

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

PROF. DR. RETO FRANCONI, PROF. DR. HORST HAMMEN

## 1. FRANKFURTER BÖRSENFORUM

INTERNATIONALES REGULIERUNGSGEFÄLLE UND  
WETTBEWERBSFÄHIGKEIT DES FINANZPLATZES

FRANKFURT AM MAIN



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 142

Prof. Dr. Reto Francioni, Prof. Dr. Horst Hammen

Internationales Regulierungsgefälle und Wettbewerbsfähigkeit des  
Finanzplatzes Frankfurt am Main

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 142/2013**

# Internationales Regulierungsgefälle und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Frankfurt am Main

*Prof. Dr. Reto Francioni*

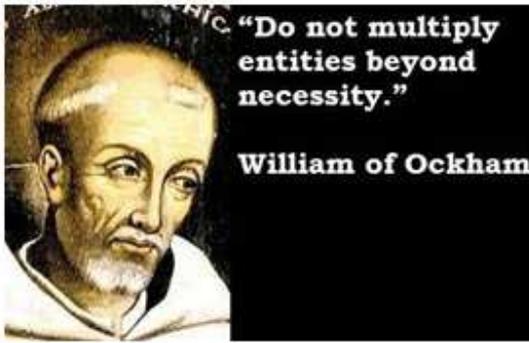
Börsenforum

9. Oktober 2013

Deutsche Börse Group

3

„Entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem.“



„Entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem.“ Vulgo: Die Dinge sollten nicht unnötig verkompliziert werden. Dieses Prinzip – so viel wie nötig, so wenig wie möglich –, das von dem franziskanischen Philosophen Wilhelm von Ockham im 14. Jahrhundert formuliert wurde, ist bis heute maßgeblich insbesondere für die Formulierung wissenschaftlicher Theorien: Gibt es zwei Erklärungen für dasselbe Phänomen, dann ist diejenige vorzuziehen, die mit weniger Aufwand auskommt. Alle überflüssigen Zusätze zum Kernargument sind also abzuschneiden. Ich würde mir manchmal wünschen, wenn dieses Prinzip, bekannt als Ockhams Rasiermesser, auch für die Regulierung gelten würde – und ganz besonders für die Kapitalmarktregulierung.

Wer allerdings von einer gemeinsamen Veranstaltung der Deutschen Börse und des Institute for Law and Finance Politikerschelte, Expertenbelehrung oder pauschale Regulierungskritik erwartet, läge mit dieser Einschätzung falsch. Er hätte zu wenig verstanden, worum es Institutionen wie der Deutschen Börse geht und weshalb wir uns für ein Institut wie das ILF entschieden haben, um ein gemeinsames Börsenforum ins Leben zu rufen. Uns geht es nicht um freie Fahrt für freie Märkte – dieses Paradigma hat spätestens seit dem Ausbruch der US-Immobilienkrise vor inzwischen sechs Jahren sein Gültigkeitsdatum überschritten. Vielmehr sind Märkte nur dann frei, wenn sie reguliert sind. Dass die Regulierung angemessen sein sollte, versteht sich von selbst.

In den vergangenen sechs Jahren ist jedoch kein neues Paradigma entstanden. Im Gegenteil: Was 2009 auf dem G20-Gipfel von Pittsburgh hoffnungsvoll begann – mit der Forderung nach klaren Standards für Transparenz und Risikomanagement, für regulierte Märkte und zentrales Clearing –, hat sich zu einer in vielen Farben schillernden Flut von Einzelregulierungen entwickelt – Einzelregulierungen, die weder innerhalb der EU noch transkontinental ein schlüssiges Gesamtkonzept ergeben. Oft ist die Rede von „neuer Normalität“ – neudeutsch „new normal“. Für eine solche Normalität sehe ich aber keine Anzeichen.

Dadurch ist an den Märkten keine neue Sicherheit eingekehrt, sondern das genaue Gegenteil: Die Unsicherheit hat sich erhöht. Und wenn das künstliche Licht der Niedrigzinspolitik temporäre Blüten treibt, dann sollte uns das nicht in falscher Sicherheit wiegen. Denn eine wirtschaftspolitisch getriebene Geldpolitik kann sinnvolle Strukturreformen nicht ersetzen. Die Pfeiler dieser sinnvollen Strukturreformen wiederum bestehen nicht aus Beton, und sie bestehen auch nur zum Teil aus den Gleichungssystemen makro- oder mikroökonomischer Theorien. Die Pfeiler der Ordnung, die unsere Wirtschaft tragen, bestehen aus Artikeln und Paragraphen, sie bestehen aus dem Gemeinsinn der Gesellschaft, und sie bestehen aus den Anforderungen der Wirtschaft und der Menschen. Sie werden von Juristen errichtet und in Stand gehalten, im Dienst der demokratisch legitimierten Politik, für die Gesellschaft und die Bürger – und das ist auch gut so.

Mit anderen Worten: Worum es uns hier und heute geht, ist nicht, einer weiteren Entgrenzung der Märkte das Wort zu reden. Uns geht es um klare Regulierung. Verlässlichkeit. Stabilität. Die Wahlen am 22. September haben im Bund einen großen Erfolg für die CDU und CSU und im Land Hessen für die CDU als konservative und wirtschaftsfreundliche politische Parteien ergeben. Noch ist allerdings nicht klar, ob sich daraus ideale politische Rahmenbedingungen für eine weitere erfolgreiche Arbeit unseres Unternehmens sowie der gesamten Finanzindustrie in Deutschland ableiten lassen.

