

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

**ANDREAS CAHN / HENNY MÜCHLER**

**PRODUKTINTERVENTIONEN NACH MiFID II**  
**– EINGRIFFSVORAUSSETZUNGEN UND AUSWIRKUNGEN AUF DIE**  
**PFLICHTEN DES VORSTANDS VON**  
**WERTPAPIERDIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN –**



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

**WORKING PAPER SERIES No. 134**

Andreas Cahn / Henny Mächler

**Produktinterventionen nach MiFID II**  
**– Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des**  
**Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen –**

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 134**

**12/2012**

## Produktinterventionen nach MiFID II

– Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen –

*Andreas Cahn\*/Henny Mächler\*\**

\*Prof. Dr. iur., LL.M. (Berkeley), geschäftsführender Direktor des Institute for Law and Finance, Goethe-Universität Frankfurt am Main

\*\* Dr. iur., LL.M. (Cambridge), Rechtsanwältin in Frankfurt am Main

### I. Einleitung

Die Europäische Kommission hat am 20. Oktober 2011 einen Vorschlag zur Novellierung der Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (*Markets in Financial Instruments Directive*)<sup>1</sup> veröffentlicht („MiFID II“). Neben der überarbeiteten MiFID soll es künftig eine Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (*Markets in Financial Instruments Regulation*)<sup>2</sup> geben, bei der es sich ebenso wie bei der MiFID II um einen Basisrechtsakt handeln wird, der auf einer nachgelagerten Ebene des Rechtsetzungsverfahrens („Level 2“) durch delegierte Rechtsakte der Kommission zu ergänzen ist<sup>3</sup>.

Anders als die MiFID II, die in innerstaatliches Recht umgesetzt werden muss, wird die MiFIR in den EU-Mitgliedstaaten unmittelbar verbindlich sein. Im Vordergrund der Diskussion über das Legislativpaket für MiFID II stehen die neuen Anlegerschutzpflichten, die Corporate Governance von Wertpapierfirmen, die Transparenzvorschriften für Handelsplätze und die Regelungen über die Vor- und Nachhandelstransparenz<sup>4</sup>. Die Vorschriften der MiFIR-E über sog. Produktinterventionen, die Gegenstand dieses Beitrags sind, haben dagegen bislang vergleichsweise wenig Beachtung gefunden.

Hintergrund dieser geplanten Neuregelungen ist die in der Finanzkrise gewonnene Erkenntnis, dass die Regulierung von Finanzprodukten auf europäischer Ebene, die in erster Linie auf

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EG und 93/6/EG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EG des Rates, ABl. Nr. L 145 vom 30.4.2004, S. 1 (im Folgenden: MiFID).

<sup>2</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (im Folgenden: MiFIR). Die Kommissionsentwürfe von MiFID II und MiFIR sind abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_de.htm).

<sup>3</sup> Vgl. zum Rechtsetzungsverfahren der Kommission *Rötting/Lang*, EuZW 2012, 8 ff.

<sup>4</sup> Vgl. für einen Überblick *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557 ff., 1605 ff.

die Herstellung umfassender Transparenz gerichtet ist, in bestimmten Situationen nicht ausreicht, um Gefahren für den Anlegerschutz, die Finanzmärkte oder die Finanzstabilität abzuwehren. Es bestehen deshalb Überlegungen, neben der Produktregulierung am sog. Point of Sale (z.B. durch Aufklärungs- und Offenlegungspflichten) eine unmittelbare Produktkontrolle einzuführen<sup>5</sup>. Dieser Regulierungsansatz wird von einigen Mitgliedstaaten, namentlich Großbritannien<sup>6</sup>, bereits auf nationaler Ebene verfolgt<sup>7</sup>. In Deutschland spielt sich die „Produktkontrolle“ bislang vor allem im zivilrechtlichen (Haftungs-)Bereich ab<sup>8</sup>. Eine Pflicht zur Vorabgenehmigung von Finanzprodukten besteht für Investmentfonds<sup>9</sup>.

Dieser Beitrag gibt zunächst einen Überblick über den derzeitigen Rechtsrahmen für aufsichtsrechtliche Produktverbote und Beschränkungsmöglichkeiten im Finanzbereich (sogleich, II.). Es schließt sich eine kritische Untersuchung der Reichweite der Regelungen über Produktinterventionen im Kommissionsentwurf der MiFIR an (III.). Im Anschluss wird untersucht, welche Pflichten sich aus den geplanten Regelungen für den Vorstand eines in der Rechtsform der Aktiengesellschaft verfassten Wertpapierdienstleistungsunternehmens ergeben und welche Rechtsschutzmöglichkeiten gegen Interventionsmaßnahmen bestehen (IV.). Abschließend werden die Auswirkungen der Neuregelungen auf die Haftung des Unternehmens gegenüber geschädigten Anlegern behandelt (V.).

## **II. Produktverbote und Beschränkungsmöglichkeiten de lege lata**

### **1. Produktverbote**

In den letzten Jahren standen vor allem ungedeckte Leerverkäufe und Credit Default Swaps (CDS) auf Staatsanleihen im Mittelpunkt der Bestrebungen, Finanzprodukte mit potenziell destabilisierenden Wirkungen für den Finanzmarkt zu unterbinden. Wenngleich anerkannt ist, dass Leerverkäufe eine wichtige Rolle für die Marktliquidität und die Preisbildung spielen<sup>10</sup>,

---

<sup>5</sup> Vgl. Public Consultation, Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), 8.12.2010, S. 80 f.; abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_de.htm); vgl. zur rechtspolitischen Diskussion in Deutschland *Spindler*, AG 2010, 601, 612; *Köndgen*, BKR 2011, 285 ff.; *ders.* in: FS Hopt, 2010, S. 2113, 2132 ff.

<sup>6</sup> Vgl. Financial Services Authority, Discussion Paper, „Product Intervention“, DP 11/1, Januar 2011, abrufbar unter: [http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/DP/2011/11\\_01.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/DP/2011/11_01.shtml); Financial Services Authority, Feedback Statement, FS 11/3, Juni 2011, abrufbar unter [http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs11\\_03.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs11_03.pdf).

<sup>7</sup> Vgl. *Köndgen*, in: FS Hopt, 2010, S. 2113, 2125 ff.

<sup>8</sup> Vgl. *Köndgen*, in: FS Hopt, 2010, S. 2113, 2129 ff.

<sup>9</sup> Nach § 43 Abs. 2 InvG bedürfen die Vertragsbedingungen eines Investmentfonds der Genehmigung der BaFin.

<sup>10</sup> Vgl. Erwägungsgrund 5 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. Nr. L 86 vom 24.3.2012, S. 1 (im Folgenden: Leerverkaufs-VO); *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 486.

besteht die verbreitete Befürchtung, diese Geschäfte könnten unter gewissen Umständen zu negativen Marktentwicklungen führen und die Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigen<sup>11</sup>. Ähnliche Bedenken bestehen im Hinblick auf CDS<sup>12</sup>. Mit dem Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte<sup>13</sup> wurden ungedeckte Leerverkäufe auf Aktien und öffentliche Schuldtitel und bestimmte Kreditderivate verboten (§§ 30h, 30j WpHG a.F.)<sup>14</sup>. Diese Vorschriften wurden kürzlich aufgehoben<sup>15</sup>, da die seit dem 1. November 2012 geltende Leerverkaufs-VO vorrangige Verbotstatbestände enthält<sup>16</sup>. Neben den gesetzlichen Verboten bestimmter Transaktionen ist das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG) zu beachten, das sich im Einzelfall wie ein Produktverbot auswirken kann<sup>17</sup>. Zudem kann das Bundesfinanzministerium nach § 37g WpHG Finanztermingeschäfte durch Rechtsverordnung verbieten oder beschränken, soweit dies zum Schutz der Anleger erforderlich ist<sup>18</sup>.

## 2. Beschränkungsmöglichkeiten

### a) Befugnisse der BaFin

Die BaFin ist im Rahmen ihrer Wertpapieraufsicht nach § 4 Abs. 1 S. 2 und 3 WpHG berechtigt, Maßnahmen zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen treffen, die die „ordnungsgemäße Durchführung des Handels mit Finanzinstrumenten oder von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen beeinträchtigen“ oder „erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt“ bewirken können<sup>19</sup>. Unter einem „Missstand“ wird jedes Verhalten verstanden, welches den Zielen des WpHG und den im einzelnen zur Verwirklichung dieser Ziele normierten Pflichten zuwiderläuft<sup>20</sup>. Nach § 4 Abs. 2 S. 1 WpHG kann die BaFin zudem

---

<sup>11</sup> Vgl. Reg. Begr. zum Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S. 7, 9.

<sup>12</sup> Vgl. Reg. Begr., BT-Drucks. 17/1952, S. 7, 11.

<sup>13</sup> BGBl. I 2010, S. 945.

<sup>14</sup> Diese Regelungen wurden durch ein zweistufiges Meldesystem für Netto-Leerverkaufspositionen auf börsengehandelte Aktien (§ 30i WpHG a.F.) flankiert.

<sup>15</sup> Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, BGBl. I 2012, 2286.

<sup>16</sup> Ausführlich zur Leerverkaufs-VO *Mülbert/Sajnovits*, ZBB 2012, 266 ff.

<sup>17</sup> § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG untersagt Geschäfte, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. Vgl. zur Einordnung von Leerverkäufen unter § 20a WpHG *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 488; *Findeisen/Tönnigsen*, WM 2011, 1405, 1407 f.

<sup>18</sup> Das Bundesfinanzministerium hat von der Ermächtigung nach § 37g WpHG bislang noch keinen Gebrauch gemacht, vgl. *Mülbert/Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 37g Rn. 1.

<sup>19</sup> Vergleichbare Vorschriften findet sich in anderen Aufsichtsgesetzen, vgl. z.B. § 6 Abs. 3 KWG, § 3 Abs. 2 ZAG, § 5 Abs. 1 S. 4 InvG, § 3 Abs. 5 BörsG.

<sup>20</sup> Vgl. *Schlette/Bouchon*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 4 Rn. 18.

die zur Durchsetzung der gesetzlichen Verbote und Gebote notwendigen Anordnungen treffen<sup>21</sup>. Auf der Grundlage von § 4 Abs. 1 S. 3 WpHG hat die BaFin vor der Einführung von §§ 30h, 30j WpHG per Allgemeinverfügung befristete Verbote für bestimmte ungedeckte Leerverkäufe und CDS erlassen<sup>22</sup>.

§ 4a WpHG wurde als „notwendige Ergänzung“ zu § 4 WpHG eingeführt, um eine klare Ermächtigungsgrundlage für Interventionen im Interesse der Stabilität der Finanzmärkte und des Vertrauens in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte zu schaffen<sup>23</sup>. § 4a WpHG ermächtigt die BaFin, im Einvernehmen mit der Bundesbank über § 4 WpHG hinausgehende Maßnahmen zu treffen, sofern Missstände bestehen, die „Nachteile für die Stabilität der Finanzmärkte bewirken oder das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte erschüttern“ können. Auf der Grundlage von § 4a WpHG kann die BaFin etwa den Handel mit Finanzinstrumenten (z.B. Währungsderivaten) untersagen oder die Aussetzung des Handels in Finanzinstrumenten an bestimmten Märkten anordnen<sup>24</sup>.

§§ 4, 4a WpHG werden durch speziellere Eingriffsermächtigungen verdrängt<sup>25</sup>. Beispielsweise ist die BaFin<sup>26</sup> nach Artt. 20, 21 Leerverkaufs-VO berechtigt, Leerverkäufe und vergleichbare Transaktionen oder CDS zu beschränken oder zu untersagen, wenn „ungünstige Ereignisse oder Entwicklungen“ eintreten, die eine „ernstzunehmende Bedrohung für die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen“ darstellen<sup>27</sup>.

## **b) Befugnisse von ESMA**

Im Rahmen des Europäischen Finanzaufsichtssystems ergänzt die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) seit dem 1. Januar 2011 die Wertpapieraufsicht der nationalen Aufsichtsbehörden. Zu den Aufgaben und Befugnissen von ESMA, die in der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010<sup>28</sup> geregelt sind, ge-

---

<sup>21</sup> Vgl. zum Verhältnis zwischen § 4 Abs. 1 S. 3 und Abs. 2 S. 1 WpHG *Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2012, § 4 WpHG Rn. 24 f.

