

## I. Einleitung

---

Verbraucherschutz wird unvermittelt mit Informationspflichten, Rücktrittsrechten und strenger AGB-Kontrolle in Verbindung gebracht. Geprägt von KSchG, FAGG, VKrG und Konsorten zeigt sich damit die „*Vorstellung von einem Privatrecht für Ungleichgewichtslagen*“,<sup>1</sup> das der schwächeren Partei durch zivilrechtliche Mittel zu Hilfe kommt.

Indes ist der Verbraucherschutz schon traditionell auch dadurch gekennzeichnet, „*daß sich hier der Gesetzgeber nicht an die herkömmliche Abgrenzung des Rechtsstoffes nach Einzeldisziplinen gehalten hat.*“<sup>2</sup> Zahlreiche Regelungen wie Hygienestandards (§§ 10ff LMSVG), Sicherheitsanforderungen (§ 4 PSG) und Kennzeichnungspflichten (§ 17 AMG) werden schließlich durch das Verwaltungsrecht angeordnet, dienen letztlich aber genauso den Kunden.<sup>3</sup> Die wenigen Beispiele sind dabei nur ein kleiner Ausschnitt, ist nach *B. Raschauer* doch eigentlich das gesamte öffentliche Wirtschaftsrecht zum überwiegenden Teil Konsumentenschutzrecht.<sup>4</sup> „*Im Kern der dogmatischen Fragen*“ dieses Querschnitts<sup>5</sup> wird dementsprechend das Verhältnis von Zivilrecht und Verwaltungsrecht verortet.<sup>6</sup>

Dieser Befund ist nicht neu, zumal *Hedemann* bereits im Jahr 1927 eine zunehmende „*Publizierung*‘ *des bürgerlichen Rechts*“ feststellte.<sup>7</sup> Einerseits gewinnt er aber rein quantitativ stetig an Bedeutung, andererseits ergeben sich neue Problemfelder. Nicht zuletzt aufgrund des für nationale Systeme blinden Unionsrechts<sup>8</sup> ist nämlich „*eine Tendenz zu beobachten, dass wirtschaftsverwaltungsrechtliche Normen zusehends jene Regelungsebene für*

---

1 Kritisch *F. Bydlinski*, System 720.

2 *Wenger*, JBl 1970, 230 (231).

3 Siehe *B. Raschauer* in Aicher/Holoubek, Verbraucherinteressen 17 (37ff); *Oppitz*, JBl 2014, 205 (214ff); für Deutschland *Ewer* in FS Graf von Westphalen 135 (142ff); allgemein *Hoffmann-Riem* in Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann, Auffangordnungen 261 (277ff).

4 *B. Raschauer* in Aicher/Holoubek, Verbraucherinteressen 17 (17f).

5 Vgl *Tamm*, Verbraucherschutzrecht 58ff mwN.

6 *B. Raschauer* in Aicher/Holoubek, Verbraucherinteressen 17 (53).

7 *Hedemann*, Einführung<sup>2</sup> 299; siehe auch *Jarass*, VVDStRL 50, 238 (239f).

8 Vgl *Bollenberger*, Zak 2015, 390 (390).

sich ‚entdecken‘, die man dem Privatrecht vorbehalten glaubt“, nämlich das Rechtsverhältnis zwischen Unternehmen und deren Kunden.<sup>9</sup> Wenn AGB behördlich genehmigt (§ 25 TKG), überhöhte Entgelte für unwirksam erklärt (§ 21 PMG) und unzuverlässige Vertragspartner ausgetauscht werden (§ 57 GWG), liegt „Zivilrechtspolitik auf Schleichwegen“<sup>10</sup> des Verwaltungsrechts schließlich nahe.