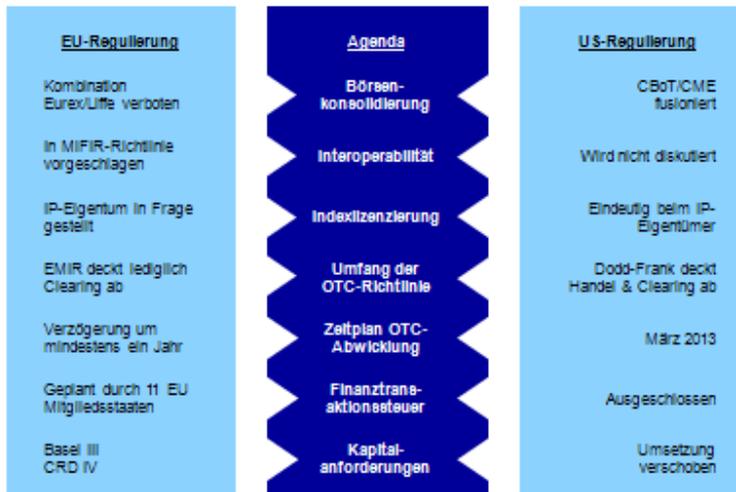
Uns geht es aber auch darum, den Blick über das politische Tagesgeschäft hinaus zu erweitern. Uns geht es zum Beispiel um das, was die deutsche Tradition des freiheitlichen Denkens zum Verhältnis von Regulierung und Markt zu sagen hat – eine Tradition, der dieses Land einen guten Teil seines wirtschaftlichen Erfolgs zu verdanken hat. Um den Freiburger Ökonomen Walter Eucken, zu zitieren: „Während die Menschen nur in bestimmten Ordnungen leben können, tendieren sie als Masse dazu, gerade die funktionsfähigen Ordnungen zu zerstören.“

Zur Wiederbelebung dieser Tradition einer geordneten Freiheit wollen auch wir einen Beitrag leisten – von börslicher und von universitärer Seite. Denn Börsen sind Garanten regulierter Märkte und verlässlicher Finanzinfrastruktur. Sie orientieren sich an den beiden Leitprinzipien, die auch für jedes neue Regulierungsparadigma Bestand haben müssen: den Leitprinzipien des Investorenschutzes und des Systemschutzes.

Die Deutsche Börse ist die einzige unabhängige Börsenorganisation, die sich über die letzten Jahre eine globale Reichweite, internationale Bedeutung und Marktführung in Europa erarbeitet hat. Und das House of Finance, zu dem das ILF gehört, ist ein wichtiger akademischer Impulsgeber für den hiesigen Finanzplatz.

Ich will Ihnen nun – ohne in die juristischen Details zu gehen – zwei Beispiele nennen, um zu verdeutlichen, wo ich Diskussions- und Nachholbedarf sehe:

## Die regulatorische Differenz zwischen der EU und den USA



### Beispiel 1: Risikomanagement und Rechtssicherheit

Mit dem Dodd-Frank Act, der seit Anfang dieses Jahres gültig ist, sind die USA plötzlich zum globalen Vorreiter in der Regulierung des Clearings außerbörslich gehandelter Derivate geworden. Das Gesetz scheint so gut zu funktionieren, dass ein führender amerikanischer Hedgefonds-Manager in der „Financial Times“ kürzlich mit dem Satz zitiert wurde, Dodd-Frank habe eine „erhebliche“ Reduzierung im Kontrahentenrisiko und gar eine „dramatische“ Verringerung des operationalen Risikos bewirkt.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Ken Griffin, Gründer von Citadel, FT, 11.9.2013

Auch in Europa ist eine entsprechende Regulierung mit dem verspielten Namen „EMIR“ in Kraft: die europäische Marktinfrastrukturverordnung. Doch die Zulassung der Clearinghäuser und die Abstimmung der Clearingpflicht für die verschiedenen Arten außerbörslich gehandelter Derivate wird sich noch über etliche Monate hinziehen. Die Derivatetochter der Deutschen Börse, Eurex, hat ihr Clearing-Angebot bereits vor mehr als einem Jahr entsprechend erweitert. Unser gemeinsames Interesse als Europäer muss es sein, im Rahmen der Debatte um diese Vorschriften jede Benachteiligung von EU-Clearinghäusern zu verhindern. Das betrifft die Lizenzierungsverfahren, und das betrifft auch den zeitlichen Vorsprung, den internationale Clearinghäuser aufgrund ihrer nationalen Rahmenbedingungen für sich nutzen können. Offenheit muss immer beidseitig sein – sonst führt sie zu Ungleichgewichten im Wettbewerb.

## MiFID-Überprüfung und MiFIR als Antwort auf technologischen Wandel, neuer Ansatz bezüglich Regulierung und Finanzkrisen



## Beispiel 2: Fragmentierung und Wettbewerb

EMIR ist nicht das einzige Akronym, das uns der europäische Rechtsetzungsprozess beschert hat. Zumindest phonetisch, wenn nicht sogar material an sie angelehnt ist die Finanzmarktverordnung MiFIR. Den strittigen Kern dieser Regulierung bilden die Vorschläge für die gegenseitige Öffnung von Derivate-Handelsplattformen und Clearinghäusern – also die Frage der Gewährung von Zugangsrechten.