<sup>22</sup> Vgl. die Allgemeinverfügungen der BaFin vom 19.9.2008, 21.9.2008, 17.12.2008, 30.3.2009, 29.5.2009 und 18.5.2010, abrufbar unter <http://www.bafin.de>. Zur Tauglichkeit von § 4 WpHG als Rechtsgrundlage für diese Allgemeinverfügungen vgl. *Walla*, DB 2010, 853 ff.; *Möllers/Christ/Harrer*, NZG 2010, 1167, 1169; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 489 ff.

<sup>23</sup> Vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 17/1952, S. 8.

<sup>24</sup> Vgl. § 4a Abs. 1 WpHG.

<sup>25</sup> Vgl. für eine Übersicht *Zetzsche*, in: Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, § 4 WpHG Rn. 32 f.

<sup>26</sup> Die BaFin ist nach § 30h Abs. 1 WpHG zuständige Behörde im Sinne der Leerverkaufs-VO.

<sup>27</sup> Ungünstige Ereignisse oder Entwicklungen sind beispielsweise finanzielle oder wirtschaftliche Verwerfungen, Naturkatastrophen oder terroristische Anschläge, vgl. Erwägungsgrund 27 Leerverkaufs-VO.

<sup>28</sup> Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbe-

hören insbesondere die Förderung der kohärenten Anwendung der EU-Rechtsvorschriften („gemeinsame Aufsichtskultur“) und die Koordinierung der Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden<sup>29</sup>. Dabei darf ESMA nur in eng begrenzten Ausnahmefällen verbindliche Einzelfallentscheidungen gegenüber nationalen Aufsichtsbehörden oder Marktteilnehmern treffen<sup>30</sup>.

Nach Art. 9 ESMA-VO obliegen ESMA auch bestimmte „Aufgaben im Zusammenhang mit dem Verbraucherschutz und mit Finanztätigkeiten“. So überwacht ESMA neue und bekannte Finanztätigkeiten und kann in diesem Zusammenhang Leitlinien und Empfehlungen annehmen<sup>31</sup> oder vor bestimmten Finanztätigkeiten warnen<sup>32</sup>. ESMA obliegt zudem die Errichtung eines Ausschusses für Finanzinnovationen, in dem die nationalen Aufsichtsbehörden über die aufsichtsrechtliche Behandlung neuer oder innovativer Finanztätigkeiten beraten<sup>33</sup>. Weitergehende Befugnisse werden ESMA durch Art. 9 Abs. 5 ESMA-VO eingeräumt. Diese Bestimmung gestattet ESMA die vorübergehende Untersagung oder Beschränkung von Finanztätigkeiten, durch die „das ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems in der Union als Ganzes oder in Teilen gefährdet wird“.

Art. 9 Abs. 5 ESMA-VO setzt nur einen Rahmen für Interventionsmaßnahmen durch ESMA. Ein Vorgehen auf dieser Grundlage setzt zusätzlich voraus, dass entweder ein Rechtsakt im Sinne von Art. 1 Abs. 2 ESMA-VO das Eingreifen durch ESMA gestattet oder der Rat einen Krisenfall im Sinne von Art. 18 ESMA-VO festgestellt hat<sup>34</sup>. Beispielsweise ist ESMA nach Art. 9 Abs. 5 ESMA-VO i.V.m. Art. 28 Leerverkaufs-VO ermächtigt, in Ausnahmesituationen den Abschluss bestimmter Transaktionen zu untersagen oder an Bedingungen zu knüpfen.

### **III. Der rechtliche Rahmen für Produktinterventionen nach MiFID II**

#### **1. Grundlage für Produktinterventionen nach MiFID II**

Produktintervention im Sinne von MiFID II bezeichnet die Befugnis, a) die Vermarktung, den Vertrieb oder den Verkauf von bestimmten Finanzinstrumenten oder von Finanzinstrumenten

---

hörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. Nr. L 331 vom 15.12.2010, S. 84 (im Folgenden: ESMA-VO).

<sup>29</sup> Vgl. Erwägungsgründe 36, 40, Art. 8 Abs. 1 lit. (b), 21, 29 ESMA-VO.

<sup>30</sup> Vgl. Art. 17 (Verletzung von Unionsrecht), Art. 18 (Maßnahmen im Krisenfall), Art. 19 ESMA-VO (Meinungsverschiedenheiten); hierzu *Rötting/Lang*, EuZW 2012, 8, 11.

<sup>31</sup> Art. 9 Abs. 2 ESMA-VO.

<sup>32</sup> Art. 9 Abs. 3 ESMA-VO.

<sup>33</sup> Art. 9 Abs. 4 ESMA-VO.

<sup>34</sup> Ein Krisenfall im Sinne von Art. 18 Abs. 1 ESMA-VO besteht, wenn „ungünstige Entwicklungen“ vorliegen, „die das ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität von Finanzmärkten oder die Stabilität des Finanzsystems in der Union als Ganzes oder in Teilen ernsthaft gefährden könnten.“

mit bestimmten Merkmalen oder b) eine bestimmte Form von Finanztätigkeit oder Finanzpraxis zu verbieten oder zu beschränken. Die Befugnis zu Produktinterventionen dient dem Anlegerschutz, der Sicherung des ordnungsgemäßen Funktionierens und der Integrität der Finanzmärkte und der Stabilität des Finanzsystems<sup>35</sup>. Der vom Europäischen Parlament am 26. Oktober 2012 angenommene Änderungsvorschlag<sup>36</sup> sieht darüber hinaus eine Art Markteintrittskontrolle für Finanzinstrumente und Anlageprodukte vor. So sollen die Behörden neue Produkte aus eigener Initiative analysieren, bevor sie in der EU vermarktet, vertrieben oder verkauft werden<sup>37</sup>.

Das Recht zu Produktinterventionen soll nicht in der MiFID II, sondern in der MiFIR geregelt werden. Titel VII Kapitel 1 dieser Verordnung sieht zwei Grundlagen für Produktinterventionen vor, nämlich zum einen für Interventionen durch ESMA nach Art. 31 MiFIR-E und zum anderen für Interventionen durch die jeweils zuständige mitgliedstaatliche Behörde nach Art. 32 MiFIR-E. Dabei sind in erster Linie die nationalen Behörden zuständig, wie sich aus Art. 31 Abs. 2 lit. (c) MiFIR-E ergibt. Danach setzt eine Maßnahme nach Art. 31 MiFIR-E voraus, dass eine oder mehrere zuständige Behörden keine oder keine ausreichenden Maßnahmen ergriffen haben, um die Bedrohung abzuwenden. Die subsidiäre Eingriffsbefugnis von ESMA entspricht dem Prinzip, dass ESMA nur in Ausnahmefällen bindende Entscheidungen gegenüber Marktteilnehmern treffen darf<sup>38</sup>.

Von den Ermächtigungen zu Produktinterventionen unberührt bleiben die Befugnisse der Aufsichtsbehörden nach der MiFID II-E. Neben der bereits nach geltendem Recht bestehenden Befugnis, die Aussetzung des Handels oder den Ausschluss eines Finanzinstruments vom Handel zu verlangen<sup>39</sup>, räumt die MiFID II-E den zuständigen Behörden beispielsweise die Befugnis zur Aussetzung des Handels wegen Verschweigens von Informationen über einen Emittenten oder ein Finanzinstrument ein<sup>40</sup>.

---

<sup>35</sup> Vgl. Erwägungsgrund 24 MiFIR-E.

<sup>36</sup> Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26. Oktober 2012 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (P7\_TA-PROV(2012)0407), abrufbar unter <http://www.europarl.europa.eu>.

<sup>37</sup> Vgl. Artt. 31 Abs. 1, Art. 32 Abs. 1 MiFIR-E in der Fassung der Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26.10.2012 (P7\_TA-PROV(2012)0407).

<sup>38</sup> Vgl. oben, II. 2b).

<sup>39</sup> Vgl. Art. 50 Abs. 2 lit. (j) und (k) MiFID; Art. 72 Abs. 1 lit. (d) und (e) MiFID II-E.

<sup>40</sup> Art. 32 Abs. 1, Art. 53 MiFID II-E.

## 2. Unterschiedliche Voraussetzungen für Interventionen durch ESMA und zuständige mitgliedstaatliche Behörden?

### a) „Gefahr“, „erhebliche Bedenken“, „ernsthafte Gefahr“ als Eingriffsvoraussetzungen

Erstaunlicherweise sind die sachlichen Voraussetzungen für Produktinterventionen durch die nationalen Behörden einerseits und ESMA andererseits nicht identisch. Als Quelle von Auslegungs- und Anwendungsproblemen könnte sich insbesondere die unterschiedliche Formulierung der Auslöser für eine Produktintervention erweisen. So setzt Art. 31 Abs. 2 lit. (a) MiFIR-E eine „*Gefahr* für den Anlegerschutz oder die ordnungsgemäße Funktionsweise und die Integrität der Finanzmärkte oder aber die Stabilität des gesamten oder eines Teils des Finanzsystems in der Union“ voraus<sup>41</sup>. Demgegenüber verlangt Art. 32 Abs. 2 lit. (a) MiFIR-E „*erhebliche Bedenken* für den Anlegerschutz [...] oder *eine ernsthafte Gefahr* für die ordnungsgemäße Funktionsweise und die Integrität der Finanzmärkte oder aber die Stabilität des gesamten oder eines Teils des Finanzsystems“. Aus dem unterschiedlichen Wortlaut von Art. 31 Abs. 2 lit. (a) und Art. 32 Abs. 2 lit. (a) MiFIR-E kann allerdings nicht der Schluss gezogen werden, dass für ein Eingreifen der nationalen Behörden eine höhere Eingriffsschwelle gilt als für Maßnahmen von ESMA. Vielmehr legen die übrigen Voraussetzungen für Interventionen eher das Gegenteil nahe (vgl. sogleich, b)). Zudem sehen die Änderungsvorschläge des Europäischen Parlaments<sup>42</sup> und des Rates<sup>43</sup> eine weitere Qualifizierung des Gefahrenbegriffs im Rahmen der Eingriffsbefugnis von ESMA nach Art. 31 Abs. 2 lit. (a) MiFIR-E vor.

### b) Anforderungen an die Qualität der Interventionsmaßnahme

Nach Art. 31 Abs. 2 lit. (b) MiFIR-E erfordert ein Einschreiten von ESMA, dass die Regulierungsanforderungen nach dem Unionsrecht, die auf das jeweilige Finanzinstrument oder die jeweilige Finanztätigkeit angewandt werden, *die Gefahr nicht abwenden*. Dagegen setzt

---

<sup>41</sup> Art. 9 Abs. 5 ESMA-VO verlangt für ein Eingreifen durch ESMA ebenfalls eine nicht weiter qualifizierte „Gefährdung“ des ordnungsgemäßen Funktionierens und der Integrität der Finanzmärkte oder der Stabilität des Finanzsystems. Dagegen setzt ein Eingreifen im Krisenfall nach Art. 9 Abs. 5 i.V.m. Art. 18 ESMA-VO eine „ernsthafte Gefährdung“ voraus.

<sup>42</sup> „Wesentliche Gefahr für den Anlegerschutz oder die ordnungsgemäße Funktionsweise und die Integrität der Finanzmärkte [...]“, in der englischen Fassung: „*significant threat to investor protection or to the orderly functioning and integrity of financial markets [...]*“ vgl. die Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26.10.2012 (P7\_TA-PROV(2012)0407).

<sup>43</sup> „*Significant investor protection concern or a threat to the orderly functioning and integrity of financial markets [...]*“, vgl. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, 3.12.2012, Dok. Nr. 17176/12, (im Folgenden: *Presidency Compromise*), abrufbar unter <http://www.consilium.europa.eu/documents?lang=en>.

Art. 32 Abs. 2 lit. (b) MiFIR-E voraus, dass „bestehende Regulierungsanforderungen nach Unionsrecht, die auf das Finanzinstrument, die Finanztätigkeit oder Finanzpraxis anwendbar sind, den in Absatz a genannten Risiken *nicht hinreichend begegnen und das Problem besser durch eine stärkere Aufsicht oder Durchsetzung der vorhandenen Anforderungen gelöst würde*.“ Abgesehen davon, dass man sich fragt, warum die Finanzpraxis in Art. 31 Abs. 2 lit. (b) MiFIR-E nicht erwähnt ist, wird nicht deutlich, warum die weiteren Voraussetzungen in den beiden zitierten Absätzen unterschiedlich formuliert sind. Mit Blick auf die englische Fassung des Kommissionsvorschlags ist anzunehmen, dass die Unterscheidung bewusst gewählt wurde. So heißt es zwar in beiden Vorschriften zunächst einheitlich „[...] *regulatory requirements [...] do not address the threat*“; in Art. 32 Abs. 2 lit. (b) MiFIR-E wurde aber noch das Adverb „*sufficiently*“ hinzugefügt. Es drängt sich somit die Frage auf, ob für Eingriffe durch ESMA eine höhere Schwelle gelten soll als für Eingriffe durch die mitgliedstaatlichen Behörden. Die Rechtfertigung für die strengeren Anforderungen an Interventionsmaßnahmen von ESMA könnte darin zu sehen sein, dass ESMA nur in Ausnahmefällen zu unmittelbaren Eingriffen gegenüber den Marktteilnehmern berechtigt sein soll, wenn die zuständigen mitgliedstaatlichen Behörden keine oder unzureichende Maßnahmen treffen<sup>44</sup>.

