



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
Goethe-Universität Frankfurt am Main

Prof. Dr. Andreas Cahn

DIE SOG. GESPALTENE AUSLEGUNG IM
KAPITALMARKTRECHT



WORKING PAPER No 156



Prof. Dr. Theodor Baums

Prof. Dr. Andreas Cahn

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
IM HOUSE OF FINANCE
DER GOETHE UNIVERSITÄT FRANKFURT
CAMPUS WESTEND
THEODOR-W.-ADORNO-PLATZ 3
60629 FRANKFURT AM MAIN

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

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

WWW.ILF-FRANKFURT.DE

Andreas Cahn

Die sog. gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 156/2019

Die sog. gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht

Andreas Cahn

1. Einleitung

Bei der sog. gespaltenen Auslegung geht es um die Frage, ob ein- und dieselbe gesetzliche Bestimmung im Hinblick auf verschiedene an ihre Verletzung anknüpfende Rechtsfolgen unterschiedlich zu verstehen sein kann. Ausgangspunkt für diese Fragestellung ist der Umstand, dass Normverletzungen häufig neben zivil- rechtlichen Rechtsfolgen, insbesondere Schadensersatzpflichten nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. dem jeweils verletzten Schutzgesetz oder dem (zeitweiligen) Verlust der Rechte aus betroffenen Aktien nach §§ 44 WpHG, 59 WpÜG, und aufsichtsrechtlichen Eingriffen wie etwa Untersagungs- und Verbotsverfügungen,¹ auch Strafen oder Geldbußen nach sich ziehen können. Strafen oder Geldbußen dürfen gemäß Art. 103 Abs. 2 GG, § 3 OWiG nur in den Grenzen des Wortlauts der jeweiligen Norm verhängt werden. Demgegenüber ist eine über den Gesetzeswortlaut hinausgehende, analoge Normanwendung als Grundlage für zivil- oder verwaltungsrechtliche Rechtsfolgen ohne Sanktionscharakter zulässig und sogar geboten, wenn der Normzweck es erfordert.

Die Zulässigkeit einer solchen gespaltenen Gesetzesanwendung² ist in Rechtsprechung und Schrifttum etwa mit Blick auf folgende Themen erörtert worden: Die Reichweite der Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG a. F. (jetzt §§33 ff. WpHG),³ etwa im Hinblick auf Derivatepositionen, die vor der Erweiterung von § 25 WpHG a. F. (jetzt § 38 WpHG) vom Gesetzeswortlaut nicht erfasst waren,⁴ die Qualifikation von Treugebern als Primärinsider unter Geltung der ursprünglichen Fassung von § 14 Abs. 1 Nrn. 2 und 3 WpHG,⁵ die Auslegung der Einzelfallausnahme nach §§ 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG,⁶ 22 Abs. 2 Satz 1 Halbs. 2 WpHG a. F. (jetzt § 34 Abs. 2 Satz 1 WpHG),⁷ die Einbeziehung von Treuhändern in den Kreis der Zurechnungsadressaten nach § 22 Abs. 2 WpHG a. F. (jetzt § 34 Abs. 2 WpHG)⁸ sowie in jüngster Zeit die Einordnung von Bitcoins als Finanzinstrumente i.S.v. § 1 Abs. 1 Nr. 7 Alt. 2 KWG.⁹

¹ Für das Wertpapierhandelsrecht vgl. etwa § 6 Abs. 2 Satz 4 und 5, Abs. 6-8 und Abs. 10 WpHG.

² Da es um die analoge Anwendung Bestimmungen jenseits der Grenzen der Normauslegung geht, trifft der üblicherweise verwendete Begriff „gespaltene Auslegung“ genau genommen nicht den Kern des Problems.

³ Cahn AG 1997, 502, 503.

⁴ U. H. Schneider/Anzinger ZIP 2009, 1, 8 f.

⁵ Cahn ZHR 162 (1998), 1, 5 ff.

⁶ BGHZ 169, 98, 105 f. Rn. 17 „WMF“; ausführlich dazu mit Blick auf die hier erörterte Fragestellung Hammen Der Konzern 2009, 18 ff.

⁷ BGH ZIP 2018, 2214, 2219 Rn. 39.

⁸ BGHZ 190, 291, 299 Rn. 33.

⁹ KG ZIP 2018, 2015, 2017.

2. Zwecke der gespaltenen Auslegung

Die Straf- oder Bußgeldbewehrung soll den betreffenden Verhaltenspflichten „*verstärkten* ...*Schutz*“ verleihen.¹⁰ Das Gesetz trägt damit dem Umstand Rechnung, dass die Durchsetzung zivilrechtlicher Sanktionen nicht selten wegen fehlender Informationen und mangelndem Anreiz der Anspruchsberechtigten, Schwierigkeiten beim Nachweis der Kausalität oder eines ersatzfähigen Schadens wenig effektiv und daher nur bedingt geeignet ist, Normverstößen vorzubeugen. Demgegenüber können Straf- oder Bußgeldandrohungen erhebliche präventive Wirkung entfalten. Das liegt zum einen an der Schärfe der Sanktionen, die wegen der Bemessung von Geldbußen gegenüber juristischen Personen und Personenvereinigungen nach deren Jahresgesamtumsatz¹¹ auch im Bereich der Ordnungswidrigkeiten sehr erheblich sein kann. Hinzu kommt zum anderen die Aussicht auf Verfolgung durch staatliche Behörden mit weit gehenden Ermittlungsbefugnissen.