Besonders bemerkbar macht sich diese Entwicklung am unter strenger Aufsicht stehenden Kapitalmarkt, für den jüngst zwei paradigmatische Anlegerschutzmechanismen geschaffen wurden: Das Produktinterventionsrecht ermächtigt Aufsichtsbehörden zur Verhängung von Vertriebsbeschränkungen, das Produktgenehmigungsverfahren zwingt die aufsichtsunterworfenen Unternehmen zur Festlegung eines Zielmarkts und zu bestimmten internen Abläufen. Beide Neuerungen verpflichten Unternehmen also mit Blick auf ihre Kunden, berufen zur Durchsetzung statt Zivilgerichten aber Aufsichtsbehörden. Dementsprechend deutlich wird das „Zusammenspiel der juristischen Teildisziplinen“,<sup>11</sup> was sich in der literarischen Rezeption niederschlägt. Während G. Wagner das „Thema der kapitalmarktrechtlichen Produktverbote“ nämlich „weitere Forschungsanstrengungen zu lohnen“ scheint,<sup>12</sup> ist die Produktgenehmigung nach Buck-Heeb „noch nicht einmal ansatzweise wissenschaftlich auf Probleme, Brüche oder Widersprüche ausgelotet“.<sup>13</sup>

An diese Eindrücke knüpft die vorliegende Arbeit an, die die Produktintervention und das Produktgenehmigungsverfahren aus einer zivilrechtlichen Perspektive untersucht. Dabei stößt sie zwangsläufig auf Strukturprobleme an der Schnittstelle zum Verwaltungsrecht, deren Bearbeitung im speziellen zivilrechtlichen Verhältnis neben konkreten Lösungen auch allgemeine Erkenntnisse verspricht.

---

9 Oppitz, JBl 2014, 302 (308).

10 Kritisch Krejci in Korinek, Gewerberecht 227 (255).

11 Schmidt-Kessel, VuR 2013, 81 (81).

12 G. Wagner in Karlsruher Forum 2014, 81 (86).

13 Buck-Heeb, ZHR 179, 782 (784).

# § 1. Produktintervention

## II. Grundlagen der Produktintervention

---

### A. Ausgangspunkt

„Der Anlegerschutz ist im geltenden Bankrecht stark auf das Informationsmodell konzentriert.“<sup>14</sup> Entsprechend der Vorstellung, dass Menschen sich selbst schützen können, wenn man ihnen die dafür erforderlichen Informationen zur Verfügung stellt,<sup>15</sup> sehen verschiedene Gesetze weitreichende Aufklärungspflichten vor.<sup>16</sup> Zahllose Anlegerprozesse haben das Vertrauen in dieses Konzept mittlerweile freilich erschüttert:<sup>17</sup> Wenn vor Gericht tausendfach über Risikoverharmlosung,<sup>18</sup> Interessenkonflikte,<sup>19</sup> versteckte Kosten<sup>20</sup> und Überforderung<sup>21</sup> diskutiert wird, kommen schließlich strukturelle Zweifel auf.

Diese Zweifel beziehen sich nicht nur auf die praktische Bewährung des Informationsmodells, sondern auch auf dessen Prämisse. „Was von Finanzmathematikern und Astrophysikern am Computer ersonnen wurde“, lässt sich einem durchschnittlichen Anleger nach *Köndgen* nämlich „kaum im Format eines normalen individuellen Beratungsgesprächs nahebringen“.<sup>22</sup> Dazu tragen sogenannte systematische Rationalitätsdefizite<sup>23</sup> – etwa Gier

---

14 Grigoleit, ZHR 177, 264 (264).

15 Etwa Zimmer, JZ 2014, 714 (715); Langenbacher, ZHR 177, 679 (680 ff, 684); Mülbart, ZHR 177, 160 (184 ff); Kals/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 1 Rz 23; allgemein F. Bydlinski, System 741 ff.

16 Etwa §§ 47 ff WAG 2018; §§ 131 ff InvFG.

17 Im Zeitraum von 2007 bis Ende 2014 wurden beim BGHS und HG Wien knapp 10.000 Anlegerklagen eingebracht. Weitere etwa 11.000 Ansprüche wurden mittels Sammelklage geltend gemacht. Siehe Kals, GA 19. ÖJT II/1, 10.