### **c) Verhältnismäßigkeit des Eingriffs**

Weitere Unterschiede betreffen etwa die Anforderungen an die Verhältnismäßigkeit einer Interventionsmaßnahme.

Nach Art. 31 Abs. 3 lit. (a) MiFIR-E soll es insoweit allein auf das Verhältnis zwischen den Vorteilen der Maßnahme zu etwaigen negativen Auswirkungen auf die Effizienz der Finanzmärkte oder auf die Anleger ankommen. Die Belange des Adressaten der Interventionsmaßnahme spielen bei der Verhältnismäßigkeitsprüfung offenbar keine Rolle. Demgegenüber verlangt Art. 32 Abs. 2 lit. (c) MiFIR-E allgemeiner, dass die Maßnahme unter Berücksichtigung der Auswirkungen des Finanzinstruments oder der Finanzpraxis und der Interventionsmaßnahme auf Marktteilnehmer und Anleger verhältnismäßig ist. Markt- und Anlegerinteressen sind danach zwar bei der Verhältnismäßigkeitsprüfung zu berücksichtigen, nicht aber ausschließlicher Prüfungsmaßstab. Art. 32 Abs. 2 lit. (c) MiFIR-E lässt vielmehr schon seinem Wortlaut nach Raum dafür, die Interessen des Adressaten der Maßnahme in die Abwägung einzubeziehen.

---

<sup>44</sup> Vgl. Rötting/Lang, EuZW 2010, 87, 91 „Ersatzvornahme“ durch ESMA.

### 3. Reichweite und Voraussetzungen der Interventionsbefugnisse

Eine Reihe von Fragen bestehen auch hinsichtlich der Reichweite der Interventionsbefugnisse, deren Voraussetzungen noch in den von Art. 31 Abs. 8, Art. 32 Abs. 6 MiFIR-E vorgesehenen delegierten Rechtsakten der Kommission zu präzisieren sind.

#### a) Befugnis von ESMA für Interventionen im Interesse des Anlegerschutzes

Das gilt zunächst für das Recht von ESMA, im Interesse des Anlegerschutzes einzuschreiten. Nach Art. 31 Abs. 2 lit. (a) MiFIR-E kann ESMA die Vermarktung, den Vertrieb oder den Verkauf von bestimmten Finanzinstrumenten auch aus Gründen des Anlegerschutzes verbieten oder beschränken. Gemäß Art. 31 Abs. 1 MiFIR-E beruhen die Eingriffsbefugnisse von ESMA indessen auf Art. 9 Abs. 5 ESMA-VO. Die Vorschrift ermächtigt ESMA aber nur zu Verboten und Beschränkungen zum Schutz des ordnungsgemäßen Funktionierens und der Integrität der Finanzmärkte oder der Stabilität des Finanzsystems in der Union; der Anlegerschutz ist dagegen nicht als Ziel von Eingriffen nach dieser Bestimmung genannt. Nach Art. 9 Abs. 3 ESMA-VO kann ESMA zwar auch für Zwecke des Verbraucherschutzes (Art. 1 Abs. 5 lit. (f) ESMA-VO) tätig werden; die Bestimmung ermächtigt aber nur zu Warnungen, nicht dagegen zu Verboten. Es stellt sich dennoch die Frage, ob nicht auch Art. 9 Abs. 5 ESMA-VO im Lichte des Verbraucherschutzzwecks zu lesen ist<sup>45</sup>; die Eingriffsbefugnisse erscheinen zumindest als durchaus logische Fortschreibung der in Art. 9 Abs. 1 und 3 ESMA-VO festgeschriebenen Marktkontrollfunktion. Für die Wirksamkeit der Ermächtigung nach Art. 31 MiFIR-E dürfte die Frage allerdings letztlich ohne Bedeutung sein, denn sowohl die ESMA-VO als auch die MiFIR-E stützen sich auf dieselbe Ermächtigungsgrundlage, nämlich Art. 114 Abs. 1 AEUV<sup>46</sup>.

#### b) Gefahr für den Anlegerschutz, die Finanzmärkte oder das Finanzsystem

ESMA und die zuständigen Behörden können Interventionsmaßnahmen nach Artt. 31, 32 MiFIR-E unter anderem dann ergreifen, wenn eine Gefahr bzw. erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz bestehen<sup>47</sup>. Es ist unklar, wie der Begriff des Anlegerschutzes in diesem Zusammenhang zu verstehen ist. Eine Gefahr für den Anlegerschutz könnte sich beispielsweise aus den spezifischen Produktmerkmalen, z.B. der Komplexität und den damit verbundenen

---

<sup>45</sup> Diese Frage wirft auch *Wymeersch*, ZGR 2011, 443, 469 auf.

<sup>46</sup> Vgl. den Einleitungssatz der VO (EU) Nr. 1095/2010 sowie Erwägungsgrund 3 MiFIR-E.

<sup>47</sup> Vgl. Art. 31 Abs. 2 lit. (a), Art. 32 Abs. 2 lit. (a) MiFIR-E.

Schwierigkeiten ergeben, die Funktionsweise des Finanzinstruments zu verstehen<sup>48</sup>. Andererseits könnte man aber auch unabhängig von der Komplexität des Finanzinstruments auf die Höhe des Verlustrisikos abstellen. Schließlich könnte die Gefahr für den Anlegerschutz daraus resultieren, dass die im Rahmen des Vertriebs geltenden Wohlverhaltenspflichten (z.B. hinsichtlich der Kundeninformation) den Anleger nicht oder nicht hinreichend schützen.

Unklar ist auch, ob die Zuständigkeit zum Eingreifen erst dann besteht, wenn anlegergefährdende Handelstätigkeiten oder Praktiken ein erhebliches Ausmaß erreicht haben oder ob bereits Einzelfälle ausreichen. Von einer Gefahr für den Anlegerschutz könnte man durchaus bereits dann sprechen, wenn sich die betreffenden Produkte, Tätigkeiten oder Praktiken auf eine kleine Gruppe von Anlegern beschränken, etwa auf wenige Kunden eines kleinen Instituts<sup>49</sup>. Ob insoweit eine quantitative Erheblichkeitsschwelle gelten soll, ergibt sich weder aus dem Text der Regelwerke noch aus den einleitenden Begründungen oder den Erwägungsgründen. Der Vergleich mit den übrigen Eingriffsvoraussetzungen könnte dafür sprechen, an ein Eingreifen durch ESMA hohe Anforderungen zu stellen und nur solche Gefahren für den Anlegerschutz ausreichen zu lassen, die zu einem Vertrauensverlust der Anleger führen und auf diese Weise das Funktionieren der Finanzmärkte gefährden können. Ist nur eine kleine Anlegergruppe betroffen, müssten dann jedenfalls Anhaltspunkte für eine künftige Verbreitung des Produkts, der Tätigkeit oder Praxis oder eine den Gefahren Eintritt vorwegnehmende Reaktion des breiten Anlegerpublikums vorhanden sein, die Beeinträchtigungen des ordnungsgemäßen Funktionierens der Finanzmärkte befürchten lassen. Für ein solches institutionenschutzbezogenes Verständnis ließe sich auch anführen, dass die Bestimmungen nicht eine Gefahr für Anleger ausreichen lassen, sondern eine Gefahr für den Anlegerschutz voraussetzen.

Die Frage nach der notwendigen Verbreitung einer Praxis als Voraussetzung für eine Intervention stellt sich auch im Hinblick auf den Schutz der Finanzmärkte und das Finanzsystem. Zwar lässt sich argumentieren, von einer Gefahr für die geordnete Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems oder eines Teils des Finanzsystems in der Union könne nur dann die Rede sein kann, wenn bedenkliche Aktivitäten ein erhebliches Ausmaß erreichten. Andererseits setzen die Interventionsbestimmungen nicht den

---

<sup>48</sup> Vgl. die Nachweise zur belgischen und französischen Position bei Deloitte, Product Intervention. An overview of some recent national initiatives, September 2011, S. 7.

<sup>49</sup> Vgl. zu der ähnlichen Diskussion, ob die BaFin im Rahmen ihrer Missstandsaufsicht auch bei einem Fehlverhalten eines einzelnen Instituts eingreifen kann *Schlette/Bouchon*, in: Fuchs, WpHG 2009, § 4 Rn. 19 zu § 4 Abs. 1 S. 3 WpHG; *Schäfer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 4. Aufl. 2012, § 6 Rn. 32 f. zu § 6 Abs. 3 KWG.

Eintritt einer Funktionsstörung oder einer Systemkrise voraus, sondern lassen die bloße Gefahr einer solchen Entwicklung ausreichen, ohne sich dazu zu äußern, wie wahrscheinlich der Schadenseintritt sein muss. Die Bedeutung der Frage lässt sich an einem Rückblick auf die Subprime-Krise illustrieren. Die Frage wäre hier gewesen, ob die Aufsicht bereits dann gegen die Verbriefung und Veräußerung wertloser Hypothekenkredite hätte einschreiten dürfen, als der Markt für solche Instrumente so groß war, dass sein Zusammenbruch offensichtlich zu Markverwerfungen führen musste oder ob es ausgereicht hätte, dass die Aufsicht beim ersten Auftauchen dieser Instrumente zu der Einschätzung gelangt wäre, dass sie für den Fall ihrer Verbreitung eine Gefahr für das Finanzsystem darstellen würden. Nach dem Änderungsvorschlag des Europäischen Parlaments können die Aufsichtsbehörden bereits zu einem frühen Zeitpunkt, nämlich vor Ausgabe des Finanzinstruments bzw. der Aufnahme der Finanztätigkeit oder -praxis einschreiten<sup>50</sup>; eine drohende Gefahrensituation wäre also ausreichend.

### **c) Inhalt von Interventionsmaßnahmen**

#### **(i) Finanzinstrumente**

Sofern die zur Intervention nach Artt. 31, 32 MiFIR-E berechtigende Gefahr von Finanzinstrumenten oder Finanzinstrumenten mit bestimmten Merkmalen ausgeht, kann ESMA oder die zuständige mitgliedstaatliche Aufsichtsbehörde die Vermarktung, den Vertrieb oder Verkauf dieser Finanzinstrumente nach Artt. 31 Abs. 1 lit. (a), 32 Abs. 1 lit. (a) MiFIR-E untersagen oder beschränken. Mildere Mittel, wie etwa eine Auflage zur Änderung bestimmter Produktmerkmale<sup>51</sup>, sind vorrangig zu ergreifen. Unter Finanzinstrumenten sind die in Anhang I Abschnitt C MiFID II-E abschließend aufgeführten Produkte zu verstehen. Interventionen gegen sonstige, in diesem Katalog nicht aufgeführte Finanzprodukte sind nach dem Kommissionsentwurf nicht zulässig. Dagegen gestattet der Änderungsvorschlag des Europäischen Parlaments auch ein Verbot oder eine Beschränkung von Anlageprodukten einschließlich strukturierter Einlagen<sup>52</sup>. Unter Anlageprodukten werden Produkte verstanden, bei denen der an den Kunden zu zahlende Betrag anhand des Wertes von Finanzinstrumenten bestimmt wird sowie strukturierte Einlagen, fondsgebundene Versicherungen oder Anlageprodukte für

---

<sup>50</sup> Vgl. Erwägungsgrund 24, Art. 31 Abs. 8, Art. 32 Abs. 6 MiFIR-E, Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26.10.2012 (P7\_TA-PROV(2012)0407).

<sup>51</sup> Vgl. Art. 31 Abs. 4a MiFIR-E, Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26.10.2012 (P7\_TA-PROV(2012)0407).

<sup>52</sup> Vgl. Art. 31 Abs. 1 lit. (a), Art. 32 Abs. 1 lit. (a) MiFIR-E, Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26.10.2012 (P7\_TA-PROV(2012)0407).

Kleinanleger im Sinne der Verordnung sog. PRIIPs-Verordnung<sup>53 54</sup>, d.h. sonstige Produkte, die ein „Verpackungselement“ aufweisen<sup>55</sup>.