Hier gilt Ähnliches, was ich bereits über Nutzen und Nachteil der Offenheit für die Märkte gesagt habe: Sie bedarf einer sorgfältigen Prüfung der Risiken, die sie für die Finanzmarktstabilität birgt. In jedem Fall sollten wir dabei das Wissen derer ernst nehmen, die sich Tag für Tag in Echtzeit um das Risikomanagement des Handels kümmern – und die nicht nur die Pflicht, sondern auch ein elementares Eigeninteresse daran haben, dafür Sorge zu tragen, dass jeder offene Auftrag ausreichend abgesichert ist.

Immerhin scheint sich auch der Europäische Rat derartige Fragen zu stellen: Sein Entwurf enthält eine Klausel für die Überprüfung der MiFIR-Regeln zur Gewährung von Zugangsrechten. Dabei mahnt er im Besonderen an, dass hier die Vorteile des Wettbewerbs gegen die schädlichen Auswirkungen auf das ordnungsgemäße Funktionieren des Markts abzuwägen sind. Ich kann nur dringend dafür plädieren, solche Abwägungen sehr ernst zu nehmen. Wettbewerb ist gut – aber ein unfairen, weil mit unterschiedlichen Vorgaben stattfindender Wettkampf der *Organisatoren* und der *Regulatoren* des Wettbewerbs birgt das Risiko, die Fundamente der Marktordnung zu untergraben. Es kann nicht sein, dass Regulierungsarbitrage den internationalen Wettbewerb prägt. Und das kann weder im Interesse des Standorts noch im wohlverstandenen Eigeninteresse der Marktteilnehmer sein.

Wir sind hier bei der Deutschen Börse gut gerüstet. Nehmen Sie nur die aktuelle Diskussion um Systemsicherheit. Die Presse ist zur Zeit voll von Meldungen über Systemausfälle und Störungen des Marktgeschehens, insbesondere in den USA. Der so genannte „flash crash“ vom Mai 2010 war nur der Anfang. Die Ursachen dafür sind zum einen in der Abwesenheit von Sicherungsmechanismen zu suchen, wie sie bei der Deutschen Börse seit der Einführung des elektronischen Handels schon lange bestehen.

Zum anderen gibt es dafür aber strukturelle Ursachen. Dafür nur eine Zahl: In den USA werden Wertpapieraufträge heute auf mehr als 50 Ausführungskanäle verteilt. In den USA findet der Wettkampf der Organisatoren des Wettbewerbs bereits statt. Er ist begleitet von komplizierten Kompensationsmaßnahmen – etwa dem Prinzip, nach dem die Marktbetreiber jeden Auftrag darauf hin prüfen müssen, ob er auch zu den besten Konditionen ausgeführt werden kann. Es ist dieses Nebeneinander von Deregulierung und Überregulierung, das die Stabilität des US-amerikanischen Kapitalmarkts seit geraumer Zeit auf eine schwere Probe stellt. Meine Damen und Herren, wir sollten sehr genau aufpassen, dass wir solche Verhältnisse nicht über EU-Verordnungen oder -Richtlinien nach Europa importieren.

Ich fasse zusammen:

- Erstens: Starke und verlässliche Regulierung ist ein Standortvorteil. Inkonsistenz, Unklarheit und Verzögerung dagegen sind Gift für die Wettbewerbsfähigkeit.
- Zweitens: Im Zuge der Re-regulierung der Finanzmärkte verstärkt sich der rechtliche Bedarf an Koordination, die nötig ist, um Ungleichgewichte im Standortwettbewerb und damit Regulierungsarbitrage zu vermeiden – sowohl innerhalb Europas als auch zwischen Europa und den USA und mittlerweile auch unter Einbeziehung von Asien.
- Drittens: Dabei sind uns die USA in der Regulierung des Derivateclearings ganz klar einen Schritt voraus. Aber es wäre auch falsch, wenn wir den dortigen Verhältnissen am Kapitalmarkt in jeder Hinsicht dienstfertig nacheifern wollten.

Diese Konferenzreihe soll deshalb dazu beitragen, Stärken und Schwächen der europäischen und der deutschen Kapitalmarktregulierung in einem akademischen Rahmen zu analysieren. Sie soll einen Dialog zwischen Wissenschaft und Praxis über mögliche Verbesserungen in Gang zu setzen. Dadurch, dass wir als Börse die Patenschaft für einen solchen Dialog übernehmen, ist die notwendige Nähe zum Markt gewährleistet – und zugleich zur demokratischen Politik und einer von ordoliberalen Prinzipien getragenen Regulierung.

Deshalb also dieses Börsenforum.

Und nicht nur das House of Finance der Goethe Universität Frankfurt am Main ist ein guter Ort für diesen Dialog, sondern auch diese Stadt und dieser Standort, das Rhein-Main-Gebiet. Frankfurt ist aus meiner Sicht ein Zentrum für Regulierung mit Augenmaß und für einen Kapitalmarkt, der sich den klaren Blick für die Risiken seines Tuns nicht trüben lässt. Nicht zufällig ist dieser Standort Sitz der Deutschen Börse ebenso wie der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank, die nun um ein hoffentlich schlagkräftiges und bürokratiefernes Bankenaufsichtsgremium ergänzt werden soll.

## **Regulierungsgefälle zu Lasten des Börsenplatzes Frankfurt**

### **– Hochfrequenzhandel, Organized Trading Facilities (OTF) und Finanztransaktionssteuer –<sup>2</sup>**

*Prof. Dr. Horst Hammen, Justus-Liebig-Universität Gießen*

Ziel des Frankfurter Börsenforums ist es, auf gute, angemessene und wettbewerbsfähige Regelwerke für den Finanzplatz Frankfurt und seine Marktteilnehmer hinzuwirken. Thema der ersten Sitzung des Forums ist die Frage, ob es ein nachteiliges Regulierungsgefälle zwischen Deutschland bzw. der Europäischen Union einerseits und Finanzplätzen in anderen Staaten der Welt andererseits gibt. Aus der Palette der hier einschlägigen Themen möchte ich zwei Fragenkreise anschneiden:

- Auf der Ebene deutscher Kapitalmarktgesetzgebung die Erlaubnisbedürftigkeit des Betriebens von algorithmischem Hochfrequenzhandel nach dem Kreditwesengesetz (§§ 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 4 lit. d), 32 Abs. 1 KWG) und
- auf der Ebene EU-rechtlicher Regulierung den Standort der traditionellen Börsen in der Debatte um die Regulierung der Marktplätze für Finanzinstrumente und um die Finanztransaktionssteuer.

„Die Finanzmärkte“ – so hieß es in der Frankfurter Allgemeinen<sup>3</sup> – „werden immer anfälliger für Computerpannen“. Aufgeschreckt wurde die Öffentlichkeit im Mai 2010 durch den Flash Crash an den amerikanischen Börsen. Ein Beispiel aus jüngerer Zeit ist die als Flash Freeze bezeichnete fast vierstündige Unterbrechung des Handels an der NASDAQ. Manche meinen, Ausfälle dieser Art seien eine Folge des technologischen Wettbewerbs unter den Handelsplätzen,

---

<sup>2</sup> Geringfügig erweiterte und mit Fußnoten versehene Fassung eines Kurzvortrags, den der Verf. am 9.10.2013 auf dem 1. Frankfurter Börsenforum gehalten hat; die Vortragsform ist beibehalten. Das Manuskript ist am 14.10.2013 geschlossen worden.

<sup>3</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 23.8.2013, S. 21.

die für Hochfrequenzhändler attraktiv sein müssten.<sup>4</sup> Zudem gibt es Gerüchte, der Hochfrequenzhandel habe den Flash Crash verstärkt.<sup>5</sup> Algorithmischer Hochfrequenzhandel wird betrieben, wenn der Marktteilnehmer – ich verkürze – Rechner einsetzt, die in Sekundenbruchteilen selbständig Handelsentscheidungen treffen und zwar mittels Computeralgorithmen, welche die einzelnen Auftragsparameter automatisch bestimmen (§§ 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 4 lit. d) KWG, 33 Abs. 1 a WpHG).<sup>6</sup> In Amerika macht der Hochfrequenzhandel 70 %, an der Frankfurter Wertpapierbörse macht er etwa 40 % aus.

An den deutschen Börsen sind Vorkommnisse wie der Flash Crash bislang ausgeblieben. Das ist kein Zufall. Die kleineren Börsen sind entweder technisch nicht für Hochfrequenzhandel ausgelegt oder sie verwehren Hochfrequenzhändlern den Zugang zu dem an ihnen stattfindenden Börsenhandel.<sup>7</sup> Und die Frankfurter Wertpapierbörse verfügt schon seit geraumer Zeit über börseneigene Kontrollmechanismen, die Orders auf Plausibilität prüfen, exzessive Systemnutzung<sup>8</sup> verhindern und mittels Volatilitätsunterbrechungen Flash Crashes vermeiden.<sup>9</sup> Nichtsdestoweniger ist der deutsche Gesetzgeber, obgleich der Hochfrequenzhandel ein Thema der gerade in der Überarbeitung befindlichen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) ist, im Mai 2013 vorgeprescht und hat den Hochfrequenzhandel einer strengen Regulierung unterstellt.<sup>10</sup>

---

<sup>4</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 23.8.2013, S. 21 und v. 26.8.2013, S. 25.

<sup>5</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 23.8.2013, S. 21.

<sup>6</sup> Eine europarechtliche Definition des Hochfrequenzhandels findet sich in: Europäisches Parlament, Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über die Umsetzung einer verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer, 24.6.2013, A7-0230/2013, S. 18/45, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2013-0230+0+DOC+PDF+V0//DE> (14.10.2013). Zu Einzelheiten von Begrifflichkeiten des deutschen Rechts vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Häufig gestellte Fragen zum HFT-Gesetz, Stand: 28.8.2013, [http://www.bafin.de/DE/DatenDokumente/FAQ/HFT-Gesetz/hft-gesetz\\_node.html](http://www.bafin.de/DE/DatenDokumente/FAQ/HFT-Gesetz/hft-gesetz_node.html) (14.10.2013).

<sup>7</sup> Vgl. Börsen-Zeitung v. 27.10.2012, S. B 7. In Kanada ist eine neue Börse, Aequitas („Fairness“) Innovations, geplant, die bestimmte Praktiken des Hochfrequenzhandels und die Bevorzugung einzelner Händler beim Informationszugang und bei den Handelskosten vermeidet (Börsen-Zeitung v. 9.7.2013, S. 4).

<sup>8</sup> Daten der amerikanischen SEC zeigen, dass im zweiten Quartal 2013 durchschnittlich aus nur 3,2 % aller Aktienorders an den amerikanischen Börsen ein Geschäftsabschluss resultierte (Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 11.10.2013, S. 21).

<sup>9</sup> Bramhoff/Budimir, Börsen-Zeitung v. 13.7.2013, S. 4.

<sup>10</sup> Hochfrequenzhandelsgesetz v. 7.5.2013, BGBl. I S. 1162; hierzu Jaskulla BKR 2013, 221 ff.; Kobbach BKR 2013, 233 ff.; ferner Stötzel, Recht der Finanzinstrumente 2011, 156 ff.

Hiergegen ist nichts einzuwenden, soweit er dabei den Börsen Maßnahmen zur Vermeidung von Risiken für ein ordnungsgemäßes Marktgeschehen vorgeschrieben hat, wie sie die Frankfurter Wertpapierbörse aber auch mit Blick auf den Hochfrequenzhandel schon seit Jahren praktiziert. Da bei öffentlichrechtlichen Maßnahmen der Börsenorgane stets Eingriffe in die Grundrechte der Marktteilnehmer in Rede stehen, wird für Investoren und Börsen durch ein Bundesgesetz Rechtssicherheit hergestellt, weil jene Maßnahmen nun nicht mehr lediglich auf der Grundlage von Satzungsrecht (Börsenordnung) ergehen müssen, das zu setzen die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts mit Selbstverwaltungsrecht befugt ist.<sup>11</sup> Angesichts des Umstands, dass erst kürzlich in Großbritannien gegen einen Hochfrequenzhändler eine Strafe von 1 Mill. Dollar verhängt worden ist, weil er mit Hilfe eines Algorithmus an der Rohstoffbörse ICE tausende Orders so platziert hatte, dass ein falscher Eindruck von Angebot und Nachfrage für bestimmte Futures entstand,<sup>12</sup> ist es zudem nicht zu beanstanden, dass der deutsche Gesetzgeber das im Wertpapierhandelsgesetz verankerte strafbewehrte Marktmanipulationsverbot auch auf solche Praktiken erstreckt hat (§ 3 Abs. 1 Nr. 4 insbes. lit. c) der Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung).<sup>13</sup>

In einer wesentlichen Facette ist der Gesetzgeber indes über das Ziel hinausgeschossen. Er hat nämlich auch Hochfrequenzhändler, die ausschließlich auf eigene Rechnung handeln, einer Erlaubnisbedürftigkeit nach dem Kreditwesengesetz unterworfen. Das ist nun unverhältnismäßig, weil die möglichen Gefahren, die vom Hochfrequenzhandel ausgehen können, bereits durch die anderen Maßnahmen, die das Hochfrequenzhandelsgesetz vorsieht, ausreichend gebannt werden. Zudem ist zu befürchten, dass Hochfrequenzhändler, weil sie die nicht unerheblichen Kosten einer Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht scheuen,<sup>14</sup> zum Schaden der Frankfurter Wertpapierbörse und des Finanzplatzes Deutschland ins Ausland abwandern. Denn in vielen anderen Ländern können Hochfrequenzhändler arbeiten, ohne dass sie hierfür eine Erlaubnis der Finanzaufsichtsbehörde benötigen. Bekannt ist beispielsweise, dass

---

<sup>11</sup> Vgl. die Präsentation der Vorsitzenden des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags, Dr. Birgit Reinemund v. 21.11.2012, S. 10, [https://www.boerse-stuttgart.de/media/dokumente/mifid-kongress/praesentationen/Dr\\_Birgit\\_Reinemund\\_6\\_MiFID\\_Kongress.pdf](https://www.boerse-stuttgart.de/media/dokumente/mifid-kongress/praesentationen/Dr_Birgit_Reinemund_6_MiFID_Kongress.pdf) (14.10.2013).

<sup>12</sup> Börsen-Zeitung v. 23.7.2013, S. 16.

<sup>13</sup> BT-Drucks. 17/11631, S. 18.

<sup>14</sup> Vgl. Lorenz, Börsen-Zeitung v. 20.7.2013, S. 13.

in Asien ein hohes Interesse am Hochfrequenzhandel besteht.<sup>15</sup> Deshalb hatte der Bundesrat vorgeschlagen, die Zulassung nach KWG durch eine weit weniger kostenintensive Zulassung von Algotradern zum Börsenhandel durch die Börse zu ersetzen.<sup>16</sup> Die Bundesregierung hat diesen Vorschlag zurückgewiesen. Ein Verzicht auf die Erlaubnispflicht nach KWG würde – so wurde gesagt – zu einer unerwünschten Verminderung der geplanten Aufsichtsintensität führen.<sup>17</sup> Hinter dieser Argumentationshülle steht etwas anderes. Die angeblichen Gefahren, die vom Hochfrequenzhandel ausgehen, und ihre Eindämmung wurden in der Öffentlichkeit breit diskutiert. Und bei der Bannung solcher Gefahren wollte sich die Bundesregierung in Zeiten des Bundestagswahlkampfes von niemandem überbieten lassen.

„Operation gelungen, Patient tot?“ – so wurde kürzlich in der Börsen-Zeitung gefragt.<sup>18</sup> Immerhin unterfallen mindestens 17 Teilnehmer am Frankfurter Börsenhandel der neuen Erlaubnispflicht.<sup>19</sup> Vor kurzem war zu lesen, Moody's, eine amerikanische Ratingagentur, habe bei der Bewertung von Bats Global Markets, einem in Amerika und in Europa tätigen Handelsplatz für Finanzinstrumente, auf die Auswirkungen restriktiver Regulierung des Hochfrequenzhandels für das Rating dieses Marktplatzes hingewiesen.<sup>20</sup> Ich wünsche mir in Deutschland eine Regulierung des Finanzmarktes, die dem Finanzplatz Frankfurt und seiner Börse, einer der wichtigsten Institutionen des deutschen Finanzwesens, dererlei Ungemach erspart.