18 Etwa OGH 17.7.2018, 4 Ob 8/18g.

19 Etwa OGH 27.4.2017, 2 Ob 99/16x.

20 Etwa OGH 26.1.2017, 3 Ob 190/16m.

21 Etwa OGH 23.5.2018, 3 Ob 191/17k.

22 Köndgen, BKR 2011, 283 (285).

23 Eidenmüller, JZ 2011, 814 (816); vgl auch Lerch, Anlageberater 82 ff mwN.

und Selbstüberschätzung als Entscheidungsfaktoren<sup>24</sup> – genauso bei wie die natürlichen Grenzen der Aufnahmefähigkeit.<sup>25</sup> Angesichts dieser Schwachstellen wird in der Literatur vom „Scheitern des Informationsmodells in der Realität“ gesprochen.<sup>26</sup>

## B. Aufsichtsrechtlicher Bezugsrahmen

Vor diesem tristen Hintergrund hat der EU-Gesetzgeber durch die überarbeitete Richtlinie MiFID II<sup>27</sup> und die flankierende Verordnung MiFIR<sup>28</sup> neue Rahmenbedingungen für den Finanzmarkt geschaffen und dabei wesentlich härtere Anlegerschutzmaßnahmen implementiert.<sup>29</sup> Während die MiFID II nunmehr zur Durchführung eines unternehmensinternen Produktgenehmigungsverfahrens zwingt, dem sich die Untersuchung an anderer Stelle widmet,<sup>30</sup> stärkt die MiFIR nämlich unmittelbar die Rolle der Aufsichtsbehörden: Art 40 ff MiFIR sehen ein weitreichendes Produktinterventionsrecht vor.<sup>31</sup>

Interventionsmaßnahmen kommen danach zunächst in Betracht, wenn eine „Gefahr für das ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität der Finanz- oder Warenmärkte“ besteht, was im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter behandelt wird.<sup>32</sup> Im Zentrum steht vielmehr die Anlegerschutzintervention, die ein Einschreiten bei „erhebliche[n] Bedenken für den Anlegerschutz“ ermöglicht.<sup>33</sup> In derartigen Gefahrensituationen kann die Behörde nunmehr durch ein Verbot oder eine Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs oder Verkaufs des Finanzinstruments, das die Anlegerschutz-

---

24 Zimmer, JZ 2014, 714 (716 f); Eidenmüller, JZ 2011, 814 (816 f); jeweils mwN.

25 Eidenmüller, JZ 2011, 814 (816); außerdem Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1 (1 ff); Möllers/Poppele, ZGR 2013, 437 (456 f); Stabl, Information Overload 68 ff; zum Ganzen auch Gläßner, Beschränkung 30 ff.

26 Kalss, GA 19. ÖJT II/1, 22.

27 RL 2014/65/EU.

28 VO (EU) Nr. 600/2014.

29 Kritisch aus volkswirtschaftlicher Sicht Paul/Schröder/Schumacher, ZBB 2019, 126 (126 ff).

30 Siehe unten, S 119 ff.

31 Art 15 ff PRIIP-VO (zur PRIIP-VO unten, S 163 ff) erstrecken das Interventionsrecht auf Versicherungsanlageprodukte. Aufgrund der gleichen Ausgestaltung lassen sich die Ausführungen auch auf diese Grundlage übertragen, weshalb sie in der Folge nicht eigens angeführt wird. Allgemein zu behördlichen Eingriffsbefugnissen am Kapitalmarkt Lehmann/Zetzsche in Schwark/Zimmer, KK<sup>5</sup> § 15 WpHG Rz 8 ff.