## **(ii) Finanztätigkeit oder Finanzpraxis**

Als besonders heikel könnte sich die Befugnis zum Einschreiten gegen eine „Finanztätigkeit oder Finanzpraxis“ gemäß Artt. 31 Abs. 1 lit. (b), 32 Abs. 1 lit. (b) MiFIR-E erweisen. Anders als der Begriff „Finanzinstrument“ sind diese Begriffe weder in der MiFID II-E noch in der MiFIR-E definiert. Die Begriffswahl ist bereits deshalb unglücklich, weil die Eingriffsbefugnis der ESMA im Zusammenhang mit Art. 9 Abs. 5 ESMA-VO zu lesen ist, der nur zu Verboten oder Beschränkungen von „Finanztätigkeiten“ ermächtigt. „*Financial activity or practice*“ wie es in der englischen Fassung der MiFIR-E heißt, sind auch nicht zu verwechseln mit „*financial services*“, also regulierten Aktivitäten nach dem Financial Services and Markets Act 2000 und der auf Grundlage dieses Gesetzes erlassenen Regulated Activities Order 2001.

Die Begriffsbildung birgt erhebliche Unsicherheiten über die Reichweite der Befugnisse der Aufsichtsbehörden. So lässt sich unter den weiten Wortlaut von Artt. 31 Abs. 1 lit. (b), 32 Abs. 1 lit. (b) MiFIR-E nahe zu jede Tätigkeit eines Unternehmens im Finanzbereich fassen, die nicht im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Finanzinstrumenten steht und damit bereits von Artt. 31 Abs. 1 lit. (a), 32 Abs. 1 lit. (a) MiFIR-E erfasst ist. Untersagt werden könnte auf dieser Grundlage beispielsweise eine bestimmte Art der Werbung oder die Verwendung von bestimmten Konditionen im Privatgeschäft, wenn hieraus nach der Auffassung der Behörde eine Gefahr für den Anlegerschutz resultiert, der das geltende Recht nicht hinreichend begegnet. Der Wortlaut würde aber auch die Finanzierung oder Absicherung durch den Erwerb von Finanzinstrumenten erfassen, so dass die Aufsicht auch bestimmte Finanzierungs- oder Absicherungspraktiken untersagen könnte, wenn nach ihrer Einschätzung davon Gefahren für das Funktionieren der Märkte oder die Stabilität des Finanzsystems ausgehen.

---

<sup>53</sup> Vgl. Art. 4 Abs. 2 Nr. 33b MiFID II-E, vgl. die Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26. Oktober 2012 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (P7\_TA-PROV(2012)0406), abrufbar unter <http://www.europarl.europa.eu>.

<sup>54</sup> PRIIPs steht für *Packaged Retail Investment Products*. Der Kommissionsentwurf der Verordnung über Basisinformationsblätter für Kleinanleger (COM(2012)352 final) vom 3. Juli 2012 ist abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/investment\\_products\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products_de.htm).

<sup>55</sup> Vgl. Erwägungsgrund 6 und 7 des Entwurfs der PRIIPs-Verordnung. Ein Anlageprodukt ist nach Art. 4 (a) des Entwurfs eine „Anlage, bei der unabhängig von der Rechtsform der Anlage der dem Anleger rückzuzahlende Betrag von Schwankungen von Referenzwerten oder Fluktuationen bei der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte, die nicht direkt vom Anleger erworben werden, abhängig ist“.

Eine Grenze für Interventionsmaßnahmen gegen Finanztätigkeiten oder -praktiken wird zwar durch den Anwendungsbereich der MiFIR-E gezogen, der nach Art. 1 Abs. 2 MiFIR-E auf die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten durch Wertpapierfirmen und Kreditinstitute sowie geregelte Märkte beschränkt ist. Vor diesem Hintergrund ist anzunehmen, dass ESMA und die nationalen Aufsichtsbehörden nur solche Tätigkeiten oder Praktiken untersagen oder beschränken können, die von regulierten Marktteilnehmern ausgehen und einen Zusammenhang mit den unter MiFID II regulierten Dienstleistungen oder Tätigkeiten aufweisen. Die Eingriffsbefugnisse von ESMA und der national zuständigen Behörden werden hierdurch aber nicht nennenswert begrenzt.

#### **d) Höchstdauer von Interventionen**

Interessanterweise unterscheiden sich auch die Höchstfristen für Interventionen durch ESMA einerseits und die mitgliedstaatlichen Behörden andererseits. Maßnahmen von ESMA sind nach Art. 31 Abs. 6 MiFIR-E auf maximal drei Monate begrenzt und treten danach automatisch außer Kraft, wenn sie nicht verlängert werden<sup>56</sup>. Art. 31 MiFIR-E steht turnusmäßigen Verlängerungen des Verbots oder der Beschränkung zwar nicht entgegen. Allerdings ist ESMA nach der Überschrift von Art. 31 MiFIR-E nur zur „vorübergehenden Intervention“ berechtigt<sup>57</sup>. Macht ESMA wiederholt von der Verlängerungsoption Gebrauch, wird die Behörde nach Art. 9 Abs. 5 Unterabs. 2 ESMA-VO prüfen müssen, ob eine dauerhafte Maßnahme notwendig ist und eine solche Maßnahme ggf. bei der Kommission anregen.

Dagegen sieht Art. 32 MiFIR-E für Maßnahmen durch die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten weder eine Höchstdauer noch eine ausdrückliche Beschränkung auf „vorübergehende Interventionen“ vor, sondern enthält lediglich die Feststellung, dass die Behörde das Verbot oder die Beschränkung jederzeit widerrufen kann<sup>58</sup>. Eine solche Befugnis zu unbefristeten Maßnahmen der Behörden ist vor allem dann problematisch, wenn die MiFID II-E oder die MiFIR-E einen Sachverhalt abschließend regelt, so dass eine „überschießende“ nationale Regulierung unzulässig wäre<sup>59</sup>. Zudem dürfte ein dauerhafter Eingriff in den meisten Fällen dem Verhältnismäßigkeitsgebot nicht standhalten. Auf nationaler Ebene würde sich zudem

---

<sup>56</sup> Vgl. auch Art. 9 Abs. 5 Unterabs. 2 ESMA-VO.

<sup>57</sup> Kritisch hierzu z.B. Financial Markets Law Committee, Issue 163, European Commission's Review of the Markets in Financial Instruments Directive, 25.5.2012, S. 19 abrufbar unter <http://www.fmlc.org/Pages/papers.aspx>; Stellungnahme der Financial Services Authority zum Kommissionsentwurf von MiFID II, S. 19, abrufbar unter <http://www.europarl.europa.eu/committees/en/ECON/subject-files.html?id=20120209CDT37674>.

<sup>58</sup> Vgl. Art. 31 Abs. 5 MiFIR-E.

<sup>59</sup> Vgl. zu der Frage, ob die MiFID II eine Voll- oder Maximalharmonisierung vorgibt, *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557, 1559.

die Frage der Verfassungsmäßigkeit stellen. Dementsprechend sind Produktverbote der BaFin nach § 4a Abs. 4 WpHG an eine Höchstfrist von einem Jahr geknüpft, die zudem nur einmal verlängert werden kann.

#### **4. Zusammenspiel der Befugnisse von ESMA und den mitgliedstaatlichen Behörden**

Für Interventionsmaßnahmen durch ESMA einerseits und die mitgliedstaatlichen Behörden andererseits gelten auch in verfahrensrechtlicher Hinsicht unterschiedliche Anforderungen.

Eine Intervention von ESMA kommt nach Art. 31 Abs. 2 lit. (c) MiFIR-E überhaupt nur dann in Betracht, wenn die mitgliedstaatlichen Behörden untätig geblieben sind oder die von ihnen ergriffenen Maßnahmen der Bedrohung nicht gerecht werden. Im Falle einer beabsichtigten Intervention muss ESMA zunächst die zuständigen Behörden über ihr Vorgehen informieren und den Beschluss auf ihrer Internetseite veröffentlichen<sup>60</sup>. Werden Interventionsmaßnahmen nach Art. 32 MiFIR-E von den mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden erlassen, übernimmt ESMA die Funktion eines „Fazilitators und Koordinators“<sup>61</sup>. Gemeint ist offenbar, dass ESMA den Konsultationsprozess zwischen den nationalen Behörden fördern und Maßnahmen der Behörden koordinieren soll. Die Behörde, die eine Maßnahme nach Art. 32 MiFIR-E erlassen möchte, muss ESMA und die weiteren national zuständigen Behörden spätestens einen Monat vor Beginn der Maßnahme schriftlich über deren Inhalt, den Zeitpunkt des Inkrafttretens und die Gründe unterrichten<sup>62</sup>. Dieses Verfahren macht ein kurzfristiges Eingreifen praktisch unmöglich. Die Vorschläge des Europäischen Parlaments und des Rates sehen daher vor, dass die mitgliedstaatlichen Behörden in Ausnahmefällen auch ohne vorherige Konsultation und unter Einhaltung einer kürzeren Frist einschreiten können<sup>63</sup>.

Die zuständige Behörde veröffentlicht den Beschluss über das Verbot oder die Beschränkung auf ihrer Internetseite<sup>64</sup>. ESMA prüft, ob die Maßnahme gerechtfertigt, verhältnismäßig und kohärent ist und veröffentlicht das Ergebnis auf ihrer Internetseite in Form einer Stellungnahme, in der sie auch das Eingreifen weiteren Behörden fordern kann<sup>65</sup>. Die mitgliedstaatlichen Behörden können von der Stellungnahme von ESMA abweichen, müssen

---

<sup>60</sup> Vgl. Art. 31 Abs. 4 und 5 MiFIR-E.

<sup>61</sup> Vgl. Art. 33 Abs. 1 MiFIR-E.

<sup>62</sup> Vgl. Art. 32 Abs. 3 und 4 MiFIR-E.

<sup>63</sup> Vgl. Art. 32 Abs. 3 MiFIR-E in der Fassung des *Presidency Compromise* vom 3.12.2012, Dok. Nr. 17176/12 sowie Art. 32 Abs. 3a MiFIR-E in der Fassung der Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26.10.2012 (P7\_TA-PROV(2012)0407).

<sup>64</sup> Art. 32 Abs. 4 MiFIR-E.

<sup>65</sup> Art. 33 Abs. 2 MiFIR-E.

ihre Entscheidung aber begründen und veröffentlichen<sup>66</sup>. Bleiben die Behörden untätig oder reichen die von den Behörden getroffenen Maßnahmen nicht aus, um die Gefahr abzuwenden, kann ESMA unter Umständen selbst eingreifen<sup>67</sup>. Dagegen ist ESMA nicht befugt, eine von ihr als nicht zweckmäßig erachtete Maßnahme einer mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörde aufzuheben<sup>68</sup>.

#### **IV. Auswirkungen der Interventionsbefugnis auf die Vorstandspflichten**

##### **1. Pflichten des Vorstands bei der Gestaltung und beim Vertrieb von Finanzinstrumenten**

###### **a) Sorgfaltsmaßstab**

Die gesellschaftsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bezwecken allein den Schutz der Gesellschaft, nicht den Schutz bestimmter Dritter oder von Allgemeininteressen<sup>69</sup>. Gleiches gilt für die Pflicht, das Unternehmen so zu organisieren, dass von ihm keine Gefahren für Dritte oder die Allgemeinheit ausgehen<sup>70</sup>. Vorstand und Aufsichtsrat müssen aber die notwendigen Vorkehrungen für die Einhaltung des geltenden Rechts treffen, um Schaden von der Gesellschaft abzuwenden. Die regulatorischen Verbote und Gebote, denen die Gesellschaft unterliegt, wirken sich damit auf den Inhalt der gesellschaftsinternen Sorgfaltspflichten der Organmitglieder aus<sup>71</sup>.

In diesem Kontext sind auch die Regelungen über Produktinterventionen nach Artt. 31, 32 MiFIR-E von Bedeutung. Diese Bestimmungen richten sich zwar unmittelbar nur an ESMA und die national zuständigen Aufsichtsbehörden, denen sie Eingriffsbefugnisse gegenüber den von der MiFID II regulierten Unternehmen gewähren. Machen die Behörden aber von ihren Befugnissen Gebrauch, muss der Vorstand des Unternehmens, das Adressat einer Interventionsmaßnahme ist, für die Einhaltung dieser Maßnahme Sorge tragen. Darüber hinaus könnten sich aus Artt. 31, 32 MiFIR-E bereits im Vorfeld eine Interventionsmaßnahme mittelbare

---

<sup>66</sup> Art. 33 Abs. 3 MiFIR-E.