Durch die Straf- oder Bußgeldbewehrung bringt der Gesetzgeber mithin zum Ausdruck, dass ihm die Durchsetzung einer bestimmten Verhaltenspflicht besonders wichtig ist. Dieses Anliegen würde in sein Gegenteil verkehrt, wenn man die Straf- oder Bußgeldbewehrung zum Anlass nähme, das Analogieverbot auch jenseits dieser repressiven Sanktionen anzuwenden und auf diese Weise die zweckgerechte Durchsetzung der Verhaltenspflicht zu erschweren.¹² Der Gesetzgeber soll auf Sanktionen des Straf- oder Ordnungswidrigkeitenrechts nicht deswegen verzichten müssen, weil er dadurch eine über den Wortlaut hinausgehende Auslegung oder eine entsprechende Anwendung der betreffenden Verhaltenspflichten auch im Hinblick auf zivil- oder verwaltungsrechtliche Sanktionen ausschließen würde.¹³ Die gespaltene Auslegung will daher sowohl der Verhaltensnorm als auch dem daran anknüpfenden Sanktionsregime zu bestmöglicher Durchsetzung verhelfen.¹⁴

Handelt es bei der Verhaltensnorm um eine Bestimmung, die Vorgaben einer europäischen Richtlinie umsetzen soll, kann eine gespaltene Auslegung zwingend geboten sein, um einen dem Zweck der Richtlinie entsprechenden Anwendungsbereich der betreffenden Regelung sicherzustellen. Anderenfalls bestünde die Gefahr, dass der nationale Gesetzgeber ihren Anwendungsbereich durch Straf- oder Bußgeldbewehrung in unionrechtswidriger Weise verkürzt.

¹⁰ So die BegrRegE zu § 31 des Entwurfs eines Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz), BT Drucks. 12/6679 v. 27. 1. 1994, S. 57.

¹¹ Vgl. für das Kapitalmarktrecht etwa § 120 Abs. 17-23 WpHG.

¹² *Verse NZG* 2009, 1331, 1334; *Segna ZGR* 2015, 84, 98 f.; *Poelzig ZBB* 2019, 1, 7; *Cahn ZHR* 162 (1998), 1, 10.

¹³ *Cahn ZHR* 162 (1998), 1, 11.

¹⁴ *Poelzig ZBB* 2019, 1, 7.

3. Methodische Einwände gegen gespaltene Auslegung

Gegen die Zulässigkeit einer gespaltenen Auslegung wird eine Reihe von Gründen geltend gemacht, die sich bei näherer Betrachtung indessen durchweg als nicht tragfähig erweisen.

Eingewandt wird zunächst, aus der Straf- oder Bußgeldbewehrung der betreffenden Vorschriften folge, dass sie wortlautgemäß zu verstehen und daher Analogien zu Lasten des Betroffenen durch Art. 103 Abs. 2 GG, § 3 OWiG auch insoweit ausgeschlossen seien, als zivil- oder aufsichtsrechtliche Rechtsfolgen eines Normverstößes in Frage stünden.¹⁵ Damit wird offensichtlich vorausgesetzt, was zu begründen wäre. Das Analogieverbot gilt für Strafen und Geldbußen. Für zivil- oder aufsichtsrechtliche Sanktionen ist es dagegen bedeutungslos.¹⁶ Nur für sie lässt aber die gespaltene Auslegung ein über die Grenzen des Wortlauts hinausgehendes Gesetzesverständnis zu, soweit der Zweck der Verhaltensnorm dies erfordert.

Weiter wird geltend gemacht, gespaltene Auslegung sei mit dem Gedanken der Einheit der Rechtsordnung nicht zu vereinbaren.¹⁷ Sowohl Strafen und Geldbußen als auch zivilrechtliche Rechtsfolgen hätten primär Sanktionscharakter und sollten gesetzmäßiges Verhalten sicherstellen. Es handele sich um „zwei Seiten derselben Medaille“, so dass ein und dasselbe Verhalten nicht gespalten beurteilt werden könne. Es sei zulässig oder verboten, könne aber nicht zivil- oder aufsichtsrechtlich sanktioniert werden, jedoch im Übrigen straffrei bleiben.¹⁸

Damit wird indessen dem Grundsatz der Einheit der Rechtsordnung ein Inhalt zugeschrieben, den er nicht hat. Der Grundsatz soll ausschließen, dass Normadressaten sich miteinander unvereinbaren Geboten verschiedener Teile der Rechtsordnung ausgesetzt sehen. Die gespaltene Auslegung begründet indessen keinen solchen Normenwiderspruch. Sie führt nicht dazu, dass das Zivil- oder Aufsichtsrecht etwas gebieten würde, was Normen des Straf- oder Ordnungswidrigkeitenrechts verbieten oder umgekehrt.¹⁹

Das zeigt exemplarisch ein Beispiel, das im Schrifttum als Beleg für die These angeführt wird, gespaltene Auslegung setze Normadressaten dem Dilemma miteinander unvereinbaren Pflichten

¹⁵ BGHZ 169, 98, 105 f. Rn. 17 „WMF“; BGHZ 190, 291, 299 Rn. 33; BGH ZIP 2018, 2214, 2219 Rn. 39; KG ZIP 2018, 2015, 2017; *Pentz* ZIP 2003, 1478, 1480; *Casper* ZIP 2003, 1469, 1473; *Merkner* AG 2012, 199, 200; *Schwark* in Schwark/Zimmer, KMRK, 4. Aufl. 2010, Einl WpHG Rn. 34.

