert als all jene Rechtsformen, die staatlich anerkannte Zahlungsmittel darstellen: Das Bargeld und das Giralgeld.⁵

Davon zu unterscheiden sind sog. geldähnliche Titel (engl. „money-like assets“),⁶ die ebenfalls als Geldmarktinstrumente beschrieben werden. Bei diesen handelt es sich um Wertpapiere, welche eine Vielzahl von Geldeigenschaften aufweisen, jedoch keine staatlich anerkannten Zahlungsmittel sind. Sofern in der vorliegenden Arbeit demnach vom Geldmarkt gesprochen wird, ist nicht der Austausch von Bargeld bzw. der bargeldlose Überweisungsverkehr gemeint, sondern der Handel mit Geldmarktinstrumenten.

Diese Abgrenzung zwischen Geld und geldähnlichen Titeln erscheint aufgrund der primär juristischen Ausrichtung der Bearbeitung sachge-

4 *Mehrling*, New Lombard Street, S. 2–6.

5 So auch *Staudinger-Schmidt* Vorbem. zu §§ 244–248, Rn. A30.

6 S. zur Begriffsbildung auch *Hellwig*, Bargeld.

recht. Wie jedoch insbesondere im vierten Teil der Untersuchung dargestellt werden soll, ist eine Unterscheidung neben der juristischen Eigenschaft der Zahlungsmittleigenschaft nur sehr schwer möglich. Dass sich eine Vielzahl von Attributen, welche Geld im juristischen Sinne zugesprochen werden, durch privatrechtliche Konstruktionen nachahmen lassen, stellt eine der zentralen Thesen dieser Arbeit dar. Es wird also demnach versucht, ein besseres Verständnis zentraler juristischer Eigenschaften dieser am Geldmarkt gehandelten Finanzinstrumente zu entwickeln. An dem Fallbeispiel der Asset Backed Commercial Papers sollen Parallelen in der rechtlichen Konstruktion geldähnlicher Finanzinstrumente im Vergleich zu den gesetzlich anerkannten Zahlungsmitteln aufgezeigt werden.

II. Der Geldmarkt im Vergleich zum Aktienmarkt

Dem sogenannten Geldmarkt ist in rechtswissenschaftlichen Untersuchungen bis zum Ausbruch der Finanzmarktkrise nur wenig Beachtung geschenkt worden. Dies überrascht, da sich Geldmarktinstrumente in wesentlichen Aspekten von den sonstigen Finanzinstrumenten, insbesondere Aktien, unterscheiden.

Geldmarktinstrumente sind Finanzinstrumente mit kurzer Laufzeit, die keinen oder nur sehr geringen Kreditausfallrisiken und Wertveränderungen ausgesetzt sind.⁷ Daher sollte nach Ansicht von *Holmstrom* die Logik über das Funktionieren von Kapitalmärkten nicht analog auf Geldmärkte angewendet werden. Die Hauptfunktion von Kapitalmärkten liege darin, das Risiko einer Unternehmung an verschiedene Investoren zu verteilen, um somit eine effiziente Kapitalallokation zu gewährleisten.⁸ Die für eine Investitionsentscheidung notwendigen Informationen ließen sich über den Preismechanismus bestimmen, so dass Transparenz das Hauptaugenmerk kapitalmarktrechtlicher Regulierungsansätze darstelle.⁹

Der Handel mit Geldmarktinstrumenten wird demgegenüber durch andere Faktoren bestimmt. Im Gegensatz zu Aktienmärkten werden Geldmarktpapiere nicht an einer Börse gehandelt, sondern durch bilaterale Austauschverträge. Das Hauptaugenmerk der Investoren liege demnach nicht darin, Informationen über den mit einer Transaktion zusammenhängenden Fundamentalwert zu erlangen, sondern durch ein ausreichendes

⁷ Vgl. *Pozsar*, Money View, S. 16f.

⁸ *Holmstrom*, Debt in the Financial System, S. 6.

⁹ *Holmstrom*, Debt in the Financial System, S. 2.