<sup>67</sup> Nach Art. 31 Abs. 7 MiFIR-E hat eine nach Art. 31 MiFIR-E von der ESMA beschlossene Maßnahme Vorrang vor früheren Maßnahmen einer zuständigen Behörde nach Art. 32 MiFIR-E.

<sup>68</sup> Liegen die Voraussetzungen für ein Einschreiten der national zuständigen Behörde nach Art. 32 MiFIR-E nicht vor, kann ESMA aber nach Art. 17 ESMA-VO einschreiten.

<sup>69</sup> Vgl. *Mertens/Cahn*, in: *KölnKommAktG*, 3. Aufl. 2010, § 93 Rn. 207.

<sup>70</sup> Vgl. *Mertens/Cahn*, in: *KölnKommAktG*, 3. Aufl. 2010, § 93 Rn. 224 ff.

<sup>71</sup> Vgl. allgemein zur „Ausstrahlungswirkung“ des Aufsichtsrechts auf das Gesellschaftsrecht *Preußner*, *NZG* 2004, 57 ff; *Fleischer*, *ZIP* 2003, 1 ff.

Pflichten für das Management ergeben<sup>72</sup>. Interventionen der Behörden können neben materiellen Einbußen in Form vergeblicher Aufwendungen für Produktentwicklung und -vertrieb oder Schadensersatzleistungen einen erheblichen Reputationsschaden zur Folge haben. Der Vorstand muss deshalb kraft seiner Pflicht, Schaden von der Gesellschaft abzuwenden, auch darauf bedacht sein, Produktinterventionen zu vermeiden.

## **b) Einzelpflichten**

### **aa) Gestaltung und Vertrieb von Finanzinstrumenten**

Die Verhaltenspflichten der §§ 31 ff. WpHG, denen die Gesellschaft unterliegt, enthalten keine konkreten Vorgaben für die Produktgestaltung. Nach dem Änderungsvorschlag des Europäischen Parlaments zu MiFID II-E sollen die Verhaltenspflichten von Wertpapierfirmen aber künftig um die Pflicht ergänzt werden, Anlageprodukte und strukturierte Einlagen, die an professionelle Kunden oder Kleinanleger vertrieben werden sollen, so zu konzipieren, dass sie den Bedürfnisse eines bestimmten Zielmarkts innerhalb der relevanten Kundenkategorie (d.h. professionelle Kunden oder Kleinanleger) gerecht werden<sup>73</sup>. In diesem Zusammenhang sind auch die neuen Pflichten des Leitungsorgans<sup>74</sup> der Wertpapierfirma von Interesse. Künftig soll das Leitungsorgan auch für die Genehmigung neuer Produkte zuständig sein und muss in diesem Rahmen auch den Anlegerschutz berücksichtigen<sup>75</sup>. Das Leitungsorgan ist zudem verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, dass die Wertpapierfirma in einer Weise geführt wird, durch die die Marktintegrität und die Kundeninteressen gefördert werden<sup>76</sup>.

Der Vorstand muss zudem dafür Sorge tragen, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die aufsichtsrechtlichen Pflichten im Zusammenhang mit dem Vertrieb der Finanzinstrumente erfüllt, wie etwas die Anforderungen an die Werbung, die Kundeninformation, die

---

<sup>72</sup> Vgl. auch *Böttcher*, NZG 2009, 1047, 1050 zu den Auswirkungen der „Systemrelevanz“ einer Bank auf die Vorstandspflichten.

<sup>73</sup> Vgl. Erwägungsgrund 51a, Art. 24 Abs. 1a MiFID II-E, Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26.10.2012 (P7\_TA-PROV(2012)0407); *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557, 1605, 1608.

<sup>74</sup> Leitungsorgan ist nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 27 MiFID II-E das geschäftsführende Organ einer Firma, das die Aufsichts- und Führungsfunktion wahrnimmt, die letzte Entscheidungsbefugnis hat und bemächtigt ist, die Strategie und die Ziele der Firma festzulegen sowie seine allgemeine Richtung vorzugeben. Diese Definition ist für die dualistisch verfasste Aktiengesellschaft ungeeignet, vgl. kritisch hierzu *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557, 1560 ff.

<sup>75</sup> Vgl. Erwägungsgrund 39 MiFID II-E. Vgl. zur Einbindung der Geschäftsleitung in das Verfahren zur Aufnahme von Aktivitäten in neuen Produkten oder auf neuen Märkten AT 8 Rz. 5 des Rundschreiben 11/2010 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement vom 15.10.2010 (MaRisk), abrufbar unter <http://www.bafin.de>.

<sup>76</sup> Vgl. Art. 9 Abs. 6 Satz 1 MiFID II-E. Erwägungsgrund 39 MiFID II-E spricht insofern von „Anlegerschutz“.

Ermittlung der Eignung eines Finanzinstruments für den Kunden oder die Ausführung von Kundenaufträgen. Der Entwurf der MiFID II sieht insofern zahlreiche Verschärfungen vor<sup>77</sup>.

Dieser Pflichtenstandard bei Produktgestaltung und -vertrieb könnte durch die Einführung von Artt. 31, 32 MiFIR-E zusätzlich erhöht werden, da die Aufsichtsbehörden den Vertrieb unter Umständen sogar dauerhaft untersagen können, wenn sie der Ansicht sind, dass bestimmte Finanzinstrumente oder Vertriebspraktiken den Anlegerschutz gefährden und die europarechtlichen Vorgaben diese Gefahren nicht hinreichend abwenden. Bedenklich ist in diesem Zusammenhang vor allem, dass aus den Artt. 31, 32 MiFIR-E nicht eindeutig hervorgeht, dass eine Gefahr für den Anlegerschutz erst bei Erreichen eines signifikanten Marktanteils bejaht werden kann (vgl. oben, 3a)). Der Vorstand kann sich also nicht darauf zurückziehen, dass die Produkte oder Leistungen des Unternehmens lediglich ein kleines Publikum erreichen. Selbst wenn man aber einen solchen Einwand grundsätzlich für beachtlich hielte, müsste der Vorstand in Betracht ziehen, dass andere Institute sich ähnlicher Instrumente oder Leistungen bedienen könnten, so dass insgesamt eine nicht unerhebliche Zahl von Anlegern betroffen wäre. Wie allgemein in Fällen kumulativer Kausalität und Störermehrheit wird sich hier keines der Unternehmen darauf berufen können, sein Beitrag sei für sich genommen unerheblich.

#### **bb) Finanztätigkeiten und Finanzpraktiken**

Noch nicht recht abzuschätzen sind die Folgen, die sich aus der Einbeziehung von „Finanztätigkeiten und Finanzpraktiken“ in die Interventionsbefugnisse der Aufsichtsbehörden ergeben könnten. Nach dem Wortlaut von Artt. 31, 32 MiFIR-E könnte die Aufsicht gegen nahezu jedes Geschäftsgebaren einer Wertpapierfirma oder eines Kreditinstituts einschreiten, in dem sie eine Gefahr für den Anlegerschutz, die Integrität und das Funktionieren der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems sieht. Versteht man den Begriff des Anlegerschutzes in einem weiten Sinne und verneint man das Erfordernis der Betroffenheit einer signifikanten Zahl von Anlegern, könnte die Aufsicht gegen jedes aus ihrer Sicht anlegerschädliche Verhalten eines Instituts einschreiten und Maßnahmen bis hin zur Untersagung treffen. Die Aufsicht würde damit die Funktion eines umfassenden Verbraucherschutzes jenseits der nach geltendem Recht ohnehin anwendbaren Anlegerschutzbestimmungen übernehmen. Der Vorstand müsste demnach seine gesamte Geschäftstätigkeit auf etwaige Gefahren für Anleger hin prüfen.

---

<sup>77</sup> Vgl. hierzu *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557, 1560.

### **cc) Aufsichts- und Organisationspflichten**

Vorstandspflicht ist es zudem, durch angemessene Vorkehrungen sicherzustellen, dass das Unternehmen und seine Mitarbeiter den gesetzlichen Verpflichtungen nachkommen<sup>78</sup>. Im Hinblick auf mögliche Produktinterventionen nach Artt. 31, 32 MiFIR-E muss vor allem gewährleistet sein, dass die Aufsichtspraxis von ESMA und der BaFin fortlaufend verfolgt wird, damit das Unternehmen sich zeitnah auf neue Anforderungen einstellen kann. Dies gilt insbesondere bei der Aufnahme von Geschäftsaktivitäten in neuen Produkten oder auf neuen Märkten<sup>79</sup>. In Zweifelsfällen kann der Vorstand gehalten sein, die Aufsichtsbehörden vorab zu konsultieren, um nachträgliche Interventionen so weit wie möglich auszuschließen.

### **c) Anwendbarkeit der Business Judgment Rule**

In dieser abstrakten Form dürften sich gegen diese Einzelpflichten des Vorstands kaum Einwände erheben lassen. Dennoch sind sie durchaus nicht unproblematisch, denn für die Beantwortung der entscheidenden Fragen, wann ein Finanzinstrument, eine Finanztätigkeit oder eine Finanzpraxis eine Gefahr für den Anlegerschutz, das Funktionieren und die Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems darstellt, gibt die MiFIR-E keine Hinweise. Aber auch dann, wenn die nach Artt. 31 Abs. 8, 32 Abs. 6 i.V.m. Art. 41 MiFIR-E vorgesehenen delegierten Rechtsakte der Kommission die Eingriffsvoraussetzungen konkreter fassen, wird man vom Vorstand nicht mehr als eine sorgfältige Prüfung auf der Grundlage seines Informationsstands und eine ex ante vertretbare Beurteilung verlangen können. Erfüllt der Vorstand diese Anforderungen, kann er für seine Entscheidung über den Vertrieb eines Finanzinstruments den Schutz der Business Judgment Rule in Anspruch nehmen.

Zwar könnten auf den ersten Blick Zweifel bestehen, ob der Vorstand in diesem Fall eine „unternehmerische Entscheidung“ zu treffen hat, wie § 93 Abs. 1 S. 2 AktG voraussetzt, da es sich bei den Voraussetzungen für eine Produktintervention durchweg um Rechtsbegriffe handelt. Die Vorstellung, dass es auf eine Rechtsfrage nur eine „richtige“ Antwort geben kann, die im Wege methodengeleiteter Rechtserkenntnis zu finden ist, trifft aber allenfalls idealiter zu<sup>80</sup>. Praktisch werden nämlich sehr häufig im juristischen Schrifttum, aber auch innerhalb der Rechtsprechung, unterschiedliche Meinungen zu Rechtsfragen vertreten, für die sich jeweils – mehr oder weniger – plausible Argumente ins Feld führen lassen. Eine abschließende Klärung der Rechtslage kann für die Praxis in solchen Fällen nur durch eine höchstrichterli-

---

<sup>78</sup> Vgl. § 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG, § 25a Abs. 1 S. 1 KWG.

<sup>79</sup> Vgl. AT 8 MaRisk zu den Anforderungen an den „Neuproduktprozess“.

<sup>80</sup> Vgl. dazu *Mertens*, in: FS K. Schmidt, 2009, S. 1183, 1186.

che Entscheidung herbeigeführt werden, deren Inhalt sich nicht sicher prognostizieren lässt. Insofern kann es nur um Wahrscheinlichkeitseinschätzungen unter Berücksichtigung des jeweiligen juristischen Diskussionsstandes gehen, die nicht selten zu wenig gesichert erscheinen, um unternehmerische Entscheidungen allein davon abhängig zu machen. Selbst wenn man Entscheidungen von Vorstand und Aufsichtsrat, für die es auf die Antwort auf eine Rechtsfrage ankommt, aus dem unmittelbaren Geltungsbereich der Business Judgment Rule ausklammern wollte<sup>81</sup>, müsste nichtsdestoweniger anerkannt werden, dass die sie tragenden Rechtsgedanken auch auf rechtsgebundenes Organhandeln anwendbar sind<sup>82</sup>. Das muss insbesondere dann gelten, wenn die betreffende Rechtsnorm zukunftsbezogene Einschätzungen erfordert<sup>83</sup>, wie das in Artt. 31 Abs. 2 lit. (a) und 32 Abs. 2 lit. (a) MiFIR-E aufgrund des Merkmals „Gefahr“ der Fall ist. Noch deutlicher als im Hinblick auf den Anlegerschutz ist das bei der Gefahr für die Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems. So hängt die Frage, ob ein Finanzinstrument eine Bedrohung für die Finanzmärkte oder das Finanzsystem darstellen kann, nicht nur von seinen Merkmalen sondern auch von seiner Verbreitung ab, für die es wiederum auf den Vertrieb durch andere Unternehmen und die Akzeptanz auf der Kundenseite ankommt. Ebenso spielt die Entwicklung der Märkte insgesamt eine Rolle, die ihrerseits durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst wird.