32 Eingehend dazu Klingenbrunn, Produktverbote 257 ff.

33 Weitere Voraussetzungen sind jeweils etwa, dass das bestehende Aufsichtsrecht für die Problemlösung nicht ausreicht, die Maßnahme nicht unverhältnismäßig oder diskriminierend ist und bestimmte Verfahrensvorschriften eingehalten werden.

bedenken aufwirft, oder der missbilligten Finanztätigkeit oder -praxis reagieren.<sup>34</sup>

Die nähere Ausgestaltung der Eingriffsvoraussetzungen ist dabei einem untergeordneten Rechtsakt<sup>35</sup> vorbehalten,<sup>36</sup> den die Kommission in Form einer Delegierten Verordnung erlassen hat.<sup>37</sup> Deren Art 19 ff nennen als maßgebende Faktoren etwa den „Grad der Komplexität des Finanzprodukts“, das „Ausmaß möglicher negativer Auswirkungen“ und das „Maß an Transparenz des Finanzinstruments“.<sup>38</sup> Neben solchen Produktmerkmalen ist auch die „Art der Kunden, an die ein Finanzinstrument [...] verkauft wird“, relevant, wobei zunächst berücksichtigt werden soll, „ob es sich bei dem Kunden um einen Kleinanleger, einen professionellen Kunden oder eine geeignete Gegenpartei handelt“.<sup>39</sup> Damit wird an die Anlegerkategorien der MiFID II angeknüpft, die den Kleinanleger vom professionellen Kunden unterscheidet.<sup>40</sup> Im Ergebnis sind danach im Wesentlichen alle Kunden, die keine institutionellen Anleger (wie Kreditinstitute oder Versicherungen) oder sehr große Unternehmen sind, Kleinanleger.<sup>41</sup> Es handelt sich also um einen äußerst weiten Begriff, der etwa auch mittelgroße Unternehmen<sup>42</sup> oder Privatpersonen, die einen beträchtlichen Geldbetrag anlegen, erfasst. Die österreichischen und deutschen Umsetzungsbestimmungen sprechen angesichts dessen von „Privatkunden“,<sup>43</sup> was freilich ebenfalls verkürzt ist, weil die Verfolgung privater Zwecke gerade nicht notwendig ist.<sup>44</sup>

Dabei liegt die Vermutung nahe, dass die Produktintervention aus Anlegerschutzgründen regelmäßig bloß den Vertrieb an Kleinanleger als die typisiert schutzbedürftigste Anlegergruppe betreffen wird.<sup>45</sup> Die DelVO engt die eigentliche Zielgruppe indes noch zusätzlich ein. Danach spielen nämlich

34 Vgl Art 42 Abs 1 lit a und b MiFIR; eingehend zu den formellen und materiellen Voraussetzungen N. Raschauer, ZFR 2020, 56 (59 ff); Wolfbauer in Brandl/Saria, WAG<sup>2</sup> § 90 Rz 163 ff.

35 Vgl Art 290 AEUV; siehe noch S 120 zum Lamfalussy-Verfahren.

36 Vgl Art 40 Abs 8, 41 Abs 8, 42 Abs 7 MiFIR, die auch rudimentäre Vorgaben an den Durchführungsrechtsakt enthalten.

37 Delegierte VO (EU) 2017/567.

38 Vgl Art 21 Abs 2 DelVO. Eingehend zu den verschiedenen Kriterien Klingensbrunn, Produktverbote 269 ff; Bußalb, WM 2017, 553 (554 f).

39 Art 21 Abs 2 lit c DelVO.

40 Art 4 Abs 1 Z 10 und 11 MiFID II. Geeignete Gegenparteien sind eine Untergruppe der professionellen Kunden, vgl Art 30 Abs 2 MiFID II.

41 Vgl Anhang II zur MiFID II.

42 Vgl Koch/Harnos in Schwark/Zimmer, KK<sup>5</sup> § 67 WpHG Rz 23.

43 § 1 Z 36 WAG; § 67 Abs 3 WpHG.