¹⁶ BVerfG ZIP 2006, 1484, 1485 Rn. 23; BVerwG NJW 1998, 2690, 2692; *U. H. Schneider* in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Vor § 33. Rn. 48; *Hirte* in KölnKomm WpHG, 2. Aufl. 2014, § 21 Rn. 7; *Koppensteiner* in KölnKommAktG, 3. Aufl. 2004, Anh § 22 §§ 21 ff. WpHG Rn. 9; *Bednarz* AG 2005, 835, 836; *Grundmann* in Ebenroth/Boujong/Strohn/Joost HGB, 3. Aufl. 2015, Bank- und Börsenrecht VI Rn. 32; *Hammen*, Der Konzern 2009, 18, 20 f.; *Kalss* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 20 Rn. 45; *Poelzig* ZBB 2019, 1, 6; *U. H. Schneider/Anzinger* ZIP 2009, 1, 9; *Wilke*, Grenzen einheitlicher Rechtsanwendung von Ver- und Geboten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), 2010, S. 299 ff, 358 f.

¹⁷ *Zimmermann* in Fuchs, WpHG, 2. Aufl. 2016, Vor §§ 21-30 Rn. 25; *von Bülow* in KölnKomm WpHG, 2. Aufl. 2014, § 22 Rn. 40; *Veil/Dolff* AG 2010, 385, 389, *von Bülow/Petersen* NZG 2009, 1373, 1376.

¹⁸ *Liebscher* ZIP 2002, 1005, 1009.

¹⁹ *Poelzig* ZBB 2019, 1, 6.

aus. Dieser Einwand ist vor allem als Kritik an einer Entscheidung des OLG München²⁰ erhoben worden, die einem Treuhänder nach § 22 Abs. 2 WpHG a. F. (jetzt: § 34 Abs. 2 WpHG) Stimmrechte aus Aktien zugerechnet hat, hinsichtlich derer sein Treugeber sich mit den betreffenden Aktionären abgestimmt hatte. Ließe man eine solche über den Wortlaut der Vorschrift hinausgehende Anwendung von § 22 Abs. 2 WpHG zu, könnten sich zwei unterschiedliche, einander möglicherweise widersprechende Maßstäbe für die Erfüllung kapitalmarktrechtlicher Pflichten ergeben.²¹ Wenn etwa im Hinblick auf zivilrechtliche und ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen unterschiedliche Stimmrechtsmitteilungen geboten seien, befände sich der Meldepflichtige in einer ausweglosen Lage. Welche Meldung der Betroffene auch abgebe, würden ihm wahlweise die BaFin oder die Zivilgerichte bescheinigen, er habe seine Beteiligung noch immer nicht korrekt gemeldet und unterliege nach wie vor einem Rechtsverlust bzw. handle ordnungswidrig. So werde der Adressat der vermeintlichen Zusatzpflicht also überhaupt erst durch deren Erfüllung dem Vorwurf rechtswidrigen Verhaltens ausgesetzt. Seine Verhaltenspflicht zu spalten, erweise sich als schlicht unmöglich.²²

Dagegen ist zu Recht eingewandt worden, dass eine gespaltene Auslegung keineswegs derartigen „Teufelskreis“ begründen würde, der dem Meldepflichtigen keinen Ausweg rechtmäßigen Verhaltens ließe.²³ Gäbe er nämlich eine der erweiternden Auslegung oder analogen Normanwendung entsprechende Mitteilung ab, handelte er in jeder Hinsicht rechtmäßig. Auch im Hinblick auf den Bußgeldtatbestand des § 39 Abs. 2 Nr. 2 e WpHG a. F. (jetzt § 120 Abs. 2 Nr. 2) WpHG) läge kein Verstoß gegen § 21 WpHG a.F. (jetzt § 33 WpHG) vor, weil dessen entsprechende Anwendung insoweit als eine zulässige Analogie zu Gunsten des Täters zu qualifizieren wäre.²⁴ Käme der Meldepflichtige hingegen der in Rechtsfortbildung erweiterten Rechtspflicht nicht nach, handelte er rechtswidrig und müsste zivilrechtliche Sanktionen und aufsichtsrechtliche Maßnahmen gewärtigen. Die Verhängung eines Bußgeldes schiede allerdings wegen des dann eingreifenden Analogieverbots aus.²⁵ Wie das Beispiel zeigt, begründet gespaltene Auslegung keineswegs die Gefahr miteinander unvereinbaren Normbefehle, die als Verstoß gegen den Grundsatz der Einheit der Rechtsordnung anzusehen wäre.

Ein solcher Widerspruch innerhalb der Rechtsordnung liegt auch nicht darin, dass ein Verhalten rechtswidrig und daher Grundlage zivilrechtlicher Schadensersatzforderungen oder

²⁰ NZG 2009, 1386, 1387 f.

²¹ *Veil/Dolff* AG 2010, 385, 389; *von Bülow/Petersen* NZG 2009, 1373, 1376.

²² *Fleischer/Bedkowski* DStR 2010, 933, 937.

²³ *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1215.

²⁴ Dagegen *Segna* ZGR 2015, 84, 102 Fn. 89, der das Argument aber möglicherweise missversteht: Die entsprechende Anwendung von § 21 WpHG hat zur Folge, dass die Mitteilung zutreffend ist, so dass keine Geldbuße verhängt werden kann, obwohl die Mitteilung nach dem Wortlaut der Norm unzutreffend wäre.