## **2. Pflichten des Vorstands nach Erlass einer Interventionsmaßnahme**

Erlässt die BaFin oder ESMA ein Verbot oder eine Beschränkung nach Artt. 31, 32 MiFIR-E, stellt sich für den Vorstand des Unternehmens, das Adressat einer solchen Verfügung ist, die Frage nach der gebotenen Reaktion. In diesem Zusammenhang ist zu untersuchen, ob (a) Rechtsschutzmöglichkeiten gegen die getroffenen Interventionsmaßnahmen bestehen und (b) der Vorstand verpflichtet ist, von diesen Möglichkeiten Gebrauch zu machen.

### **a) Rechtsschutzmöglichkeiten**

#### **aa) Interventionsmaßnahmen von ESMA**

Teilweise wird bezweifelt, ob den Marktteilnehmern, die von einer von ESMA getroffenen Maßnahme nach Art. 31 MiFIR-E betroffen sind, Rechtsbehelfe zur Verfügung stehen, weil die MiFIR-E hierzu keine ausdrückliche Regelung enthält<sup>84</sup>. Rechtsbehelfe gegen von ESMA

---

<sup>81</sup> Vgl. dazu für den Vorstand mit Übersicht über den Diskussionsstand *Holle*, AG 2011, 778.

<sup>82</sup> Vgl. *Mertens/Cahn*, in: KölnKommAktG, 3. Aufl. 2012, § 116 Rn. 68 f.; im Ergebnis auch *Spindler*, in: FS Canaris, Band II, 2007, S. 403, 412 ff., 428.

<sup>83</sup> Vgl. *Mertens/Cahn*, in: KölnKommAktG, 3. Aufl. 2010, § 93 Rn. 17.

<sup>84</sup> Vgl. Financial Markets Law Committee, Issue 163, European Commission's Review of the Markets in

erlassene Verbote oder Beschränkungen richten sich indessen nach Artt. 60, 61 ESMA-VO<sup>85</sup>. Nach Art. 60 Abs. 1 ESMA-VO kann „eine natürliche oder juristische Person, [...] gegen einen gemäß den Artikeln 17, 18 und 19 getroffenen Beschluss der Behörde, gegen jeden anderen von der Behörde gemäß den in Artikel 1 Absatz 2 genannten Rechtsakten der Union getroffenen, an sie gerichteten Beschluss sowie gegen Beschlüsse, die an eine andere Person gerichtet sind, sie aber unmittelbar und individuell betreffen, Beschwerde einlegen.“ Da die MiFIR ein „weiterer verbindlicher Rechtsakt der Union“<sup>86</sup> wäre, durch den ESMA Befugnisse übertragen würden, stünde der direkt von einer Interventionsmaßnahme betroffenen Gesellschaft der Rechtsschutz nach Art. 60 ESMA-VO offen. Über die Beschwerde, die innerhalb von zwei Monaten nach der Bekanntgabe oder der Veröffentlichung des Beschlusses von ESMA bei ESMA eingereicht werden muss, entscheidet der Beschwerdeausschuss, ein gemeinsames Gremium der drei Europäischen Aufsichtsbehörden<sup>87</sup>, binnen zwei Monaten. Der Beschwerdeausschuss kann die Entscheidung von ESMA entweder bestätigen oder die Angelegenheit an die ESMA zurückverweisen, die in diesem Fall an den Beschluss des Beschwerdeausschusses gebunden ist<sup>88</sup>. Gegen Entscheidungen des Beschwerdeausschusses kann die Gesellschaft nach Art. 61 ESMA-VO vor dem Gerichtshof der Europäischen Union Klage erheben<sup>89</sup>.

#### **bb) Interventionsmaßnahmen der BaFin**

Der Rechtsschutz gegen die auf der Grundlage von Art. 32 MiFIR-E getroffenen Interventionsmaßnahmen der BaFin richtet sich nach den nationalen Vorschriften. Nach den allgemeinen Regelungen wären Widerspruch und Anfechtungsklage statthaft<sup>90</sup>.

#### **b) Pflicht des Vorstands, von Rechtsschutzmöglichkeiten Gebrauch zu machen?**

Eine andere Frage ist, ob der Vorstand einer betroffenen Gesellschaft von diesen Möglichkeiten auch Gebrauch machen muss, wenn er der Auffassung ist, dass die Voraussetzungen für ein Verbot oder eine Beschränkung nicht erfüllt sind. Gerade in Anbetracht der sehr weit formulierten Eingriffsvoraussetzungen werden sich unterschiedliche Auffassungen über die Rechtmäßigkeit einer Interventionsmaßnahme häufig nicht ausschließen lassen. Hat der Vor-

---

Financial Instruments Directive, 25.5.2012, S. 21.

<sup>85</sup> Vgl. allgemein zum Rechtsschutz gegen Maßnahmen der ESMA *Sonder*, BKR 2012, 8 ff.

<sup>86</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 2 ESMA-VO.

<sup>87</sup> Vgl. Art. 58 Abs. 1 ESMA-VO.

<sup>88</sup> Art. 60 Abs. 5 ESMA-VO.

<sup>89</sup> Art. 61 ESMA-VO.

<sup>90</sup> Vgl. dazu i. E. *Vogel*, in Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 4 Rn. 72 ff.

stand seine Pflicht erfüllt, Finanzprodukte und Finanzaktivitäten der Gesellschaft vorab auf ihre Vereinbarkeit mit den Bedürfnissen des Anlegerschutzes und der Stabilität des Finanzsystems hin zu prüfen (vgl. oben, 1. b), wird er regelmäßig die Einschätzung der intervenierenden Behörde nicht teilen.

Dennoch wird man den Vorstand nicht für grundsätzlich verpflichtet halten können, gegen nach seiner Ansicht ungerechtfertigte Interventionsmaßnahmen Rechtsbehelfe einzulegen. Ob der dies tut, ist vielmehr eine unternehmerische Entscheidung, bei deren Beantwortung er sich am Unternehmensinteresse zu orientieren hat und für die er die Business Judgment Rule in Anspruch nehmen kann. Im Hinblick auf die Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen gegen Vorstandsmitglieder durch den Aufsichtsrat sehen der Bundesgerichtshof und die ihm folgende h.L. das bekanntlich anders<sup>91</sup>. Danach hat der Aufsichtsrat zunächst eine sorgfältige Prozessrisikoanalyse anzustellen. Kommt er dabei zu dem Ergebnis, dass der Gesellschaft solche Ansprüche zustehen, ist er verpflichtet, sie geltend zu machen. Nur wenn ausnahmsweise das Interesse an einer Ersatzleistung überwiegende oder ihm zumindest annähernd gleichwertige gewichtige Belange und Interessen der Gesellschaft, wie etwa wie negative Auswirkungen eines Schadensersatzprozesses auf Geschäftstätigkeit und Ansehen der Gesellschaft in der Öffentlichkeit, Behinderung der Vorstandsarbeit oder Beeinträchtigung des Betriebsklimas, dafür sprechen, den Schaden ersatzlos hinzunehmen, darf der Aufsichtsrats danach von einer Rechtsverfolgung absehen<sup>92</sup>. Auch bei dieser Einschätzung soll dem Aufsichtsrat kein der gerichtlichen Überprüfung entzogener autonomer unternehmerischer Ermessenspielraum zustehen<sup>93</sup>, sondern allenfalls ein „Entscheidungsermessen“, das allerdings erst dann einsetzen könne, wenn die gegeneinander abzuwägenden Umstände festgestellt worden seien<sup>94</sup>.

Ein pflichtgemäß auf seine Verantwortung für das Gesellschaftsvermögen bedachter Vorstand muss indessen auch im sog. Erkenntnisbereich unternehmerische Erwägungen anstellen. Das gilt insbesondere dann, wenn – wie hier – die Voraussetzungen eines Eingriffs und die Maßstäbe zur Beurteilung ihrer Rechtmäßigkeit so vage sind, dass eine auch nur einigermaßen rechtssichere Einschätzung häufig nicht möglich sein wird. Entscheidend muss letztlich im-

---

<sup>91</sup> Vgl. BGHZ 135, 244, 252 = AG 1997, 377; BGH Der Konzern 2009, 299, 302 Rn. 30 = AG 2009, 404, 406; dem BGH grundsätzlich zust. etwa *Habersack*, in: MünchKommAktG, 3. Aufl., 2008, § 111 Rn. 35 ff.; *Spindler*, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 116 Rn. 47 f.; *Drygala*, in: K. Schmidt/Lutter, 2. Aufl., 2010, § 116 Rn. 10; kritisch demgegenüber *Mertens/Cahn*, in: KölnKommAktG, 3. Aufl., 2013, § 111 Rn. 46.

<sup>92</sup> BGHZ 135, 244, 255 f. = AG 1997, 377.

<sup>93</sup> BGHZ 135, 244, 254 = AG 1997, 377.

<sup>94</sup> BGHZ 135, 244, 256 = AG 1997, 377.

mer die – häufig nur aufgrund unternehmerischer Erwägungen zu beantwortende – Frage sein, ob die Geltendmachung von Ersatzansprüchen der Gesellschaft eher nutzen oder schaden würde<sup>95</sup>. Ist letzteres der Fall, ist der Vorstand nicht nur berechtigt, sondern sogar verpflichtet, auch von einer Anspruchsverfolgung abzusehen.

Bei seiner Entscheidung wird der Vorstand auch zu bedenken haben, welche Folgen es für ein etwaiges Schadensersatzbegehren der Gesellschaft haben könnte, wenn er es versäumt, Rechtsmittel gegen die nach seiner Ansicht rechtswidrige Interventionsmaßnahme einzulegen. Institute, die unmittelbar Adressat eines rechtswidrigen belastenden Verwaltungsakts der BaFin sind, haben einen Amtshaftungsanspruch nach Art. 34 GG, § 839 BGB<sup>96</sup>. Zwar schließt die Bestandskraft eines Verwaltungsaktes nicht aus, dass das Zivilgericht im Amtshaftungsprozess zu dem Ergebnis gelangt, der Verwaltungsakt sei rechtswidrig<sup>97</sup>; nach § 839 Abs. 3 BGB scheiden Amtshaftungsansprüche aber von vornherein aus, wenn die Gesellschaft es versäumt hat, den Schaden durch Gebrauch eines Rechtsmittels abzuwenden. Dabei ist nach der Rechtsprechung das Unterlassen einer Rechtsmitteleinlegung nur ausnahmsweise dann nicht schuldhaft, wenn der Adressat des Verbots keinen Anlass hatte, an dessen Rechtmäßigkeit zu zweifeln oder wenn das Interesse an der Beseitigung des belastenden Verwaltungsakts endgültig entfallen war<sup>98</sup>.

Die Haftung der Europäischen Union für rechtswidrige Produktverbote von ESMA richtet sich nach Art. 340 Abs. 2 AEUV<sup>99</sup>. Anders als § 839 Abs. 3 BGB enthält das europäische Recht zwar keinen ausdrücklichen Ausschluss für den Fall, dass der Anspruchsteller es versäumt hat, einen Schaden durch Einlegen von Rechtsmitteln abzuwenden; dennoch obliegt es auch nach europäischem Recht dem Kläger, durch das Einlegen von Rechtsbehelfen

---

<sup>95</sup> Ähnlich *Paefgen*, AG 2008, 761, 762 ff.; für die Anwendung der Business Judgment Rule auch *Bunz*, Geschäftsleitermessen S. 224 ff.; zur Bedeutung einer D&O-Versicherung für die Abwägung *Haber-sack*, in: MünchKommAktG, Rn. 37.

<sup>96</sup> Vgl. *Schlette/Bouchon*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 4 Rn. 13.

<sup>97</sup> Vgl. BGHZ 113, 17, 18 ff.

<sup>98</sup> BGHZ 113, 17, 22.