Der zurückliegende Wahlkampf hat auch mit meinem zweiten Thema zu tun. Zu Beginn des vergangenen Jahrzehnts lief ein erheblicher Teil des europäischen Wertpapierhandels über die großen Börsen der EU-Mitgliedstaaten. Mitursächlich hierfür war der seinerzeit geltende Börsenzwang bzw. Börsenvorrang, nach dem Banken – ich verkürze – mangels

---

<sup>15</sup> Hellmisch, Börsen-Zeitung v. 23.7.2013, S. 17.

<sup>16</sup> BT-Drucks. 17/11631, S. 23 f.

<sup>17</sup> BT-Drucks. 17/11874, S. 2.

<sup>18</sup> Lorenz, Börsen-Zeitung v. 20.7.2013, S. 13.

<sup>19</sup> Börsen-Zeitung v. 10.7.2013, S. 5. Der stellvertretende Vorstandsvorsitzende der Deutsche Börse AG meint, das Hochfrequenzhandelsgesetz werde nur begrenzte Auswirkungen auf die Handelsumsätze des Unternehmens haben (Börsen-Zeitung v. 19.6.2013, S. 3).

<sup>20</sup> Börsen-Zeitung v. 28.8.2013, S. 3. Zur Bedeutung eines guten Ratings für die Gruppe Deutsche Börse vgl. Pottmeyer, Börsen-Zeitung v. 14.4.2012, S. 5.

entgegenstehender Weisung Kundenorders an die Börse leiten mussten.<sup>21</sup> Dann glaubte die EU, den Markt für Märkte für Finanzinstrumente dem Wettbewerb öffnen zu müssen. Mit der MiFID wurde der Börsenvorrang abgeschafft. Zudem wurden den Börsen regulatorisch Multilaterale Handelssysteme und Systematische Internalisierer an die Seite gestellt. Das führte dazu, dass MTF, allen voran der bereits erwähnte Handelsplatz Bats,<sup>22</sup> binnen kurzem erhebliche Marktanteile erzielten. Hiermit ging eine zunehmende Fragmentierung der Märkte einher, die auch in größerem Umfang wenig regulierte intransparente Over-the-counter-Plattformen entstehen ließ. Manche machen die mit dieser Fragmentierung einhergehende steigende Komplexität und Wettbewerbsintensität mitverantwortlich für die auffallende Häufung von Systempannen.<sup>23</sup> Alle diese Entwicklungen haben die EU-Kommission bewogen vorzuschlagen, OTC-Plattformen als Organized Trading Facilities dem Regime der MiFID zu unterstellen. Durch diese aufsichtsrechtliche Aufwertung des OTC-Handels würde nun aber nicht nur die Fragmentierung der Märkte weiter befördert. Recht zu geben ist vielmehr auch denjenigen, die befürchten, der Wettbewerb werde über regulatorische Anforderungen zu Lasten der hochregulierten Börsen stattfinden, weil schwächer regulierte OTF z.B. diskretionäre Preisfindung betreiben dürften und keine Handelsüberwachungsstellen unterhalten müssten.<sup>24</sup> Das Europaparlament teilt diese Sorge.<sup>25</sup>

---

<sup>21</sup> Hierzu und zum Folgenden Hammen, Börsen und multilaterale Handelssysteme im Wettbewerb, 2011, S. 14 ff.

<sup>22</sup> Bats Chi-X Europe hat mittlerweile den Status einer Recognized Investment (Stock)Exchange nach dem Recht des Vereinigten Königreichs (AG-Report 2013, R 187).

<sup>23</sup> Zieschang, Börsen-Zeitung v. 26.7.2013, S. 8; Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 23.8.2013, S. 21. NASDAQ hat mitgeteilt, der Flash Freeze sei infolge einer Systemüberlastung durch von der NYSE-Börse Arca hereinlaufendes Datenaufkommen eingetreten (Börsen-Zeitung v. 31.8.2013, S. 5). Damit hat sich das Gerücht (vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 26.8.2013, S. 25) erledigt, das Verbindungsproblem sei von einem Hochfrequenzhändler ausgegangen.

<sup>24</sup> Binding, Börsen-Zeitung v. 19.7.2013, S. 8; Deutsches Aktieninstitut, Trilogverhandlungen zur MiFID II/MiFIR, Kommentar des Deutschen Aktieninstituts e.V., 9.9.2013, S. 13, [http://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/positionspapiere/2013-9-9%20MiFID%20II%20MiFIR%20Trilogie%20Deutsches%20Aktieninstitut.pdf](http://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2013-9-9%20MiFID%20II%20MiFIR%20Trilogie%20Deutsches%20Aktieninstitut.pdf) (14.10.2013). Allerdings muss auch gesehen werden, dass es schon Kooperationen zwischen Dark Pools und Börsen, z.B. zwischen Liquidnet und der Deutschen Börse (Börsen-Zeitung v. 18.7.2013, S. 3) und NYSE Arca gibt.

<sup>25</sup> Anders als es die EU-Kommission vorgeschlagen hat, möchte das Europaparlament OFT-Handel nur für Schuldverschreibungen, Derivate und anderes, nicht aber für Aktien zulassen (vgl. die Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26. Oktober 2012 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente usw., Erwägungsgrund 7, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0407&language=DE&ring=A7-2012-0303#BKMD-14> (14.10.2013). Zur Diskussion vgl. Judith Hardt, Generalsekretärin der Federation of European Securities Exchange, Börsen-Zeitung v. 10.10.2013, S. 5.

Die Stellungnahmen des Europaparlaments zur Finanztransaktionssteuer sind ein gutes Beispiel dafür, dass wenigstens ein europäisches Organ beim Umgang mit Börsen nicht nur den Wettbewerb im Auge hat, sondern auch die durch MTF und OTF nicht substituierbare Bedeutung der Börsen für die Eigenmittelbeschaffung der Unternehmen, für die Staatsfinanzierung und für die Altersvorsorge erkennen. „Gut gemeint ist nicht automatisch gut gemacht“ hat der Vizepräsident des Europäischen Parlaments kürzlich über die Vorschläge der EU-Kommission zu dieser Steuer gesagt.<sup>26</sup> Damit hat er – ich klammere die europarechtlichen Probleme einer Verstärkten Zusammenarbeit bei dieser Steuer auf der Grundlage von Art. 20 EUV, 326 ff. AEUV aus<sup>27</sup> – in zweifacher Hinsicht recht. Eine Transaktionssteuer kann erstens nur effektiv funktionieren, wenn ihr nicht durch Verlagerung einer Transaktion ins Ausland ausgewichen werden kann.<sup>28</sup> Deshalb will die Kommission diese Steuer bereits dann fällig werden lassen, wenn eine Vertragspartei (Ansässigkeitsprinzip) oder gar nur das gehandelte Wertpapier (Emissionsprinzip) aus einem teilnehmenden Mitgliedstaat stammt. Das Motto ist: All markets! All instruments! All actors!<sup>29</sup> Aber glaubt man wirklich, China z.B. werde im Wege der Amtshilfe Steuerbescheide zustellen, wenn die Bank of China mit der Hua Xia Bank an der Shanghai Stock Exchange ein deutsches Wertpapier handelt?<sup>30</sup> Die USA erwägen bereits eine Abwehrgesetzgebung, die es amerikanischen Banken verbietet, die Steuer zu zahlen.<sup>31/32</sup>

Hinzu kommt ein zweiter Gesichtspunkt. Nachdem man Leute gefragt hat, die sich damit auskennen,<sup>33</sup> hat man gemerkt, dass man mit einer Transaktionssteuer allerlei sinnvolle Geschäfte sinnlos verteuern würde. Zu denken ist dabei nicht nur an den Handel mit

---

<sup>26</sup> Börsen-Zeitung v. 5.7.2013, S. 1.

<sup>27</sup> Hierzu Liepe/Pielka/Malavija WM 2013, 1337; Weyde/Sultmann/Steinbiß/Marques DStZ 2013, 494.

<sup>28</sup> Europäisches Parlament, (Fn. 5), S. 8/45.

<sup>29</sup> Lechner BB 2013, Heft 11, S. I.

<sup>30</sup> Richter, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 11.7.2013, S. 21, hat darauf aufmerksam gemacht, dass deutsche Banken, wenn sie gemäß dem in Frankreich geltenden Ausgabeprinzip die dort schon geltende Finanztransaktionssteuer entrichten, diese französische Steuer in Deutschland als Kosten der Transaktion steuermindernd gelten machen können mit der Folge, dass der deutsche Fiskus damit die französische Staatskasse finanziert.

<sup>31</sup> Richter, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 11.7.2013, S. 21.

<sup>32</sup> Ob sich der von manchen (vgl. Börsen-Zeitung v. 11.9.2013, S. 6) gegen die geplante Finanztransaktionssteuer ins Feld geführte Grundsatz der Rechtsanwendungsgleichheit aus Art. 3 GG (Verifikationsprinzip; vgl. BVerfGE 84, 273) gegen europäisches Recht einer Verstärkten Zusammenarbeit durchsetzen kann, bleibt weiterer Diskussion vorbehalten.

<sup>33</sup> Hier von übertriebenem Lobbying der Branche zu sprechen, wie es der EU-Steuerkommissar Algirdas Semeta getan hat (vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 27.8.2013, S. 19), ist abseitig.

Staatsanleihen. Paradox wäre es nämlich auch, wenn der Staat auf der einen Seite die Anlage in Wertpapierfonds zur Altersvorsorge über „Riester“ mit erheblichen Mitteln subventioniert, um sich diese Mittel dann über die Transaktionssteuer in nicht unerheblichem Umfang wieder zurückzuholen.<sup>34</sup> Der Inter-Banken-Markt für liquide Mittel gegen Besicherung mit Wertpapieren (Repo-Geschäfte) könnte austrocknen;<sup>35</sup> diese Mittel würden dann an die Zentralbanken fließen, wo sie aber nicht hingehören. In arbeitsteilig agierenden Verbänden, etwa bei den öffentlichrechtlichen Sparkassen und den Genossenschaftsbanken, die nicht zu den Hauptverursachern der Finanz- und Staatsschuldenkrise gehören, können anders als bei den großen Privatbanken steuerliche Kaskadeneffekte auftreten.<sup>36</sup> Nicht zuletzt würden die deutschen Börsen<sup>37</sup> geschwächt, weil die in Italien und Frankreich<sup>38</sup> mit einer Transaktionssteuer gemachten Erfahrungen zeigen, dass die Börsenumsätze zurückgehen.