²⁵ *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1215; *Segna* ZGR 2015, 84, 102.

aufsichtsrechtlicher Maßnahmen sein kann, ohne zugleich Strafen oder Geldbußen auszulösen.²⁶ Ebenso wenig schließt der Grundsatz der Einheit der Rechtsordnung es aus, dass derselbe Begriff innerhalb derselben Norm je nach seinem Zweck unterschiedlich auszulegen sein kann. Prominentestes Beispiel im Wirtschaftsrecht dürfte der Unternehmensbegriff sein, der etwa im Aktienrecht in ein und derselben Vorschrift im Hinblick auf herrschende und abhängige Unternehmen in unterschiedlichem Sinne interpretiert wird, weil der Zweck der Normen, die an die Definitionsvorschriften der §§ 15 ff. AktG anknüpfen, dies erfordern.²⁷

Schließlich liegt in der gespaltenen Auslegung auch kein Widerspruch zu den Grundsätzen der juristischen Methodenlehre und der allgemeinen Dogmatik,²⁸ sondern eine Ausprägung des Prinzips der teleologischen Gesetzesanwendung, die dem Zweck des Gesetzes bestmöglich Geltung verschaffen soll. In der kapitalmarktrechtlichen Diskussion ist zu Recht darauf hingewiesen worden, dass die gespaltene Auslegung im Kartell- und Verwaltungsrecht seit langem anerkannt ist.²⁹ So hat etwa das BVerwG wiederholt entschieden, das Analogieverbot habe lediglich zur Folge, dass der einschlägige Bußgeldtatbestand nicht zum Zuge komme.³⁰ Davon unberührt bleibe jedoch die Ermächtigung der Verwaltungsbehörde, den Rechtsverstoß festzustellen, einen auf künftige Unterlassung gerichteten Verwaltungsakt zu erlassen und diesen notfalls mit Mitteln des Verwaltungszwangs durchzusetzen. Diese Rechtsprechungslinie ist vom BVerfG ausdrücklich bestätigt worden. Danach unterliegt ein verwaltungsrechtlicher Erlaubnistatbestand, den eine Strafvorschrift in Bezug nimmt, nicht generell, sondern nur insoweit den Beschränkungen des Art. 103 Abs. 2 GG, als er in Ausfüllung der strafrechtlichen Blankettnorm herangezogen und damit selbst zum Teil der Strafnorm wird.³¹

Fehl geht auch der Vorwurf, eine Auslegung, die sich über den Wortlaut eines strafrechtlichen Schutzgesetzes hinwegsetze, bedeute de facto die richterrechtliche Ausweitung des Schutzbereichs, den der Gesetzgeber der betreffenden Bestimmung beigelegt habe.³² Zunächst ist festzuhalten, dass gespaltene Auslegung die Grenzen des Wortlauts der Verhaltensnorm streng beachtet, soweit es darum geht, Gesetzesverstöße durch Strafen oder Geldbußen zu sanktionieren. Sie setzt sich daher gerade nicht über die Grenzen eines strafrechtlichen Schutzgesetzes hinweg. Zutreffend ist hingegen, dass gespaltene Gesetzesanwendung es ermöglichen soll, zivilrechtlichen und verwaltungsrechtlichen Sanktionen ein über den Wortlaut der Verhaltensnorm hinausgehendes

²⁶ *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1215; *Segna* ZGR 2015, 84, 102; *Poelzig* ZBB 2019, 1, 6.

²⁷ Ausführlich dazu etwa *Mülbert* ZHR 163 (1999), 1 ff.

²⁸ So aber *Fuchs* in *Fuchs*, WpHG, 2. Aufl. 2016, Einl. Rn. 106.

²⁹ *Oechsler* ZIP 2011, 449, 452.

³⁰ Vgl. etwa BVerwG NJW 1998, 2690, 2692; BVerwG NZG 2005, 265, 270.

³¹ BVerfG ZIP 2006, 1484, 1485 Rn. 23; dazu etwa *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1215; *Segna* ZGR 2015, 84, 99 f.; *Verse* NZG 2009, 1331, 1334.

³² *Assmann* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Einl. Rn. 35; *Fuchs* in *Fuchs*, WpHG, 2. Aufl. 2016, Einl. Rn. 106; ähnl. KG ZIP 2018, 2015, 2017.

Gesetzesverständnis zugrunde zu legen. Insoweit unterscheidet sie sich aber nicht von jeder anderen Analogiebildung, für die der Nachweis zu führen ist, dass sie eine Lücke zwischen dem unzulänglichen Gesetzeswortlaut und dem darüber hinausgehenden Regelungsplan des Gesetzes schließt.³³ Daraus ergibt sich zugleich das Bedürfnis für gespaltene Auslegung,³⁴ denn ohne sie müsste man hinnehmen, dass der Zweck der Verhaltensnorm wegen einer Straf- oder Bußgeldbewehrung nur unvollkommen erreicht werden könnte.³⁵

Gegen eine gespaltene Auslegung wird schließlich geltend gemacht, Emittenten und Investoren dürfe nicht noch mehr Rechtsunsicherheit zugemutet werden,³⁶ die vor allem im Zusammenhang mit Hauptversammlungen von börsennotierten Unternehmen zu erheblichen Problemen führen könne.³⁷ Die diesem Bedenken unausgesprochen zugrunde liegende Annahme, die Pflichten der Kapitalmarktakteure ließen sich ohne weiteres dem Gesetzeswortlaut entnehmen, ist indessen unrealistisch.³⁸ Ganz unabhängig von Themen, bei denen gespaltene Auslegung eine Rolle spielt, gibt es im Kapitalmarktrecht und anderen Bereichen des Wirtschaftsrechts eine Vielzahl ungeklärter Auslegungs- und Streitfragen, von denen der stetig anschwellende Umfang der diversen Erläuterungswerke beredtes Zeugnis ablegt. Die einzige Besonderheit gespaltener Auslegung ist, dass für Verstöße gegen den im Wege der Analogiebildung erweiterten Teil des Anwendungsbereichs der Norm keine Strafen oder Geldbußen verhängt werden.³⁹ Darin liegt aber keine für den Rechtsverkehr unzumutbare Rechtsunsicherheit, die es verbieten könnte, dem Regelungszweck des Gesetzes im Übrigen, d.h. als Grundlage für zivil- oder verwaltungsrechtliche Rechtsfolgen, Geltung zu verschaffen

4. Unionsrechtliche Einwände gegen gespaltene Auslegung

a) Gespaltene Auslegung und Europäische Richtlinien

Neben den soeben erörterten methodischen Einwänden werden gegen die Zulässigkeit gespaltener Auslegung auch unionsrechtliche Bedenken geltend gemacht. Insbesondere wird behauptet, der EuGH habe in der *Grøngaard und Bang*-Entscheidung⁴⁰ eine gespaltene Richtlinienauslegung und damit auch eine gespaltene Auslegung nationalen Rechts abgelehnt.⁴¹ Diese Einschätzung beruht indessen auf einer unzulässigen Verkürzung der Kernaussagen der Entscheidung, die im Gegenteil

³³ *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1215;

³⁴ Das *Veil/Dolff* AG 2010, 385, 389 abstreiten.

³⁵ *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1215;

³⁶ *Von Bülow* in KölnKomm WpHG, 2. Aufl. 2014, § 22 Rn. 40; *Veil/Dolff* AG 2010, 385, 389.

³⁷ *Brellochs* ZIP 2011, 2225, 2227.

³⁸ *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1215;

³⁹ *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1215;

⁴⁰ EuGH v. 22. 11. 2005, Rs C-384/02, ZIP 2006, 123 (*Grøngaard und Bang*).

⁴¹ *Assmann* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Einl. Rn. 35; *Fleischer/Bedkowski* DStR 2010, 933, 937.

zeigen, dass gespaltene Auslegung notwendig sein kann und vom EuGH akzeptiert wird, um Verstöße nationalen Rechts gegen unionsrechtliche Vorgaben zu vermeiden.⁴²

Europäische Richtlinien verlangen üblicherweise, dass die Mitgliedstaaten bei Verstößen gegen die zur Umsetzung erlassenen Bestimmungen wirksame, verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen vorsehen, ohne Art und Inhalt solcher Sanktionen vorzuschreiben.⁴³ Die Art der Sanktionen, die ein Mitgliedstaat zur Umsetzung solcher Bestimmungen anordnet, kann nicht die Auslegung der europäischen Verhaltensnormen und der zu ihrer Umsetzung erlassenen mitgliedstaatlichen Vorschriften beeinflussen. Anderenfalls bestünde in Mitgliedstaaten, die bei Verstößen nur zivil- und verwaltungsrechtliche Sanktionen vorsehen, bei der Auslegung der MAR größerer Spielraum als in Mitgliedstaaten, die Verstöße (auch) als Straftaten oder Ordnungswidrigkeiten ahnden. Dementsprechend hat der EuGH in der *Grøngaard und Bang*-Entscheidung klargestellt, dass die Auslegung des Anwendungsbereichs einer Richtlinie nicht davon abhängen kann, ob sie in einem zivil-, verwaltungs- oder strafrechtlichen Verfahren geltend gemacht wird.⁴⁴ Ein durch den Normzweck gebotenes Verständnis unionsrechtlicher Bestimmungen über die Grenzen des Wortlauts hinaus wird also nicht grundsätzlich durch mitgliedstaatliche Sanktionen mit Strafcharakter ausgeschlossen. Der Gerichtshof hat andererseits darauf hingewiesen, „*dass die Verpflichtung des nationalen Gerichts, bei der Auslegung der einschlägigen Bestimmungen seines nationalen Rechts auf den Inhalt einer Richtlinie abzustellen, Grenzen hat, insbesondere wenn eine solche Auslegung dazu führt, auf der Grundlage der Richtlinie und unabhängig von einer zu ihrer Durchführung erlassenen Regelung die strafrechtliche Verantwortlichkeit derjenigen, die gegen ihre Bestimmungen verstoßen, zu begründen oder zu verschärfen*“,⁴⁵ mithin der, auch unionsrechtlich anerkannte, Grundsatz *nulla poena sine lege* bei der Anwendung von unionsrechtlich geprägtem Recht der Mitgliedstaaten Geltung beansprucht.

Gespaltene Auslegung sorgt dafür, dass sowohl eine dem Normzweck entsprechende Auslegung der in Umsetzung unionsrechtlicher Vorgaben erlassenen Verhaltensnormen über die Grenzen ihres Wortlauts hinaus als auch die Einhaltung des *nulla poena*-Grundsatzes möglich ist. Nur durch gespaltene Auslegung lässt sich sicherstellen, dass unionsrechtliche geprägte nationale Vorschriften in allen Mitgliedstaaten unabhängig von der Art der jeweils vorgesehenen Sanktionen einheitlich ausgelegt werden. Entgegen einer im Schrifttum geäußerten Befürchtung hat gespaltene Auslegung

⁴² *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1216; *Poelzig* ZBB 2019, 1, 7; *Kalss* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 20 Rn. 45.

⁴³ Vgl. etwa Art. 28 Abs. 1 TransparenzRL (Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU Nr. L 390 v. 31. 12. 2004, S. 38).

⁴⁴ EuGH v. 22. 11. 2005, Rs C-384/02, ZIP 2006, 123, 125 Rn. 28 (*Grøngaard und Bang*).

⁴⁵ EuGH v. 22. 11. 2005, Rs C-384/02, ZIP 2006, 123, 125 Rn. 30 (*Grøngaard und Bang*).

also nicht zur Folge, dass für die Kapitalmarktteilnehmer in den verschiedenen Mitgliedstaaten unterschiedliche Pflichtenmaßstäbe gelten würden,⁴⁶ sondern verhindert dies. Die Ausführungen des EuGH in *Grøngaard und Bang*-Entscheidung sind daher kein Plädoyer gegen, sondern für eine gespaltene Auslegung,⁴⁷ die ein angemessenes Mittel darstellt, um Divergenzen zwischen Unionsrecht und nationalem Recht zu bewältigen.⁴⁸

b) Gespaltene Auslegung und europäische Verordnungen

Anders als Richtlinien, die bis vor wenigen Jahren das gängige Instrument der europäischen Kapitalmarktregulierung waren, begnügt sich das neue Marktmissbrauchsrecht nicht mit abstrakten Vorgaben hinsichtlich des Charakters von Sanktionen, sondern macht den Mitgliedstaaten eine Reihe konkreter Vorgaben. So schreibt etwa Art. 30 Abs. 2 MAR eine Reihe verwaltungsrechtlicher Sanktionen vor, die die Mitgliedstaaten bei Verstößen gegen Artt. 14 und 15, Art. 16 Abs. 1 und 2, Art. 17 Abs. 1, 2, 4, 5 und 8, Art. 18 Abs. 1 bis 6, Art. 19 Abs. 1, 2, 3, 5, 6, 7 und 11 und Art. 20 Abs. 1 MAR vorsehen müssen. Überdies verlangen Artt. 3 bis 6 CRIM-MAD,⁴⁹ dass die Mitgliedstaaten Insider-Geschäfte, Empfehlung an Dritte oder Anstiftung Dritter zum Tätigen von Insider-Geschäften, die unrechtmäßige Offenlegung von Insider-Informationen und Marktmanipulation, die Anstiftung und die Beihilfe zu diesen Taten sowie den Versuch eines Verstoßes von Insider-Geschäften, der Empfehlung an Dritte, der Anstiftung Dritter zum Tätigen von Insider-Geschäften und Marktmanipulation zumindest in schwerwiegenden Fällen und bei Vorliegen von Vorsatz unter Strafe stellen.⁵⁰ Anders als Art. 14 der Marktmissbrauchs-RL 2003⁵¹ oder Art. 28 Abs. 1 der Transparenz-RL,⁵² steht es daher nicht im Ermessen der Mitgliedstaaten, welche wirksamen, verhältnismäßigen und abschreckenden Sanktionen sie festlegen. Vielmehr müssen sie für die von der MAR und der CRIM-MAD bestimmten Fälle jedenfalls auch finanzielle Sanktionen, nach deutschem Recht also Geldbußen oder Strafen, vorsehen.

⁴⁶ So aber *Veil* in K. Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl. 2015, Anh. § 22: Vor §§ 21 ff. WpHG Rn. 7.

⁴⁷ *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1216; *Poelzig* ZBB 2019, 1, 7; *Kalss* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 20 Rn. 45.

⁴⁸ *Schürnbrand* NZG 2011, 1213, 1216; *Segna* ZGR 2015, 84, 105; *Wilke*, Grenzen einheitlicher Rechtsanwendung von Ver- und Geboten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), 2010, S. 354 ff.

⁴⁹ Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl EU Nr. L 173 v. 12.6. 2014, S. 179.

⁵⁰ Umgesetzt in § 119 Abs. 1 i.V.m. § 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG (Marktmanipulation), § 119 Abs. 3 WpHG (Insidergeschäfte), jeweils i.V.m. § 119 Abs. 4 WpHG (Versuchsstrafbarkeit); § 120 Abs. 15 Nrn. 3-5 WpHG (Verstöße gegen Art. 16 MAR), § 120 Abs. 15 Nrn. 6-11 WpHG (Verstöße gegen Art. 17 MAR), § 120 Abs. 15 Nrn. 12-16 WpHG (Verstöße gegen Art. 18 MAR); § 120 Abs. 15 Nrn. 17-22 WpHG (Verstöße gegen Art. 19 MAR), § 120 Abs. 15 Nr. 23 WpHG (Verstöße gegen Art. 20 MAR).

⁵¹ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU Nr. L 96 v. 12. 4. 2003, S. 16.

⁵² Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU NR. L 390 v. 31. 12.2004, S. 38.

Nach der Rechtsprechung des EuGH dürfte es sich in Anbetracht von Art. 30 Abs. 2 MAR und Artt. 3 bis 6 CRIM-MAD bei den im WpHG zur Umsetzung dieser Bestimmungen vorgesehenen Sanktionen i.S.v. Art. 51 Abs. 1 EU-Grundrechtecharta um die Durchführung des Rechts der Union handeln, so dass die durch die Charta garantierten Grundrechte zu beachten sind.⁵³ Gemäß Art. 49 Abs. 1 Satz 1 der EU-Grundrechtecharta darf niemand wegen einer Handlung oder Unterlassung verurteilt werden, die zur Zeit ihrer Begehung nach innerstaatlichem oder internationalem Recht nicht strafbar war. Aus dieser Bestimmung folgt u.a. das Verbot der strafschärfenden Analogie.⁵⁴ Der Begriff „Strafe“ i.S.v. Art. 49 EU-Grundrechtecharta umfasst dabei nicht nur Kriminalstrafen, sondern auch Sanktionen, die durch die Verwaltung verhängt werden, sofern sie repressiven Charakter haben und von einigem Gewicht sind,⁵⁵ also auch erhebliche Geldbußen wegen einer Ordnungswidrigkeit,⁵⁶ und zwar auch dann, wenn es sich beim Betroffenen um eine juristische Person handelt.⁵⁷ Strafen oder Geldbußen, in der Terminologie der europäischen Gesetzgebung „verwaltungsrechtliche finanzielle Sanktionen“,⁵⁸ wegen einer Verletzung der in Art. 30 Abs. 2 MAR aufgeführten Vorschriften oder in den Fällen der Artt. 3 bis 6 CRIM-MAD dürfen also nicht verhängt werden, wenn zwar der Zweck dieser Bestimmungen eine Sanktion gebieten würde, das in Frage stehende Verhalten aber vom Wortlaut dieser Bestimmungen nicht erfasst ist.

Die oben (4.a)) verneinte Frage, ob aus der Entscheidung des EuGH in Sachen *Grøngaard und Bang* die Unzulässigkeit gespaltener Auslegung des zur Umsetzung europäischer Richtlinien erlassenen nationalen Rechts folgt, stellt sich daher hier in anderer Weise. Insbesondere lässt sich mit Blick auf die von der MAR und der CRIM-MAD vorgeschriebenen finanziellen Sanktionen und Strafen nicht argumentieren, der nationale Gesetzgeber könne nicht durch die Wahl der Sanktionsart die Auslegung europäischen Rechts beeinflussen, denn hier beruht die Bewehrung der kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten durch repressive Sanktionen auf unionsrechtlichen Vorgaben. Vielmehr ist es eine Frage des Unionsrechts, ob diejenigen Bestimmungen der MAR, die aufgrund unionsrechtlicher Vorgaben durch Strafen oder repressive verwaltungsrechtliche Sanktionen bewehrt sind, für Zwecke der Anwendung von Rechtsfolgen, für die das Analogieverbot nicht gilt, über die Grenzen des Wortlauts ausgelegt oder entsprechend angewendet werden können.

Die Ausführungen des EuGH in der *Grøngaard und Bang*-Entscheidung stehen einer solchen gespaltenen Auslegung nur auf den ersten Blick entgegen. Mit der Aussage, die Auslegung des

⁵³ Vgl. EuGH v. 26. 2. 2013, Rs. C-617/10 (Åkerberg Fransson), NJW 2013, 1415, 1416 Rn. 21; *Spoerr* in Assmann/U. H. Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Art. 30 VO Nr. 596/2014 Rn. 12.

⁵⁴ Vgl. etwa *Jarass*, Charta der Grundrechte der EU, 3. Auflage 2016, Art. 49 Rn. 12 m. Nachw.

⁵⁵ *Jarass*, Charta der Grundrechte der EU 3. Auflage 2016, Art. 48 Rn. 4 und Art. 49 Rn. 7 ;

⁵⁶ *Lemke* in von der Groeben/Schwarze/Hatje, Europäisches Unionsrecht, 7. Auflage 2015, GRC Art. 49 Rn. 4 und Art. 48 Rn. 5.

⁵⁷ *Jarass*, Charta der Grundrechte der EU, 3. Auflage 2016, Art. 48 Rn. 4; *Lemke* in von der Groeben/Schwarze/Hatje, Europäisches Unionsrecht, 7. Auflage 2015, GRC Art. 49 Rn. 6.

⁵⁸ Vgl. etwa Art. 30 Abs. 2 lit. h)-j) MAR.

Anwendungsbereichs einer Richtlinie könne nicht davon abhängen, ob sie in einem zivil-, verwaltungs- oder strafrechtlichen Verfahren geltend gemacht werde,⁵⁹ stellt der Gerichtshof klar, dass die Auslegung von Unionsrecht nicht durch das Recht der Mitgliedstaaten beeinflusst wird. Demgegenüber geht es hier um die Frage, ob das Unionsrecht selbst eine gespaltene Auslegung erfordern kann, damit sein Zweck erreicht werden kann. Dazu lässt sich der *Grøngaard und Bang*-Entscheidung keine Aussage entnehmen. Während die dem Vorrang des Unionsrechts abgeleiteten Argumente naturgemäß keine Bedeutung haben, sprechen allerdings die übrigen bereits oben erörterten Gründe auch im vorliegenden Zusammenhang für eine gespaltene Auslegung. Anderenfalls müsste der Gesetzgeber entweder in Kauf nehmen, dass auch andere als repressive Rechtsfolgen von Verstößen nur im Rahmen der Wortlautgrenzen eingreifen, selbst wenn der Normzweck eine darüber hinausgehende Anwendung der betreffenden Bestimmung gebietet, oder im Interesse einer den Normzweck ausschöpfenden Rechtsanwendung auf repressive Sanktionen verzichten, obwohl sie nicht selten das effektivste Mittel der Rechtsdurchsetzung und zur Abschreckung vor Verstößen sind.

5. Ausblick

Obwohl die Frage nach der Zulässigkeit gespaltener Rechtsanwendung in vielen Rechtsgebieten von Bedeutung ist, ist sie vor allem im Kapitalmarktrecht und dort vor allem im WpHG seit über 20 Jahren Gegenstand der Diskussion. Durch den Übergang von der Regulierung durch die Marktmissbrauchsrichtlinie zur unmittelbar anwendbaren MAR hat das Thema seine Aktualität nicht verloren. Es bleibt zu hoffen, dass auch die Rechtsprechung die gespaltene Auslegung anerkennen wird, denn nur dann lassen sich die Ziele einer normzweckorientierten Kapitalmarktregulierung und einer effektiven Sanktionierung von Gesetzesverstößen miteinander in Einklang bringen.

⁵⁹ EuGH v. 22. 11. 2005, Rs C-384/02, ZIP 2006, 123, 125 Rn. 28 (Grøngaard und Bang).