<sup>99</sup> Die Ersatzpflicht nach dieser Bestimmung erfordert zwar kein Verschulden des Amtsträgers, wohl aber eine hinreichend qualifizierte Rechtsverletzung in Gestalt einer offenkundigen und erheblichen Überschreitung des der Grenzen des Ermessens- oder Wertungsspielraums (vgl. dazu v. *Bogdandy/Jacob*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim*, Das Recht der Europäischen Union, 47. Erg.-Lfg., 2012, Art. 340 Rn. 89; *Ruffert*, in: *Callies*, EUV/AEUV, 4. Aufl., 2011, Art. 340 Rn. 12, 19 ff.), die regelmäßig nur dann vorliegen wird, wenn die Voraussetzungen eines objektiv fahrlässigen Verhaltens erfüllt sind. Das gilt auch bei administrativem Unrecht, wenn die Ermächtigungsnorm dem zuständigen Organ der Gestaltungsspielraum des handelnden Organs einen derart weiten Spielraum gewährt, dass ein Haftungsrisiko diesen übermäßig einschränken würde (vgl. *Ruffert*, in: *Callies*, EUV/AEUV, 4. Aufl., 2011, Art. 340 Rn. 12).

dem Eintritt eines Schadens entgegenzuwirken. Unterlässt er dies, kann sein Anspruch wegen Mitverschuldens gekürzt oder sogar gänzlich ausgeschlossen sein<sup>100</sup>.

## **V. Auswirkungen auf die Haftung der Gesellschaft gegenüber den Anlegern**

Die geplanten Regelungen über die Produktinterventionen werfen zudem Fragen hinsichtlich der Haftung der die Finanzinstrumente emittierenden oder vertreibenden Gesellschaft gegenüber den Erwerbern der Finanzinstrumente auf. So stellt sich insbesondere die Frage, welche Folgen sich ergeben, wenn Anleger die Gesellschaft auf Schadensersatz in Anspruch nehmen oder die Rückabwicklung des Vertrags verlangen und (1) die Behörden entweder keine Interventionsmaßnahmen ergriffen haben oder (2) die Gesellschaft die Finanzinstrumente unter Verstoß gegen ein Produktverbot oder eine Beschränkung nach Artt. 31, 32 MiFIR-E vertrieben hat.

### **1. Auswirkungen des Unterbleibens von Interventionsmaßnahmen**

Anleger, die durch die negative Wertentwicklung erworbener Finanzinstrumente finanzielle Einbußen erleiden, werden ihre Ansprüche in der Regel darauf stützen, dass sie im Rahmen der Anlageberatung oder durch den Verkaufsprospekt nicht hinreichend über die mit dem Finanzinstrument verbundenen Risiken aufgeklärt wurden. Beruht die aus Sicht des Anlegers fehlerhafte Information über die Risiken des Finanzinstruments auf einer unzutreffenden Risikoeinschätzung der Gesellschaft oder wendet der Anleger ein, das Produkt hätte wegen seiner besonderen Risiken nach § 138 BGB überhaupt nicht angeboten werden dürfen<sup>101</sup>, stellt sich die Frage, ob die Gesellschaft sich darauf berufen kann, dass die Aufsichtsbehörden keine Warnungen im Hinblick auf das Finanzinstrument ausgesprochen oder Interventionsmaßnahmen ergriffen haben. Diese Verteidigung würde vor allem dann naheliegen, wenn das Finanzinstrument vor Vertriebsbeginn von ESMA oder der BaFin auf etwaige Gefahren für den Anlegerschutz untersucht und nicht beanstandet worden wäre.

Die Berufung auf das Unterbleiben von Interventionsmaßnahmen nach Artt. 31, 32 MiFIR-E ist bereits deshalb wenig erfolgversprechend, weil sowohl ESMA als auch die BaFin allein im öffentlichen Interesse und nicht zum Schutz einzelner Anleger tätig werden<sup>102</sup>. Das gilt nicht nur im Hinblick auf den Systemschutz, sondern auch für die Aufsicht im Interesse des Anle-

---

<sup>100</sup> Vgl. v. *Bogdandy/Jacob*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim*, Das Recht der Europäischen Union, 47. Erg.-Lfg., 2012, Art. 340 Rn. 137.

<sup>101</sup> Vgl. zu strukturierten Zinsswaps *Köndgen*, BKR 2011, 283, 285; *Köndgen/Sandmann*, ZBB 2010, 77, 88 ff.; offen gelassen BGH NJW 2011, 1949 (Rz. 17).

<sup>102</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 5 ESMA-VO; § 4 Abs. 4 FinDAG; *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177, 181.

gerschutzes. Aus diesem Grund sind die Behörden auch nicht zum Eingreifen verpflichtet, wenn einzelnen Anlegern ein Schaden droht<sup>103</sup>. Die Gesellschaft könnte sich selbst dann nicht auf die unterbliebene Intervention der Aufsicht berufen, wenn sie die BaFin vor Vertriebsbeginn konsultiert hätte und diese die „Unbedenklichkeit“ des Finanzinstruments bescheinigt hätte. Die Gerichte wären zudem keinesfalls an die behördliche Beurteilung gebunden<sup>104</sup>.

## 2. Zivilrechtliche Rechtsfolgen von Interventionsmaßnahmen

Die MiFIR-E enthält keine Vorgaben für die Zivilhaftung im Falle eines Verstoßes gegen Vertriebsverbote oder -beschränkungen der Aufsichtsbehörden<sup>105</sup>. Vertreibt die Gesellschaft ein Finanzinstrument unter Verletzung einer im Interesse des Anlegerschutzes erlassenen behördlichen Maßnahme nach Artt. 31, 32 MiFIR-E, stellt sich die Frage, ob der Anleger bereits erbrachte Leistungen zurückfordern kann, weil der Vertrag nach § 134 BGB nichtig ist, oder einen Anspruch auf Schadensersatz hat.

### a) Nichtigkeit von Verträgen wegen Verstoßes gegen ein gesetzliches Verbot?

Ein aufsichtsrechtliches Verbot hat grundsätzlich keine Auswirkungen auf die Wirksamkeit dagegen verstoßender Rechtsgeschäfte<sup>106</sup>. Dagegen führt die Verletzung eines Verbotsgesetzes im Sinne von § 134 BGB im Zweifel zur Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts. Verbotsgesetze sind Vorschriften, die eine nach der Rechtsordnung grundsätzlich mögliche rechtsgeschäftliche Regelung wegen ihres Inhalts oder wegen der Umstände ihres Zustandekommens untersagen<sup>107</sup>. Dabei kommen grundsätzlich nur Gesetze im Sinne von Art. 2 EGBGB als Verbotsgesetze in Betracht<sup>108</sup>. Selbst wenn man annehmen würde, dass auch behördliche Verbote in Verbindung mit der zugrundeliegenden Ermächtigungsnorm Verbotsgesetzcharakter haben können<sup>109</sup>, bestünden erhebliche Zweifel, ob Rechtsgeschäfte, die unter Verletzung eines nach Artt. 31, 32 MiFIR-E erlassenen Verbots abgeschlossen wurden, nichtig sind. Zwar kann auch ein Verbot, das sich nur an eine Partei des Rechtsgeschäfts richtet, die Nichtigkeitsfolge des

---

<sup>103</sup> Vgl. *Schlette/Bouchon*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 4 Rn. 10.

<sup>104</sup> Vgl. *Schäfer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 4. Aufl. 2012, § 6 Rn. 31 zu § 6 KWG.

<sup>105</sup> Dies kritisiert z.B. die Financial Services Authority in ihrer Stellungnahme zum Kommissionsentwurf der MiFID II, S. 20; abrufbar unter <http://www.europarl.europa.eu/committees/en/ECON/subject-files.html?id=20120209CDT37674>. Vgl. zu den Überlegungen, zivilrechtliche Haftungsregeln in die MiFID II aufzunehmen Public Consultation, Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), 8.12.2010, S. 63.

<sup>106</sup> Vgl. BGH NJW 2011, 3024, 3025, Rz. 20 (zu § 32 KWG) m. w. Nachw. aus der Rspr.

<sup>107</sup> Vgl. *Ellenberger*, in: Palandt, BGB, 71. Aufl. 2012, § 134 Rn. 5.

<sup>108</sup> Vgl. *Ellenberger*, in: Palandt, BGB, 71. Aufl. 2012, § 134 Rn. 1.

<sup>109</sup> Verwaltungsakte werden überwiegend nicht als Verbotsgesetze anerkannt, vgl. *Palm*, in: Erman, BGB, 12. Aufl. 2008, § 134 Rn. 8; *Wendtland*, in: Bamberger/Roth, BGB, 3. Aufl. 2012, § 134 Rn. 8; a.A. *Armbrüster*, in: MünchKommBGB, 6. Aufl. 2012, § 134 Rn. 30 Fn. 5.

§ 134 BGB auslösen, wenn der Normzweck dies gebietet<sup>110</sup>. Wie sich aus dem Wortlaut der Bestimmungen ergibt, besteht der Zweck der Art. 31, 32 MiFIR-E in der Gewährleistung des Anlegerschutzes und der Abwendung von Gefahren für die geordnete Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des gesamten oder eines Teils des Finanzsystems. Daraus folgt allerdings nicht die Antwort auf die entscheidende Frage, ob dieser Normzweck die Nichtigkeit von Rechtsgeschäften erfordert, die unter Verstoß gegen eine auf die Bestimmungen gestützte behördliche Anordnung abgeschlossen worden sind. Auf den ersten Blick scheint zwar für die Bejahung der Nichtigkeitssanktion zu sprechen, dass es um den Schutz wichtiger Interessen der Allgemeinheit geht. Indessen besagt dies keineswegs, dass diesen Zwecken mit der Nichtigkeit verbotswidriger Rechtsgeschäfte stets am besten gedient wäre. Im Hinblick auf das Ziel des Anlegerschutzes spricht gegen eine durchgängige Vertragsnichtigkeit, dass Anlegern dadurch im Einzelfall die Vorteile des Rechtsgeschäfts genommen würden. Hinsichtlich des Funktionierens der Finanzmärkte und der Stabilität des Finanzsystems ist zu bedenken, dass eine bereicherungsrechtliche Rückabwicklung verbotswidriger Verträge das Vertrauen in die Märkte zusätzlich beeinträchtigen könnte. Mit einer ähnlichen Begründung wird auch die Einordnung der §§ 30h, 30j WpHG a.F.<sup>111</sup> und der Verbote der Leerverkaufs-VO<sup>112</sup> als Verbotsgesetze im Sinne von § 134 BGB abgelehnt.

#### **b) Schadensersatzansprüche, insbesondere wegen Schutzgesetzverletzung?**

Anleger, denen Finanzinstrumente unter Verstoß gegen ein behördliches Vertriebsverbot verkauft wurden, können den Vertrag aber unter Umständen anfechten (§§ 119 ff. BGB) oder Schadensersatz wegen Verletzung (vor-)vertraglicher Pflichten (vgl. §§ 280 Abs. 1, 311, 241 Abs. 2 BGB) verlangen. Sofern die Zuwiderhandlung vorsätzlich erfolgt, können dem geschädigten Anleger auch Schadensersatzansprüche wegen Betrugs (§ 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 263, 264a StGB) oder sittenwidriger Schädigung (§ 826 BGB) zustehen. Daneben stellt sich die Frage, ob ein deliktsrechtlicher Schadensersatzanspruch nach § 823 Abs. 2 BGB besteht. Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB sind Rechtsnormen, die zumindest auch dazu dienen sollen, den Einzelnen oder einzelne Personenkreise gegen die Verletzung eines Rechtsguts zu schützen<sup>113</sup>. Auch Verwaltungsakte können den vermögensrechtlichen Schutz nach § 823 Abs. 2 BGB begründen, sofern die durch sie konkretisierten gesetzlichen Bestim-

---

<sup>110</sup> Vgl. *Sack/Seibel*, in: Staudinger, BGB, Neubearbeitung 2011, § 134 Rn. 35, 292; *Ellenberger*, in: Palandt, BGB, 71. Aufl. 2012, § 134 Rn. 8 f.

<sup>111</sup> Vgl. BT-Drucks. 17/1952, S. 11; *Mülbert*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 30h Rn. 40, § 30j Rn. 35.

<sup>112</sup> Vgl. *Mülbert/Sajnovits*, ZBB 2012, 266, 283.

<sup>113</sup> Vgl. *Sprau*, in: Palandt, BGB, 71. Aufl. 2012, § 823 Rn. 57.

mungen zumindest auch dem Schutz individueller Rechte dienen<sup>114</sup>. Bekanntlich fordert die Rechtsprechung zusätzlich, dass die mit der Anerkennung als Schutzgesetz verbundene Haftung „im Lichte des haftungsrechtlichen Gesamtsystems tragbar“ erscheint<sup>115</sup>. Diese Voraussetzungen werden z.B. für die bankaufsichtsrechtliche Erlaubnispflicht nach § 32 KWG bejaht<sup>116</sup>; für die Wohlverhaltenspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach §§ 31 ff. WpHG dagegen tendenziell verneint<sup>117</sup>.