44 Zur Begrifflichkeit etwa Rabl in Gruber/Raschauer, WAG<sup>1,01</sup> § 58 Rz 3; Bülow in FS Nobbe 495 (503).

45 Die bisherigen Maßnahmen, die jeweils den Vertrieb an Kleinanleger beschränken, bestätigen diese Vermutung; siehe dazu gleich unten, S 6 ff.

auch Qualifikation, Befähigung, Bildungsstand und Erfahrung der Kunden, deren wirtschaftliche Situation und ihre finanziellen Ziele (etwa Altersvorsorge oder Eigenheimfinanzierung) eine Rolle.<sup>46</sup> Bislang haben die Behörden diese weiteren Abstufungen zwar noch nicht berücksichtigt, sondern jeweils an die Kategorie der Kleinanleger angeknüpft.<sup>47</sup> Insgesamt wird aber deutlich, dass eine Intervention nach dem unionsrechtlichen Konzept umso eher in Betracht kommt, je gefährlicher das konkrete Produkt und je verletzlicher die betroffene Anlegergruppe ist.<sup>48</sup>

### C. Stoßrichtung und Behördenpraxis

So nachvollziehbar diese Grundidee ist, so unbestimmt ist sie im Einzelnen. Auch die Vorgaben der DelVO lassen den Aufsichtsbehörden schließlich einen erheblichen Ermessensspielraum, womit sich *Grigoleits* Befürchtung bestätigt, dass es kaum sinnvoll möglich sein dürfte, „präzise Verbotskriterien für ‚absolut nachteilige‘ Finanzprodukte zu formulieren.“<sup>49</sup> Mit Blick auf das Regelungsanliegen der Intervention führt freilich ohnehin kein Weg an dieser Offenheit vorbei, weil es letztlich gleichgültig ist, wovon erhebliche Anlegerschutzbedenken ausgehen. Die Behörde benötigt dementsprechend eine Grundlage für flexible und auf die konkrete Gefahrensituation abgestimmte Eingriffe, weshalb präzisere Verbotskriterien zwangsläufig in einem Spannungsverhältnis zum Ziel des Anlegerschutzes stünden.

Dass unterschiedliche Fälle unterschiedliche Reaktionen notwendig machen, bestätigt nämlich nicht zuletzt die bisherige Behördenpraxis.<sup>50</sup> Dabei konnte die deutsche BaFin eine Vorreiterrolle einnehmen, weil § 4b WpHG aF das Interventionsrecht bereits im Vorgriff zur MiFIR verankerte.<sup>51</sup>

---

46 Art 21 Abs 2 lit c DelVO; *Gurlit* in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR<sup>7</sup> Art 42 MiFIR Rz 17f.

47 Siehe gleich unten, S 7ff. Dass in manchen Fällen ein Übermaß an Schutz besteht, wird sich freilich nicht vermeiden lassen. Die verbotserlassende Behörde muss den erfassten Kundenkreis schließlich irgendwie abstrakt umreißen und damit notwendigerweise typisieren, womit unerwünschte Einzelfallergebnisse zwingend einhergehen können; vgl etwa *Riesenhuber*, ZBB 2014, 134 (138); speziell zu den Kundenkategorien *Fuchs* in *Fuchs*, WpHG<sup>2</sup> § 31a Rz 10. Daran würde auch der in der Literatur gemachte Vorschlag, nicht an die MiFID-Kundenkategorien, sondern an den (welchen?) Verbraucherbegriff anzuknüpfen, nichts ändern; vgl *Seitz*, WM 2017, 1883 (1887f); *Buck-Heeb*, BKR 2017, 89 (93, 97f); im Lichte der Verhältnismäßigkeit für eine „maßvolle Anwendung“ außerdem *Ehlers*, WM 2017, 420 (424f).

48 Vgl *Veil* in Bankrechtstag 2017, 159 (169). Das wird auch daran deutlich, dass bei strukturierten Einlagen zu prüfen ist, ob sie von einem Einlagensicherungssystem erfasst sind (Art 21 Abs 2 lit c DelVO).

49 *Grigoleit*, ZHR 177, 264 (305).

50 Siehe auch den Überblick bei *Veil* in Bankrechtstag 2017, 159 (163ff).

51 § 4b WpHG idF dBGBI I 2015/28, der durch das Inkrafttreten der MiFIR abgelöst wurde.