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 ff.)
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. 91 ff.)
12. Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 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, S. 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 [2005], Nr. 4, S. 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, S. 358 ff.)
19. Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union; (publ. in: Der Konzern 2004, S. 65 ff. u. S. 249 ff.)
20. Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen; (publ. in: Der Konzern 2004, S. 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, S. 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)
25. Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
26. Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
27. Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
28. Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)

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)
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)
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)
32. Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung; (publ. in: WM 2004, S. 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, S. 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 ff.)
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 ff.)
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 ff.)
48. Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum; (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.], Aktienrecht im Wandel, Band II, 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 Schmidtleicher 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, S. 143 ff.)
59. Andreas Cahn / Jürgen Götzt Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung; (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
60. Roland Schmidtleicher/ Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?; (publ. in: ZBB 2007, S. 124 ff.)
61. Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien; (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385 ff.)
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 171 [2007], 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 Schmidtleicher 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 in 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 Wurrungen im Umgang mit den §§ 21 ff. WpHG und § 244 AktG; (publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)
81. Reto Francioni/ Roger Müller/ Horst Hammen Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
82. Günther M. Bredow/ Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze; (publ. in: BKR 2008, S. 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, S. 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, S. 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 wesentliche Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf; (publ. in: ZIP 2008, S. 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 /
Niamh Moloney /
Maria Cristina Ungureanu
Understanding Director’s Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis
110. Fabio Recine /
Pedro Gustavo Teixeira
The new financial stability architecture in the EU
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 /
Thierry Bonneau /
André Prüm
The electronic exchange of information and respect for private life, banking secrecy and the free internal market; (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 / Stefan Simon / Rüdiger Theiselmann Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity Swap
118. Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht; (publ. in: ZGR 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; (publ. in: Festschrift für Hommelhoff, 2012, S. 61 ff.)
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, S. 357 ff.)
128. Andreas Cahn Der Kontrollbegriff des WpÜG; (publ. in: Mülbart/Kiem/Wittig (Hrsg.), 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), S. 77 ff.)
129. Andreas Cahn Professionalisierung des Aufsichtsrats; (publ. in: Veil [Hrsg.], Unternehmensrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 139 ff.)
130. Theodor Baums / Florian Drinhausen / Astrid Keinath Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren. Eine empirische Studie; (publ. in: ZIP 2011, S. 2329 ff.)
131. Theodor Baums / Roland Schmidtleicher Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen; (publ. in: ZIP 2012, S. 204 ff.)
132. Nikolaus Bunting Rechtsgrundlage und Reichweite der Compliance in Aktiengesellschaft und Konzern; (publ. in: ZIP 2012, S. 1542 ff.)
133. Andreas Cahn Beratungsverträge mit Aufsichtsratsmitgliedern; (publ. in: Der Konzern 2012, S. 501 ff.)
134. Andreas Cahn/Henny Mächler Produktinformationen nach MiFID II – Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen; (publ. in: BKR 2013, S. 45 ff.)
135. Hannes Schneider Ist das SchVG noch zu retten?
136. Daniel Weiß Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz
137. Hans-Gert Vogel Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers
138. Christoph Keller / Nils Köbler Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen
139. Philipp v. Randow Das Handeln des Gemeinsamen Vertreters – Engagiert oder „zur Jagd getragen“? Rückkoppelungseffekte zwischen business judgment rule und Weisungserteilung
140. Andreas Cahn Die Mitteilungspflicht des Legitimationsaktionärs – zugleich Anmerkung zu OLG Köln AG 2012, 599; (publ. in: AG 2013, S. 459 ff.)
141. Andreas Cahn Aufsichtsrat und Business Judgment Rule; (publ. in: WM 2013, S. 1293 ff.)
142. Reto Francioni / Horst Hammen Internationales Regulierungsgefälle und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Frankfurt am Main
143. Andreas Cahn/Patrick Kenadjian Contingent Convertible Securities from Theory to CRD IV (publ. in: Busch/Ferrarini (Hrsg.), The European Banking Union, Oxford University Press, 2015, S. 217 ff.)
144. Andreas Cahn Business Judgment Rule und Rechtsfragen (publ. in: Der Konzern 2015, 105 ff.)
145. Theodor Baums Kündigung von Unternehmensanleihen

146. Andreas Cahn Capital Maintenance in German Company Law (publ. in: Fleischer/Kanda/Kim/Mülbert (Hrsg.), German and Asian Perspectives on Company Law, Mohr Siebeck, 2016, S. 159 ff.)
147. Katja Langenbucher Do We Need A Law of Corporate Groups?
148. Theodor Baums The Organ Doctrine. Origins, development and actual meaning in German Company Law
149. Theodor Baums Unabhängige Aufsichtsratsmitglieder
150. Andreas Cahn Rechtsverlust der Tochter bei Mitteilungspflichtverletzung durch die Mutter (publ. in: Der Konzern 2017, S. 217 ff.)
151. Melanie Döge The Financial Obligations of the Shareholder; (publ. in: Birkmose [ed.], Shareholders' Duties, 2017, p. 283 ff.)
152. Felix Hufeld Regulation – a Science of its Own
153. Alexander Georgieff/
Stephanie Latsky “Merger of Equals” Transactions – An Analysis of Relevant Considerations and Deal Trends
154. Julia Redenius-Hövermann/
Hendrik Schmidt Zur Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern - Überlegungen zur Einordnung und Definition des Unabhängigkeitsbegriffs
155. Alexander Georgieff/Frank
Bretag Key drivers of global mergers & acquisitions since the financial crisis
156. Andreas Cahn Die sog. gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht (publ. in: Klöhn/Mock (Hrsg.) Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, S. 37 ff.)



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

Goethe-Universität Frankfurt am Main

A large, stylized graphic of the letters 'ILF' in a bold, serif font. The letters are set against a background of a dense, overlapping grid of blue lines that form a series of concentric, curved shapes, creating a complex, mesh-like pattern. The graphic is positioned on the left side of the page.