Im Hinblick auf Artt. 31, 32 MiFIR-E stellt sich die Frage nach Ansprüchen von Anlegern wegen Schutzgesetzverletzung von vornherein nur, soweit das Vertriebsverbot nicht auf Belange des Markt- oder Systemschutzes gestützt, sondern gerade mit Bedürfnissen des Anlegerschutzes begründet wurde. Für die Bejahung der Schutzgesetzqualität könnten ein Vergleich mit den soeben erwähnten Fällen der §§ 32 KWG, 31 ff. WpHG sowie mit dem ausdrücklichen gesetzlichen Ausschluss der Schutzgesetzzeigenschaft der ad-hoc-Publizitätspflicht durch § 15 Abs. 6 WpHG sprechen. In den beiden zuletzt genannten Fällen der §§ 15, 31 ff. WpHG ist der Gesetzesverstoß für den Normadressaten keineswegs immer zweifelsfrei erkennbar. In Anbetracht des objektiven zivilrechtlichen Fahrlässigkeitsmaßstabs würden indessen Rechtsirrtümer die Haftung regelmäßig nicht ausschließen, so dass Schadensersatzansprüche zugunsten einer Vielzahl von Anlegern zu einer erheblichen und unkalkulierbaren Belastung führen könnten. Vergleichbare Zweifelsfragen stellen sich dagegen nicht im Hinblick auf die Erforderlichkeit einer bankaufsichtsrechtlichen Erlaubnis. Noch offensichtlicher wäre für ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen in der Regel<sup>118</sup> ein Verstoß gegen ein aufsichtsrechtliches Vertriebsverbot. Unzumutbare Belastungen für die Normadressaten wären daher mit der Einordnung der Artt. 31, 32 MiFIR-E als Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB nicht verbunden. Gegen die Qualifikation der Artt. 31, 32 MiFIR-E als Schutzgesetze ließe sich dagegen anführen, dass in Anbetracht des regelmäßig bestehenden Anspruchs aus Vertragspflichtverletzung zweifelhaft erscheint, ob ein zusätzlicher deliktsrechtlicher Vermögensschutz im Rahmen des „haftungsrechtlichen Gesamtsystems“ geboten ist. Vor allem aber ist zweifelhaft, ob es Artt. 31, 32 MiFIR-E (auch) um die Interes-

---

<sup>114</sup> Vgl. BGHZ 122, 1, 3 ff. = NJW 1993, 1580, 1581 f.; *Sprau*, in: Palandt, BGB, 71. Aufl. 2012, § 823 Rn. 56a; *Wagner*, in: MünchKommBGB, 5. Aufl. 2009, § 823 Rn. 342.

<sup>115</sup> BGHZ 175, 276 = NJW 2008, 1734, 1736 m. w. Nachw. aus der Rechtsprechung.

<sup>116</sup> BGH NJW 2005, 2703 m. w. Nachw. aus der Rechtsprechung; *Fischer*, in: Boos/Fischer/Schulze-Mattler, KWG, 4. Aufl. 2012, § 32 Rn. 28.

<sup>117</sup> BGHZ 170, 226 = NJW 2007, 1876 zu § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F.; BGHZ 175, 276 = NJW 2008, 1734 zu § 32 Abs. 2 Nr. 1 WpHG a.F.; BGH WM 2010, 1393, 1396 zu § 34a Abs. 1 S. 1 WpHG a.F.

<sup>118</sup> Immerhin sind auch insoweit Zweifelsfälle denkbar, so etwa, wenn unklar ist, ob das vertriebene Finanzinstrument die kritischen Merkmale aufweist oder der Erwerber in die Kundenkategorie fällt, auf die das Vertriebsverbot sich bezieht.

sen einzelner Anleger oder allein um den Anlegerschutz als Institution geht. Die Unklarheiten der Tatbestandsbildung setzen sich damit auch bei den Rechtsfolgen von Verstößen fort.

## **VI. Fazit**

1. Aufgrund der Regelungen über Produktinterventionen nach Artt. 31, 32 MiFIR-E könnte den mitgliedstaatlichen Behörden und – subsidiär – ESMA künftig ein scharfes Schwert zur Abwehr von Gefahren für den Anlegerschutz, die Finanzmärkte und die Finanzstabilität im Rahmen der Wertpapieraufsicht zur Verfügung stehen. Da die Eingriffsvoraussetzungen vage formuliert und noch durch delegierte Rechtsakte der Kommission zu konkretisieren sind, lässt sich die künftige Bedeutung dieser Aufsichtsbefugnisse zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht abschließend einschätzen. Insbesondere ist unklar, welche Anforderungen an eine zu Eingriffen berechtigende Gefahr für den Anlegerschutz zu stellen sind.

2. Der Vorstand eines als Aktiengesellschaft verfassten Wertpapierdienstleistungsunternehmens muss seine Entscheidungen künftig auch daran ausrichten, dass weder die von der Gesellschaft entwickelten und vertriebenen Finanzinstrumente noch ihre Finanztätigkeiten oder Finanzpraktiken eine Gefahr für den Anlegerschutz, die Integrität und das Funktionieren der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems darstellen, die Anlass für eine Intervention sein könnte.

3. Ist die Gesellschaft Adressat eines auf der Grundlage von Artt. 31, 32 MiFIR-E erlassenen Verbots oder einer Beschränkung, muss der Vorstand die Entscheidung über das Einlegen von Rechtsmitteln nach den allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätzen an der Förderlichkeit für das Unternehmensinteresse ausrichten.

4. Schließlich wird sich künftig die Frage nach der Haftung der Gesellschaft gegenüber den Anlegern stellen, wenn Finanzinstrumente entgegen einem im Interesse des Anlegerschutzes ergangenen Verbot vertrieben werden. Sofern der Gesetzgeber keine abweichende Entscheidung trifft, ist anzunehmen, dass die abgeschlossenen Verträge nicht nach § 134 BGB nichtig, sondern allenfalls anfechtbar sind. Darüber hinaus können vertragliche oder deliktische Schadensersatzansprüche der Anleger bestehen.

\*\*\*\*\*

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn                      Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2      Axel Nawrath                      Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3      Michael Senger                    Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4      Georg Dreyling                    Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5      Matthias Berger                    Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6      Felicitas Linden                    Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7      Michael Findeisen                Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8      Regina Nößner                    Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9      Franklin R. Edwards              The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10     Ashley Kovas                      Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11     Marcia L. MacHarg                Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany  
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung  
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern  
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht  
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem  
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für  
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz  
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen  
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments  
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy  
Regulatory Architecture  
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents  
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,  
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus  
Regulatory Competition  
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the  
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/  
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single  
Financial Market  
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,  
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman  
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing  
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan  
(publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/  
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung  
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/  
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?  
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay  
(publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?  
(publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/  
Astrid Keinath/  
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie  
(publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/  
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts  
(publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/  
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von  
Hauptversammlungsbeschlüssen  
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-  
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO  
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/  
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten  
Anstellungsverhältnissen  
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidtbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?  
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und  
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung  
und Finanzplatz*, 2008, S. 525 ff.)
- 76 Andreas Cahn/  
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe  
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/  
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project  
(publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.],  
*Perspectives ind Company Law and Financial Regulation.  
Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, 2009, S. 5 ff.)
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés  
(publ. in: *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.  
WpHG und § 244 AktG  
(publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)

- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?
- 82 Günther M. Bredow/  
Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze  
(publ. in: BKR 2008, 271 ff.)
- 83 Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts  
(publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff.)
- 84 José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
- 85 Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)  
(publ. in: ZIP 2008, 1706 ff.)
- 86 James D. Cox,  
Randall S. Thomas,  
Lynn Bai There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs :  
An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
- 87 Michael Bradley,  
James D. Cox,  
Mitu Gulati The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes :  
Lessons from the Sovereign Debt Market
- 88 Theodor Baums Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda  
(publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff.)
- 89 Theodor Baums Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff.)
- 90 Theodor Baums Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes  
(publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff.)
- 91 Tim Florstedt Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems  
(publ. in: Der Konzern 2008, 504 ff.)

- 92 Lado Chanturia Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
- 93 Julia Redenius-Hövermann Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied (publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
- 94 Ulrich Seibert,  
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf (publ. in: ZIP 2008, 2145 ff.)
- 95 Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes (publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff.)
- 96 Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
- 97 Theodor Baums,  
Maike Sauter Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag (publ. in: ZHR 173 (2009), 454 ff.)
- 98 Andreas Cahn Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH (publ. in: Der Konzern 2009, S. 67 ff.)
- 99 Melanie Döge,  
Stefan Jobst Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz (publ. in: BKR 2010, S. 136 ff.)
- 100 Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien (publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
- 101 Nicole Campbell,  
Henny Mächler Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft
- 102 Brad Gans Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
- 103 Arbeitskreis  
„Unternehmerische  
Mitbestimmung“ Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats (publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
- 104 Theodor Baums Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften (publ. in: Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)

- 105 Tim Florstedt Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG  
(publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
- 106 Melanie Döge Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz  
(publ. in: ZBB 2009, S. 419 ff.)
- 107 Matthias Döll „Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
- 108 Kenneth E. Scott Lessons from the Crisis
- 109 Guido Ferrarini Understanding Director’s Pay in Europe:  
Niamh Moloney A Comparative and Empirical Analysis  
Maria Cristina Ungureanu
- 110 Fabio Recine The new financial stability architecture in the EU  
Pedro Gustavo Teixeira
- 111 Theodor Baums Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters  
(publ. in: AG 2010, S. 53 ff.)
- 112 Julia Redenius-Hövermann Zur Frauenquote im Aufsichtsrat  
(publ. in: ZIP 2010, S. 660 ff.)
- 113 Theodor Baums The electronic exchange of information and respect for  
Thierry Bonneau private life, banking secrecy and the free internal market  
André Prüm (publ. in: Rev. Trimestrielle de Droit Financier 2010, N° 2,  
S. 81 ff)
- 114 Tim Florstedt Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung  
(publ. in: ZIP 2010, S. 761 ff.)
- 115 Tim Florstedt Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der  
Finanzmarktkrise  
(publ. in: AG 2010, S. 315 ff.)
- 116 Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The  
need for an international instrument on the private law  
framework for netting
- 117 Andreas Cahn Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum  
Stefan Simon Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity  
Rüdiger Theiselmann Swap

- 118 Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht  
(publ. in: ZGR 40 [2011], S. 218 ff)
- 119 Theodor Baums Managerhaftung und Verjährungsfrist  
(publ. in: ZHR 174 (2010), S. 593 ff)
- 120 Stefan Jobst Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels  
zentraler Gegenpartei
- 121 Theodor Baums Das preußische Schuldverschreibungsgesetz von 1833  
(publ. in: Bechtold/Jickeli/Rohe [Hrsg.], Recht, Ordnung  
und Wettbewerb. Festschrift für Möschel, 2011, S. 1097 ff)
- 122 Theodor Baums *Low Balling, Creeping in* und deutsches Übernahmerecht  
(publ. in: ZIP 2010, S. 2374 ff)
- 123 Theodor Baums Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung  
(publ. in: ZHR 2011, S. 160 ff.)
- 124 Theodor Baums Agio und sonstige Zuzahlungen im Aktienrecht
- 125 Yuji Ito Das japanische Gesellschaftsrecht - Entwicklungen und  
Eigentümlichkeiten
- 126 Report of the Reflection Group on the Future of EU  
Company Law
- 127 Nikolaus Bunting Das Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG in der  
Prüfungspraxis - Eine kritische Betrachtung des IDW PS  
340  
(publ. in ZIP 2012, 357 ff.)
- 128 Andreas Cahn Der Kontrollbegriff des WpÜG
- 129 Andreas Cahn Professionalisierung des Aufsichtsrats
- 130 Theodor Baums Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren.  
Florian Drinhausen Eine empirische Studie  
Astrid Keinath
- 131 Theodor Baums Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen  
Roland Schmidtbleicher (publ. in: ZIP 2012, S. 204 ff.)
- 132 Nikolaus Bunting Rechtsgrundlage und Reichweite der Compliance in  
Aktiengesellschaft und Konzern
- 133 Andreas Cahn Beratungsverträge mit Aufsichtsratsmitgliedern

**PROF. DR. THEODOR BAUMS**  
**PROF. DR. ANDREAS CAHN**

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
**IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT**

**CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1**

**D-60323 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-33753**

**FAX: +49 (0)69 / 798-33929**

**[WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://WWW.ILF-FRANKFURT.DE)**



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN**