

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	23
I. Von der Finanzkrise zur Product Governance	23
II. Regelungsschonik 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 Konzepture und MaComp	30
2. Verhältnis zur MaRisk	31
a) Anforderungen der MaRisk	31
b) Unterschiede zwischen den Regelungen zur Product Governance für Konzepture 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 Vertreiber	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) Vertreiber Auswahl 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 Vertreiber	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. Vorfragen 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