

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 155

Product Governance

Das Produktfreigabeverfahren für die Konzeption
von Finanzinstrumenten

Von

Jan Bley



Duncker & Humblot · Berlin

JAN BLEY

Product Governance

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 155

Product Governance

Das Produktfreigabeverfahren für die Konzeption
von Finanzinstrumenten

Von

Jan Bley



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen hat diese Arbeit
im Jahre 2019 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2020 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpar
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15941-3 (Print)
ISBN 978-3-428-55941-1 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Im Nachklang zur Finanzkrise 2007/2008 wurde die „MiFID II“ als Nachfolgerichtlinie zur „MiFID“ erlassen und soll Mechanismen zum Schutz vor einer erneuten Krise bieten. Die wohl innovativste Neuerung ist das unternehmensinterne Verfahren zur Genehmigung von Finanzinstrumenten gemäß Art. 16 Abs. 3 Unter-Abs. 2–5 und Art. 24 Abs. 2 MiFID II – die sogenannte „Product Governance“. Dieser der vorliegenden Arbeit ihren Titel gebende Mechanismus ist in Deutschland insbesondere dahingehend neu, dass er abweichend von der vormals geübten Praxis zum einen über formelle Überprüfungen hinaus nun eine inhaltliche Kontrolle von Finanzinstrumenten vorsieht und zum anderen nicht erst bei Vertreibern, sondern bereits bei den Konzepturen von Finanzinstrumenten ansetzt. Diese dogmatische Neuausrichtung ist der Ausgangspunkt der Untersuchung.

Die vorliegende Arbeit wurde im Oktober 2019 von der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität zu Göttingen als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur wurden bis November 2019 berücksichtigt. Die Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Multimedia- und Telekommunikationsrecht sowie Rechtsvergleichung von Professor Dr. Gerald Spindler der Georg-August-Universität zu Göttingen.

Meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Gerald Spindler gilt auch besonderer Dank dafür, dass er mich auf das sich zum damaligen Zeitpunkt in der Transformation befindende Kapitalmarktrecht aufmerksam machte, mit mir das Thema dieser Dissertation konturierte sowie mich stets inspirierte, motivierte und anleitete. Ebenso danke ich ihm für die zügige Erstellung eines die Qualität dieser Arbeit an entscheidenden Stellen fördernden Erstgutachtens. Ich danke Herrn Professor Dr. Eckard Bueren für die sorgsame und aufschlussreiche Erstellung des Zweitgutachtens. Herrn Professor Dr. Tobias Stoll danke ich für den Vorsitz der Prüfungskommission.

Meinen Eltern Elisabeth Bartel und Hans-Jürgen Bley danke ich herzlich für die Unterstützung während meines Studiums. Meinen Kollegen der gesellschaftsrechtlichen Sparte des Lehrstuhls Niklas Hoßbach, Christian Schott und Andreas Seidel danke ich herzlich für eine erbauliche Zusammenarbeit, wertvolle Gespräche und einen guten Zusammenhalt. Ich danke Miles Thomsen und Johan Schrader für das Korrekturlesen des Manuskripts. Auch danke ich Dr. Sina Fontana für den steten Austausch sowie hilfreichen Rat insbesondere hinsichtlich des verfassungs- und europarechtlichen Teils der Arbeit. Besonderer Dank gilt meiner Mutter Elisabeth Bartel, die die gesamte Arbeit Korrektur las und sich nicht

scheute, unter Zuhilfenahme eigener Rechercheergebnisse eine Plausibilitätskontrolle vorzunehmen. Schließlich danke ich Inka Nothnick für ihr fortwährendes Interesse an der Materie, mentale Unterstützung, zahlreiche reflektierende Gespräche und ihre Hilfe bei der Fertigstellung der Arbeit.

Hannover, im Januar 2020

Jan Bley

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	23
I. Von der Finanzkrise zur Product Governance	23
II. Regelungsschronik der Product Governance	24
III. Neuerungen gegenüber bisheriger Rechtslage	28
1. Verhältnis zur MaComp	29
a) Anforderungen der MaComp	29
b) Unterschiede zwischen den Regelungen zur Product Governance für Konzepteure und MaComp	30
2. Verhältnis zur MaRisk	31
a) Anforderungen der MaRisk	31
b) Unterschiede zwischen den Regelungen zur Product Governance für Konzepteure und MaRisk	32
3. Zusammenfassung	32
IV. Thematische Abgrenzung und Gang der Untersuchung	33
B. Vorfragen zur Betrachtung der Product Governance	35
I. Zielsetzung der Regelungen zur Product Governance	35
II. Harmonisierungsgrad	36
III. Grundsätzliche Bedenken gegen die WpDVerOV	39
C. Anwendungsbereich der Product Governance	41
I. Adressatenkreis	41
1. Entwicklung nach Rechtsquellen	41
a) Ausgangspunkt: MiFID II	41
aa) Wertpapierfirma	41
bb) Kreditinstitut	42
b) Frühere Fassung des WpHG (nach KASG)	43
c) Konkretisierung durch die DRL MiFID II	45
d) Unmittelbar anwendbares Recht	46
aa) DVO MiFID II	46
bb) WpHG nach 2. FiMaNoG	46
cc) WpDVerOV	47
2. Zusammenfassung	47

II. Umfasste Produkte	48
1. Entwicklung nach Rechtsquellen	48
a) Ausgangspunkt: MiFID II	48
aa) Finanzinstrumente	48
bb) Strukturierte Einlagen	49
b) Frühere Fassung des WpHG (nach KASG)	50
aa) Finanzinstrument	50
bb) <i>Jedes einzelne</i> Finanzinstrument	52
cc) Strukturierte Einlagen	53
(1) Wortlaut	53
(2) Analoge Anwendung	54
(3) Europarechtskonforme Auslegung	54
c) Konkretisierung durch die DRL MiFID II	55
aa) Allgemeine Vorgaben	55
bb) Strukturierte Einlagen	55
d) Unmittelbar anwendbares Recht	56
aa) DVO MiFID II	56
bb) WpHG nach 2. FiMaNoG	57
(1) Finanzinstrument	57
(a) Grundsätzliches	57
(b) Erweiterter Begriff des Geldmarktinstruments	57
(2) Freigabe <i>jedes einzelnen</i> Finanzinstruments	59
(a) Product Governance für Fallgruppen	59
(b) Unterteilung nach Unterbegriffen	61
(c) Unterteilung nach Einzelbegriffen	61
(d) Unterteilung nach wirtschaftlichen Varianten	61
(aa) Veranschaulichung an einer Variante der Derivate („ein- fache“ Option)	62
(bb) Knock-out-options	64
(cc) Differenzierte Betrachtung der Gewinnstruktur	64
(dd) Gesetzgeberische Begriffsmethodik	65
(ee) Zusammenfassung	68
(3) Strukturierte Einlagen	69
cc) WpDVerOV	70
(1) Finanzinstrumente	70
(2) Strukturierte Einlagen	70
2. Analyse	71
a) Ausdifferenzierung der Produktgruppen	71
b) Regelungsmethodik des Gesetzgebers	71
c) Strukturierte Einlagen	72

III. Umfasste Tätigkeiten	73
1. Entwicklung nach Rechtsquellen	73
a) Ausgangspunkt: MiFID II	73
aa) Konzeption zum Verkauf	74
bb) Verfahren für die Genehmigung [...] und jeder wesentlichen Anpassung bestehender Finanzinstrumente	74
(1) Art. 16 Abs. 3 UnterAbs. 2 Alt. 1 MiFID II	75
(2) Art. 16 Abs. 3 UnterAbs. 2 Alt. 2 MiFID II	75
(a) Bestehendes Finanzinstrument	75
(aa) Grundsätzliches	75
(bb) (Ordnungsgemäßes) Freigabeverfahren mit anschließender Modifikation	75
(cc) Lösungsansätze für Grenzfälle	76
(dd) Transfer auf fehlerhafte Produktfreigabeverfahren	77
(b) Wesentlichkeit der Änderung	77
cc) Verfahren für bestehende und nicht veränderte Finanzinstrumente ...	77
b) Frühere Fassung des WpHG (nach KASG)	78
aa) Konzeption zum Verkauf	78
bb) Verfahren für die interne Freigabe zum Vertrieb [...] und jeder wesentlichen Änderung bestehender Finanzinstrumente	79
c) Konkretisierung durch die DRL MiFID II	80
aa) Grundsatz und zeitliche Anknüpfungspunkte	80
bb) Beratung von Emittenten aus dem Unternehmenssektor	81
d) Unmittelbar anwendbares Recht	82
aa) WpHG nach 2. FiMaNoG	82
bb) WpDVerOV	83
cc) Auslegung der nationalen Rechtsquellen	84
(1) Wortlaut	84
(2) Telos	84
(3) Systematik	85
(4) Europarechtskonforme Auslegung	85
(5) (Strafrechtliches) Bestimmtheitsgebot	86
(a) Anwendbarkeit des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots ...	86
(b) Anforderungen des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots ...	88
(c) Verstoß	88
(d) Allgemeines Bestimmtheitsgebot	90
(e) Konsequenz und Handlungsmöglichkeit	92
2. Zusammenfassung	93

IV. Umfasster Kundenstamm	94
1. Entwicklung nach Rechtsquellen	94
a) Ausgangspunkt: MiFID II	94
aa) Professionelle Anleger	94
(1) Geborene professionelle Kunden	94
(2) Gekorene professionelle Kunden	95
bb) Geeignete Gegenparteien	96
cc) Kleinanleger	97
dd) Anwendbarkeit der Product Governance	97
(1) Professionelle Kunden	97
(2) Geeignete Gegenparteien	98
b) Frühere Fassung des WpHG (Einführung der Vorschriften durch FRUG)	99
aa) Professionelle Kunden	100
bb) Geeignete Gegenparteien	101
cc) Privatkunde	102
c) Konkretisierung durch die DRL MiFID II	103
d) Unmittelbar anwendbares Recht	103
aa) DVO MiFID II	103
bb) WpHG nach 2. FiMaNoG	104
(1) Professionelle Kunden	104
(2) Geeignete Gegenparteien	106
(3) Privatkunde	106
(4) Anwendbarkeit der Product Governance	107
cc) WpDVerOV	107
2. Zusammenfassung	108
D. Weitere Tatbestandsmerkmale der Product Governance	109
I. Grundlegende Anforderungen an die Product Governance; Vorbereitungsmaßnahmen	109
1. Entwicklung nach Rechtsquellen	109
a) Ausgangspunkt: MiFID II	109
aa) Festgelegte Verantwortlichkeit des Leitorgans	109
bb) Umgang mit Interessenkonflikten	110
cc) Verständnis des Finanzinstruments	111
dd) Zusammenarbeit mit anderen Unternehmen	112
b) Frühere Fassung des WpHG (nach KASG)	113
c) Konkretisierung durch die DRL MiFID II	113
aa) Verhältnismäßigkeitsprinzip und Angemessenheit	113
bb) Umgang mit Interessenkonflikten	115
cc) Verständnis der Finanzinstrumente	117

dd) Kontrolle des Leitungsorgans über Product Governance	118
ee) Einbezug der Compliance-Funktion	120
ff) Zusammenarbeit mit anderen Unternehmen	121
(1) Zusammenarbeit mit Unternehmen, die (nicht) unter die DRL MiFID II fallen	121
(2) Anzahl der Zielmarktbestimmungen bei Zusammenarbeit	123
(a) Zusammenarbeit bei der Konzeption	123
(b) Zusammenarbeit von Konzepteur und Vertreter	124
d) Unmittelbar anwendbares Recht	125
aa) DVO MiFID II	125
(1) Verhältnismäßigkeit	125
(2) Interessenkonflikte	125
(3) Kenntnis der Verfahren	126
bb) WpHG nach 2. FiMaNoG	127
(1) Verhältnismäßigkeit	127
(a) Ausgangspunkt: Keine Verhältnismäßigkeit dem Wortlaut nach	127
(b) Systematische Auslegung	127
(c) Analyse	128
(2) Umgang mit Interessenkonflikten	128
(3) Kompetenz der beteiligten Mitarbeiter	128
(4) Kontrolle des Leitungsorgans über Product Governance	130
(5) Einbezug der Compliance-Funktion	130
(6) Zusammenarbeit mit anderen Unternehmen	130
cc) WpDVerOV	132
(1) Verhältnismäßigkeit	132
(2) Umgang mit Interessenkonflikten	133
(3) Erforderliche Sachkunde	133
(4) Zusammenarbeit mit anderen Unternehmen	134
(a) Zusammenarbeit mit Unternehmen, die (nicht) unter die MiFID II fallen	134
(b) Anzahl der Zielmarktbestimmungen	134
2. Zusammenfassung	135
II. Inhalt und Ablauf der Analyse des Finanzinstruments	136
1. Entwicklung nach Rechtsquellen	136
a) Ausgangspunkt: MiFID II	136
b) Frühere Fassung des WpHG (nach KASG)	138

c)	Konkretisierung durch die DRL MiFID II	138
aa)	Zeitlicher Bezugspunkt der Analyse	139
(1)	Voranalyse hinsichtlich Komplexität	139
(a)	Problemaufriss	139
(b)	Lösungsansatz	140
(2)	Szenarioanalyse	141
(3)	Analyse hinsichtlich Gefahren für den Finanzmarkt als solchen	142
(4)	Zusammenfassung	142
bb)	Inhalt der Analyse	143
(1)	Voranalyse	143
(2)	Szenarioanalyse	143
(a)	Begriff der Marktbedingungen	144
(b)	Weites Verständnis	144
(c)	Kursschwankungen und Marktzugang	146
(d)	Zusammenfassung	147
(3)	Analyse hinsichtlich Gefahren für den Finanzmarkt als solchen	147
d)	Unmittelbar anwendbares Recht	148
aa)	DVO MiFID II	148
bb)	WpHG nach 2. FiMaNoG	148
cc)	WpDVerOV	149
(1)	Voranalyse hinsichtlich Komplexität	149
(2)	Szenarioanalyse	149
(a)	Umfang der Analyse	149
(b)	Statthaftigkeit der überschießenden Umsetzung	150
(3)	Analyse hinsichtlich Gefahren für den Finanzmarkt als solchen	151
2.	Zusammenfassung	151
III.	Ausgestaltung der Zielmarktbestimmung	152
1.	Grundlegender Rahmen der Zielmarktbestimmung	152
a)	Entwicklung nach Rechtsquellen	152
aa)	Ausgangspunkt: MiFID II	152
bb)	Frühere Fassung des WpHG (nach KASG)	153
cc)	Konkretisierung durch die DRL MiFID II	154
(1)	Ausreichende Detailtiefe	154
(a)	Positive Bestimmung des Zielmarktes	154
(b)	Negative Abgrenzung des Zielmarktes	157
dd)	Unmittelbar anwendbares Recht	158
(1)	WpHG nach 2. FiMaNoG	158
(a)	Bestimmter Zielmarkt innerhalb Kundengattung	158
(b)	Detailtiefe	159

(2) WpDVerOV	159
(a) Gesonderte positive Zielmarktbestimmung für jedes Finanzinstrument	159
(b) Negative Abgrenzung (§ 11 Abs. 7 Satz 2 WpDVerOV)	160
b) Zusammenfassung	161
2. Kundenbezogene Faktoren zur Zielmarktbestimmung (Konkretisierung der Detailtiefe der Zielmarktbestimmung)	161
a) Entwicklung nach Rechtsquellen	161
aa) Ausgangspunkt: MiFID II	161
(1) Bedürfnisse des Zielmarkts innerhalb der jeweiligen Kundengattung	161
(2) Besonderheiten für Bedürfnisse von professionellen Anlegern und geeigneten Gegenparteien	162
bb) Frühere Fassung des WpHG (nach KASG)	163
(1) Anlagehorizont des Endkunden	163
(2) Verlusttragungsfähigkeit des Endkunden	164
cc) Konkretisierung durch die DRL MiFID II	164
(1) Allgemeine Faktoren	164
(2) Konkretisierung der allgemeinen Faktoren durch Kategorien	165
(a) Kundentyp	166
(b) Kenntnisse und Erfahrungen	167
(c) Finanzielle Situation	168
(d) Risikobereitschaft	169
(e) Ziele und Bedürfnisse des Kunden	170
(3) Unternehmen, die nicht selbst vertreiben	170
dd) Unmittelbar anwendbares Recht	171
(1) WpHG nach 2. FiMaNoG	171
(2) WpDVerOV	172
(a) Faktoren und Kategorien bei der Zielmarktbestimmung	172
(b) Unternehmen, das lediglich konzipiert	172
b) Zusammenfassung	173
IV. Festlegung einer Vertriebsstrategie	173
1. Entwicklung nach Rechtsquellen	173
a) Ausgangspunkt: MiFID II	173
aa) Grundsätzliches	173
bb) Verhältnis zu Art. 24 Abs. 2 MiFID II	175
cc) Vertreiberauswahl durch den Konzepteur	176
b) Frühere Fassung des WpHG (nach KASG)	177
c) Konkretisierung durch die DRL MiFID II	177

d) Unmittelbar anwendbares Recht	179
aa) WpHG nach 2. FiMaNoG	179
(1) Grundsätzliches	179
(2) Rechtliche Konsequenzen der Differenzierung zwischen Verhal-	
tens- und Organisationspflichten	180
bb) WpDVerOV	180
cc) Auslegung der nationalen Rechtsquellen	181
2. Zusammenfassung	181
V. Unterhaltung, Betrieb und regelmäßige Überprüfung der Product Governance	182
1. Entwicklung nach Rechtsquellen	182
a) Ausgangspunkt: MiFID II	182
aa) Verhältnis von Art. 16 Abs. 3 UnterAbs. 2 und UnterAbs. 4 MiFID II	182
bb) Unterhaltung, Betreiben und Überprüfung des Genehmigungsverfah-	
rens	183
cc) Überprüfung des Finanzinstruments	184
dd) Überprüfung, ob Finanzinstrument weiterhin Zielmarkt gerecht wird	185
ee) Überprüfung der Vertriebsstrategie	185
ff) Ablauf der Überprüfung	185
gg) Regelmäßigkeit der Überprüfung	186
b) Frühere Fassung des WpHG (nach KASG)	187
aa) Verhältnis von § 33 Abs. 3b Satz 1 WpHG-E und § 33 Abs. 3c	
WpHG-E	187
bb) Unterhaltung des Produktfreigabeverfahrens	187
cc) Regelmäßige Überprüfung des Zielmarktes für jedes konzipierte Fi-	
nanzinstrument	188
dd) Beurteilung, ob Finanzinstrument dem Zielmarkt weiterhin entspricht	189
ee) Überprüfung der Vertriebsstrategie	189
ff) Ablauf der Überprüfung in der Praxis	189
gg) Regelmäßige Überprüfung	189
c) Konkretisierung durch die DRL MiFID II	190
aa) Regelmäßige Überprüfung	190
(1) Verhältnis von Art. 9 Abs. 14 und Art. 9 Abs. 15 DRL MiFID II	190
(2) Inhalt der regelmäßigen Überprüfung	190
(3) <i>Regelmäßige</i> Überprüfung	191
(a) Heranzuziehende Rechtsquellen	191
(b) Konkrete (Mindest-)Vorgaben für das Prüfungsintervall	192
(aa) Anlassbezogene Überprüfung	192
(bb) Nicht-anlassbezogene Überprüfung	192
(c) Geltung der Mindestvorgaben aus Art. 9 Abs. 15	
DRL MiFID II für die Überprüfung der Vertriebsstrategie und	
den Zielmarkt	193

- (4) Zusätzliche Maßnahmen bei Eintreten bestimmter Ereignisse 193
 - (a) Festlegung zentraler Ereignisse 193
 - (b) Zu besorgende Vorkehrungen 194
 - (5) Verantwortlichkeit der Konzepture für die Vertriebsstrategie . . . 194
 - bb) Ordnungsgemäße Gebühren 195
 - d) Unmittelbar anwendbares Recht 196
 - aa) DVO MiFID II 196
 - bb) WpHG nach 2. FiMaNoG 196
 - cc) WpDVerOV 197
 - (1) Grundsätzlich ordnungsgemäße Umsetzung 197
 - (2) Solvenz und Solvabilität 198
- 2. Zusammenfassung 199

- VI. Informationsweitergabe und Informationseinholung 200
- 1. Entwicklung nach Rechtsquellen 200
 - a) Ausgangspunkt: MiFID II 200
 - aa) Produktgenehmigungsverfahren, einschließlich Zielmarkt 200
 - bb) Finanzinstrument 202
 - b) Frühere Fassung des WpHG (nach KASG) 202
 - aa) Sämtliche sachgerechte Informationen 202
 - bb) Erforderlichkeit der Informationen 203
 - c) Konkretisierung durch die DRL MiFID II 203
 - aa) Inhalt der Informationspflichten 203
 - bb) Verhältnis zu Art. 16 Abs. 3 UnterAbs. 5 MiFID II 204
 - cc) Informationseinholung von Vertreter 205
 - d) Unmittelbar anwendbares Recht 207
 - aa) WpHG nach 2. FiMaNoG 207
 - bb) WpDVerOV 207
- 2. Zusammenfassung 208
- E. Haftung und Sanktionsmöglichkeiten 209**
- I. Zivilrechtliche Haftung 209
 - 1. Vertraglich 209
 - 2. Quasi vertraglich 212
 - a) Finanzinstrumente für den Massenmarkt 212
 - b) Maßgeschneiderte und individuelle Finanzinstrumente 215
 - 3. § 823 Abs. 1 BGB 217
 - a) Verkehrssicherungspflicht 217
 - b) Produzentenhaftung 217
 - 4. § 823 Abs. 2 BGB 218
 - a) Aufsichtsrecht als Schutzgesetz 218

b) § 80 Abs. 9–11 WpHG als individualschützende Norm i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB	219
c) § 63 Abs. 4 und 5 WpHG als individualschützende Norm i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB	220
aa) Verhältnis zu § 80 Abs. 9–11 WpHG, allgemeine Voraussetzungen	220
bb) Eigene schadensersatzrechtliche Bedeutung des § 63 Abs. 4 und 5 WpHG	221
cc) Individualschutz des § 63 Abs. 4 und 5 WpHG	221
(1) (Auch) anlegerschützende Funktion des § 63 Abs. 4 und 5 WpHG	222
(2) Verhaltenspflicht oder Verhaltensorganisationspflicht	222
(a) Alte Rechtslage (Vor dem 2. FiMaNoG)	222
(b) Aktuelle Rechtslage (Nach Änderungen durch das 2. FiMaNoG)	224
5. § 826 BGB	225
6. Einfluss auf § 11 WpDVerOV	226
7. Zusammenfassung	227
II. Befugnisse der BaFin	227
1. Allgemeine Befugnisse und Produktintervention	227
a) Produktintervention	227
b) Allgemeine Befugnisse	229
2. Bußgeld	230
III. Befugnisse der europäischen Aufsichtsbehörden	231
IV. Keine staatliche Zulassung durch Aufsichtsbehörden	232
V. Zusammenfassung	233
F. Product Governance als wirksamer Schutzmechanismus	234
I. Product Governance als Vorabkontrolle von Finanzinstrumenten	235
1. Die unternehmensbezogene Sichtweise	236
2. Die regulatorische Sichtweise	237
3. Einordnung der Product Governance und maßgebliche Sichtweise	238
a) Nach der unternehmensbezogenen Sichtweise	238
aa) <i>Schädlichkeit</i> und <i>Gefährlichkeit</i> von Finanzinstrumenten	239
bb) Zu hohe Komplexität von Finanzinstrumenten	239
cc) Präventives Verbot mit Erlaubnisvorbehalt	240
b) Nach der regulatorischen Sichtweise	241
c) Maßgebliche Sichtweise und Zusammenführung	241
II. Kritik an der Product Governance als unternehmensinternes Vorabkontrollverfahren – Notwendigkeit einer staatlichen Vorabkontrolle	243
1. Kein staatliches Zulassungsverfahren	243
2. Keine Vorabkontrolle	244
3. Falscher Ansatzpunkt der begriffsbasierten Regulierung	244

4. Kein einheitliches Regelwerk trotz ähnlicher Schutzrichtung	245
5. Kein ausreichender Schutz des Finanzmarktes und seiner Akteure	245
6. Mangelnde Investmentanreize	246
III. Alternative Mechanismen zum Schutz der Finanzmarktintegrität und der Anleger	247
1. Eine Generalklausel für den Finanzmarkt	247
a) Formulierungsvorschläge und Grundsätze der Bestimmtheit	247
b) Praktische und systemische Bedenken	248
2. An AVB-Prüfung angelehnte Vorabkontrolle	249
a) AVB-Vorabkontrolle bis 1994	249
b) Die Abschaffung der Vorabkontrolle	251
c) Übertragbarkeit auf die Konzeption von Finanzprodukten	253
aa) Praktische Umsetzung der Vorabkontrolle im Kapitalmarktrecht	253
bb) Problematik der vertraglichen Anknüpfung	254
cc) Tendenz der Union zur Öffnung des Binnenmarktes und Abkehr von staatlicher Vorabkontrolle	255
d) Zusammenfassung	257
3. Staatliche Zulassung (Finanz-TÜV)	257
a) Etablierung eines Finanz-TÜV im Kapitalmarktrecht	258
aa) Grundkonzept	258
bb) Ausgewählte Themenfelder	259
(1) Interne Organisation und Rechtsgrundlagen	259
(2) Gefährdungshaftung	259
b) Verfassungsrechtliche Bedenken gegenüber der Einführung eines Finanz-TÜV	261
aa) Eingriff in Art. 14 Grundgesetz (Eigentumsfreiheit)	261
bb) Eingriff in Art. 12 Grundgesetz (Berufsfreiheit)	263
cc) Rechtfertigung	264
(1) Vermögen der Anleger	264
(2) Finanzmarktintegrität und Belange der Volkswirtschaft	265
c) Unionsrechtliche Bedenken gegenüber der Einführung eines Finanz-TÜVs	268
aa) Beschränkung des Art. 63 AEUV (Kapitalverkehrsfreiheit)	268
bb) Rechtfertigung	270
d) Zusammenfassung	271
4. Erlaubnis durch staatliche Zulassungsstelle nach unternehmensinterner Vorabkontrolle	271
5. Zusammenfassung	272
IV. Gefahren der Überregulierung und Schlussfolgerungen für die Product Governance	273
1. Lähmung des Finanzmarktes	273
2. Ungleichgewicht durch zu einseitige Regulierung	274

3. Entmündigung des Anlegers	275
4. Untragbare Risiko-Kosten-Struktur	276
5. Übertragung auf die derzeitige Rechtslage um die Product Governance	276
V. Zusammenfassung	278
G. Schluss	280
I. Zusammenfassung in Thesen	280
1. Vorfagen zur Betrachtung der Product Governance	280
2. Anwendungsbereich der Product Governance	280
3. Weitere Tatbestandsmerkmale der Product Governance	281
a) Grundlegende Anforderungen an die Product Governance; Vorbereitungs- maßnahmen	281
b) Inhalt und Ablauf der Analyse des Finanzinstruments	282
c) Ausgestaltung der Zielmarktbestimmung	282
aa) Grundlegender Rahmen der Zielmarktbestimmung	282
bb) Kundenbezogene Faktoren zur Zielmarktbestimmung	282
d) Festlegung einer Vertriebsstrategie	283
e) Unterhaltung, Betrieb und regelmäßige Überprüfung der Product Gover- nance	283
f) Informationsweitergabe und Informationseinholung	284
4. Haftung und Sanktionsmöglichkeiten	284
a) Zivilrechtliche Haftung	284
b) Sanktionsmöglichkeiten	284
5. Product Governance als wirksamer Schutzmechanismus	285
a) Product Governance als Vorabkontrolle von Finanzinstrumenten	285
b) Kritik an der Product Governance	285
c) Alternative Mechanismen zur Vorabkontrolle von Finanzinstrumenten	285
d) Gefahren der Überregulierung und Schlussfolgerungen für die Product Governance	286
II. Votum	286
Literaturverzeichnis	288
Stichwortverzeichnis	304

Abkürzungsverzeichnis

1. CP MiFID II/MiFIR	Consultation Paper MiFID II/MiFIR vom 22.5.2014, ESMA/2014/549
1. FiMaNoG	Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz
2. FiMaNoG	Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz
4. FFG	Viertes Finanzmarktförderungsgesetz
a.E.	am Ende
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der europäischen Union
-a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)/Aktiengesellschaft (Gesellschaftsform)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGBG	Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein
Alt.	Alternative
AMG	Arzneimittelgesetz
ARB	Allgemeine Bedingungen für die Rechtsschutzversicherung
Art.	Artikel
AVB	Allgemeine Versicherungsbedingungen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BB	Betriebsberater
BegrRegE	Begründung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BR-Drs.	Drucksachen des Bundesrates
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Drucksachen des Bundestages
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
bzgl.	bezüglich
CB	Compliance Berater
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
DAR	Deutsches Autorecht

DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DDV	Deutscher Derivate Verband
div.	diverse
DK	Die Deutsche Kreditwirtschaft
DRL MiFID II	Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7.4.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Entrichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen, EUABl. L 87/500
DSrR	Das deutsche Steuerrecht
DVO MiFID II	Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25.4.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, EUABl. L 87/1
EBA	European Banking Authority = Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EEA	European Economic Area (= EWR)
EG	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EGABl.	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
EU	Europäische Union
EUABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Zeitschrift Europarecht
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FAQ	Frequently asked questions
FCA	Financial Conduct Authority (Vereinigtes Königreich)
FG	Festgabe
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FS	Festschrift
GenG	Genossenschaftsgesetz
GewArch	Gewerbearchiv
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
grds.	grundsätzlich
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HdB	Handbuch
i. d. R.	in der Regel
i.E.	im Ergebnis
i.e.S.	im engeren Sinne
i.H.v.	in Höhe von

inges.	insgesamt
i.S.d.	im Sinne des/der
i.S.e.	im Sinne einer/eines
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
JMStV	Jugendmedienschutz-Staatsvertrag
J. Political Econ.	Journal of Political Economy
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KASG	Kleinanlegerschutzgesetz
krit.	kritisch
KSzW	Kölner Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
lit.	littera (Buchstabe)
MaComp	Rundschreiben 05/2018 (WA) der BaFin – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und weitere Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten
MaRisk	Rundschreiben 09/2017 (BA) der BaFin – Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MDR	Monatsschrift für deutsches Recht
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 96/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, EUABl. L 145/1
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, EUABl. L 173/349
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, EUABl. L 173/84
NCA	National Competent Authority
-n.F.	neue Fassung
NJ	Neue Justiz
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report
NPP	Neu-Produkt-Prozess
NVersZ	Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
o.g.	oben genannt/oben genannte
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OTC	Over the counter (Außerbörslicher Handel)
PM	Pressemitteilung
PMK	Produkte/Märkte-Katalog
PRIIPs	Packaged retail and insurance-based investment products

RdF	Recht der Finanzinstrumente
Rn.	Randnummer
S.	Seite/siehe
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts erster Instanz
s. o.	siehe oben
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
s. u.	siehe unten
TÜV	Technischer Überwachungsverein
u. a.	unter anderem/und andere
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
UnterAbs.	Unterabsatz
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
VAG	Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen
VersR	Zeitschrift für Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
VgV	Verordnung über die Vergabe öffentlicher Aufträge
VP	Die Versicherungspraxis
VSD	Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter
VuR	Verbraucher und Recht
VW	Versicherungswirtschaft
WD	Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpDVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen vom 17. 10. 2017, BGBl. I S. 3566
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHG-E	Nicht in Kraft getretene Modifizierung des WpHG durch das KASG
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfV	Zeitschrift für Versicherungswesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
zust.	zustimmend
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft
ZvgIRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft
z. Z.	zur Zeit

Hinsichtlich aller weiteren Abkürzungen ist zu verweisen auf *Kirchner*, Hildebert, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, Berlin, 9. Auflage 2018.

A. Einführung

I. Von der Finanzkrise zur Product Governance

Da wir keinen gesellschaftlichen Nutzen darin sehen, Finanzgeschäfte im Bruchteil einer Sekunde abzuschließen und dabei gleichzeitig sehr hohe Risiken in Kauf zu nehmen, plädieren wir schlicht und ergreifend dafür, diesen Handel grundsätzlich zu untersagen.¹ Solch ein Ausruf im Zuge der Ersten Beratung² zum Entwurf des Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetzes (2. FiMaNoG)³ ist bezeichnend für die im Nachklang der letzten Finanzkrise seit 2007/2008⁴ geführte Debatte⁵ um die Regulierung des Kapitalmarktes.⁶ Zahlreiche Autoren aus den unterschiedlichsten Disziplinen arbeiten die Auswirkungen der Finanzkrise auf⁷ und der europäische Gesetzgeber ist bestrebt, durch den Erlass weitreichender Rechtsakte Mechanismen zur Verhütung einer erneuten Krise zu schaffen. So wurde als Reaktion auf diese die gesamte europäische Wirtschaft und damit auch den Kapitalmarkt ergreifende Depression insbesondere eine Neuauflage der Richtlinie 2004/39/EG⁸ (MiFID I) erlassen.⁹ Die die MiFID I ersetzende¹⁰ Richtlinie 2014/65/EU¹¹

¹ Plenarprotokoll 18/215 vom 26. 1. 2017 S. 21574 (D).

² Plenarprotokoll 18/215 vom 26. 1. 2017 S. 21573 ff.

³ Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte vom 23. 6. 2017, BGBl. I S. 1693.

⁴ *Pilz*, Die Bewältigung der Finanz- und Staatsschuldenkrise, 2018, S. 7 ff.; *Chesney/Krakow/Maranghino-Singer/Münstermann*, Asset Pricing, 2018, S. 1 ff.; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, EuropUR, Rn. 14.23; *Beck*, in: FS U. H. Schneider 2011, S. 89 (91 f.); *Balzer*, ZBB 2016, 226; *Patz*, Staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente, 2016, S. 1; *Möllers/Poppeler*, ZGR 2013, 437 (438 f.).

⁵ Bspw. Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses am 17. 5. 2017, <https://www.bundes-tag.de/dokumente/textarchiv/2017/kw20-pa-finanzen-finanz-tuev/505636>, zuletzt abgerufen am 05. 11. 2019.

⁶ *Mock/Stüber*, Das neue Wertpapierhandelsrecht, Rn. 147; zusammenfassend zu den regulatorischen Antworten auf die Finanzkrise: *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, EuropUR, Rn. 14.23 ff.; *Funke*, CCZ 2012, 54; *Jordans*, BKR 2017, 273 (274).

⁷ S. nur *Höft*, Strafrechtliche Aufarbeitung der Finanzkrise, 2018; *Egdy*, Finanzkrise und Verfassung, 2017; *Rüttgers/Decker*, Europas Ende, Europas Anfang, 2017.

⁸ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 96/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, EUABl. L 145/1; zu den Zielsetzungen der MiFID: *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (251 f.); ein Scheitern attestieren der MiFID *Gomber/Jäger*, ZBB 2014, 40 passim.

⁹ *Eichhorn/Klebeck*, RdF 2014, 189 f.; *Lange*, DB 2014, 1723.

(MiFID II) enthält zahlreiche Antworten auf im Zuge der Finanzkrise aufgeworfene Fragen zur künftigen Kapitalmarktregulierung und konzentriert sich auf Belange des Anlegerschutzes¹² sowie der Finanzmarktintegrität.¹³ Wie bereits die MiFID I zuvor¹⁴ kann nun die MiFID II aufgrund ihrer umfassenden Regelungen¹⁵ als Grundgerüst¹⁶ der unionsrechtlichen Finanzmarktregulierung bezeichnet werden.¹⁷ Ein Aspekt dieses Rahmenwerkes ist das unternehmensinterne Verfahren für die Genehmigung von Finanzinstrumenten für Wertpapierfirmen, die Finanzinstrumente zum Verkauf konzipieren gemäß Art. 16 Abs. 3 UnterAbs. 2–5 und Art. 24 Abs. 2 MiFID II (Product Governance).¹⁸

II. Regelungsschronik der Product Governance

Das vielschichtige über einen längeren Zeitraum gewachsene Normgefüge um die Product Governance macht einen Überblick über die diesbezügliche Regelungsschronik notwendig. Art. 16 Abs. 3 und Art. 24 Abs. 2 MiFID II kommen hierbei die Bedeutung als grundlegende Rechtsquellen zu.¹⁹ Bei der MiFID II handelt es sich aber nicht um direkt anwendbares Unionsrecht, sondern um eine national umsetzungsbedürftige Richtlinie.²⁰ Gemäß Art. 93 Abs. 1 UnterAbs. 2 MiFID II-a.F.²¹

¹⁰ *Lercara/Kittner*, RdF 2018, 100.

¹¹ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, EUABl. L 173/349.

¹² Erwägungsgrund 3 MiFID II.

¹³ Erwägungsgründe 4, 164 MiFID II; *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (252).

¹⁴ *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, EuropUR, Rn. 14.22: „Grundgesetz“ des Wertpapierhandels; *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785; *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1749; *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG Einleitung Rn. 57.

¹⁵ *Ress/Ukrow*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 63 AEUV Rn. 404 f.; *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, Vor §§ 31 ff. Rn. 24 ff.; *Bracht*, in: Schwintowski, Bankrecht, Kap. 22 Rn. 399; *Lange*, DB 2014, 1723; Beitrag aus dem Jahresbericht 2016 der BaFin: MiFID II und das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz, https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Jahresbericht/Jahresbericht2016/Kapitel5/Kapitel5_1/Kapitel5_1_4/kapitel5_1_4_artikel.html, zuletzt abgerufen am 05. 11. 2019.

¹⁶ S. zu weiteren, teils vorbereitenden, Ansätzen *Buck-Heeb*, ZHR 179 (2015), 782 (799).

¹⁷ *Mansen*, Anlageberatungsregelungen, 2018, S. 30; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, EuropUR, Rn. 32.1; *Eichhorn/Klebeck*, RdF 2014, 189; *Lange*, DB 2014, 1723; Beitrag aus dem Jahresbericht 2016 der BaFin: MiFID II und das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz, https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Jahresbericht/Jahresbericht2016/Kapitel5/Kapitel5_1/Kapitel5_1_4/kapitel5_1_4_artikel.html, zuletzt abgerufen am 05. 11. 2019.

¹⁸ *Buck-Heeb*, ZHR 179 (2015), 782 (783 f.); *Buck-Heeb/Poelzig*, BKR 2017, 485 (488); *Bley*, AG 2017, 806 f.; *Bley*, WM 2018, 162; *Lercara/Kittner*, RdF 2018, 100.

¹⁹ *Lange*, DB 2014, 1723 (1726); *Lohmann/Gebauer*, BKR 2018, 244 f.

²⁰ Dies geschah, um den Mitgliedstaaten bei der Umsetzung die Berücksichtigung der Besonderheiten ihrer jeweiligen Märkte und Rechtsordnungen zu ermöglichen, Erwägungs-

musste diese Umsetzung ursprünglich bis zum 3.1.2017 erfolgen.²² Dementsprechend plante der Deutsche Gesetzgeber mit dem Kleinanlegerschutzgesetz²³ (KASG) vom 3.7.2015 auch eine Umsetzung der Vorgaben zur Product Governance größtenteils zum 3.1.2017.²⁴ Namentlich sollte insbesondere § 33 WpHG-a.F.,²⁵ der vormalis die Unternehmensorganisationspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen regelte, durch die Absätze 3b-d ergänzt werden und ein Produktfreigabeverfahren für die Konzeption von Finanzinstrumenten beinhalten. Indes wurde der Europäischen Kommission gemäß Art. 16 Abs. 12 MiFID II die Befugnis erteilt, delegierte Rechtsakte zu erlassen.²⁶ Hierzu erteilte die Kommission wiederum der ESMA das Mandat zur Abgabe von fachlichen Empfehlungen,²⁷ welche ihrerseits weitere einschlägige Rahmenwerke einbezog.²⁸ Die MiFID II empfahl, dass die Kommission die u. a. hinsichtlich der Zulassung von Finanzinstrumenten gemachten Entwürfe zu technischen Regulierungsstandards der ESMA annimmt.²⁹ Auf diesen fachlichen Empfehlungen beruhen die delegierten Richtlinien und Verordnungen,³⁰ welche jeweils konkretisierende Ausführungen zu ausgewählten Thematiken enthalten. Hierzu zählen auch die in den Mitgliedstaaten der EU unmittelbar anwendbare Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 vom 25.4.2016³¹ (DVO MiFID II), die ihre Wirkung abhängig von der Umsetzungsfrist der MiFID II macht,³² sowie die Delegierte Richtlinie der Kommission u. a. zu Produktüberwachungspflichten vom

grund 7 a.E. MiFID II; *Lohmann/Gebauer*, BKR 2018, 244 (245); allg. *Calliess*, in: *Calliess/Ruffert*, Art. 288 AEUV Rn. 23; *Hase*, in: *Düsing/Martinez*, Agrarrecht, Art. 288 AEUV Rn. 10; *Nettesheim*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim*, Art. 288 AEUV Rn. 104; *Ulmer*, EuZW 1993, 337 (339).

²¹ S. die alte Fassung der MiFID II: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=DE>, zuletzt abgerufen am 05.11.2019.

²² *Balzer*, ZBB 2016, 226 (227).

²³ Kleinanlegerschutzgesetz vom 4.7.2015, BGBl. I S. 1114; zu den Neuerungen des KASG: *Buck-Heeb*, NJW 2015, 2535 passim.

²⁴ Art. 13 Abs. 2 KASG-a.F..

²⁵ Jetzt § 80 WpHG.

²⁶ *Jordans*, BKR 2017, 273 (275).

²⁷ Zu einem Überblick der Konsultationsphase der ESMA für den Final Report on ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR vom 19.12.2014, ESMA2014/1569 (Technical Advice ESMA): S. dort S. 10 f.

²⁸ Technical Advice ESMA S. 49 f. Nr. 3; die dort gelisteten Werke können daher bei der folgenden Untersuchung außer Betracht bleiben.

²⁹ Erwägungsgrund 157 MiFID II.

³⁰ EUABl. L 87/1–492.

³¹ Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25.4.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, EUABl. L 87/1.

³² Art. 91 Abs. 2 DVO MiFID II.