Diese Umstände haben bei Organen der Mitgliedstaaten<sup>39</sup> der EU und der EU selbst die Einsicht reifen lassen, in den ausgeführten Bereichen, aber auch für Market Maker und für nichtfinanzielle Unternehmen (Industrieunternehmen), wenn sie Warengeschäfte mit Derivaten absichern,<sup>40</sup> Ausnahmen oder reduzierte Steuersätze zu erwägen. Sollten diese Überlegungen umgesetzt werden, würde die Finanztransaktionssteuer die Gestalt eines vielfach durchlöchernten Schweizer Käses annehmen. Wenn man nun aber aus politischen Gründen gleichwohl an diesem Käse festhalten will, dann sollte man sich nicht scheuen, im Interesse des Finanzplatzes Deutschland und seiner Börsen in diesen Käse ein weiteres Loch zu bohren:

---

<sup>34</sup> Richter, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 11.7.2013, S. 21 und die Studie der Unternehmensberatung Oliver Wyman und des Deutschen Aktieninstituts, Die Finanztransaktionssteuer – Ein politischer Irrweg? Auswirkungen auf private Haushalte und Unternehmen in Deutschland, [http://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/2013-07-18%20Deutsches%20Aktieninstitut%20Oliver%20Wyman%20FTS-Studie.pdf](http://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2013-07-18%20Deutsches%20Aktieninstitut%20Oliver%20Wyman%20FTS-Studie.pdf) (14.10.2013).

<sup>35</sup> Zu den finanziellen Auswirkungen einer Finanztransaktionssteuer auf das Repo-Geschäft vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 7.5.2013, S. 17. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass bei Repo-Geschäften in großem Umfang Staatsanleihen als Sicherheiten eingesetzt werden (Börsen-Zeitung v. 19.9.2013, S. 5), für die ohnehin eine Ausnahme von der Finanztransaktionssteuer diskutiert wird.

<sup>36</sup> Liepe/Pielka/Malaviya WM 2013, 1344, 1350.

<sup>37</sup> Zur Einschätzung einer Finanztransaktionssteuer durch die Deutsche Börse vgl. Mai AG-Report 2013, R 65.

<sup>38</sup> Die amerikanisch-französische Börse NYSE Euronext hat berichtet, das Handelsvolumen mit französischen Aktien sei seit Jahresbeginn 2013 um 20 % hinter dasjenige jener Aktien zurückgefallen, die nicht von der französischen Finanztransaktionssteuer betroffen sind (Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 28.9.2013, S. 21).

<sup>39</sup> Vgl. das Schreiben des baden-württembergischen Finanzministers an den Bundesfinanzminister vom 6.5.2013, [http://spdnet.sozi.info/bawue/dl/2013-05\\_Schreiben\\_Schmid\\_an\\_Schaeuble\\_Finanztransaktionssteuer.pdf](http://spdnet.sozi.info/bawue/dl/2013-05_Schreiben_Schmid_an_Schaeuble_Finanztransaktionssteuer.pdf) (14.10.2013).

<sup>40</sup> Zu Letzterem Europäisches Parlament (Fn. 5), S. 12/45 und Börsen-Zeitung v. 3.7.2013, S. 5.

Das Europäische Parlament empfiehlt, außerbörsliche Transaktionen mit einem höheren Steuersatz zu belegen als börsliche Geschäfte. Hiermit soll eine Verlagerung außerbörslicher Transaktionen auf regulierte Handelsplätze erreicht werden, die mehr Transparenz und Kontrolle gewährleisten.<sup>41</sup> Dieser Vorschlag ist zu begrüßen, weil er der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Börsen Rechnung trägt. Und wenn sich die Finanztransaktionssteuer aus politischen Gründen nicht abwenden lässt, sollte er dringend umgesetzt werden. Damit ich aber nicht falsch verstanden werde: Ein Käse, in den ein weiteres Loch gebohrt wird, ist immer noch Käse. Grundsätzliche Bedenken gegen eine Finanztransaktionssteuer bleiben bestehen. Auch wenn man börsliche Transaktionen steuerlich günstiger als das außerbörsliche Geschäft stellt, ist zu befürchten, dass Liquidität von der Deutschen Börse,<sup>42</sup> der französischen Euronext und der Borsa Italiana in andere Länder abfließt, auch in europäische Länder, die sich der verstärkten Zusammenarbeit bei einer Transaktionssteuer verweigern, weil sie sich genau diesen Effekt erhoffen.<sup>43</sup> Es gibt also auf dem Weg zu einer wettbewerbsfähigen Regulierung des Finanzplatzes Deutschland und seiner Börsen noch einiges zu tun. Ich wünsche dem Frankfurter Börsenforum viel Erfolg bei seiner Arbeit für den Börsenplatz Frankfurt zwischen dem ökonomisch Richtigen, dem juristisch Wirksamen und dem politisch Machbaren.

---

<sup>41</sup> Europäisches Parlament (Fn. 5), S. 11/45; vgl. auch Pottmeyer, Börsen-Zeitung v. 14.4.2012, S. 5.

<sup>42</sup> Man denke etwa an das Bund-Future-Geschäft, das die Eurex in den Jahren 1997 und 1998 der London International Financial Futures Exchange (LIFFE) wegnehmen konnte (Kalbhenn, Börsen-Zeitung v. 4.6.2013, S. 1). Zu lesen ist, die Deutsche Börse plane, in Asien mit Singapur als Zentrum ein Derivate-Clearing-Haus als Ausweichinfrastruktur für den Fall einzurichten, dass die Finanztransaktionssteuer so ausgestaltet werden sollte, dass die Deutsche Börse von erheblichen Geschäftseinbußen ausgehen müsste (Börsen-Zeitung v. 13.9.2013, S. 3).

<sup>43</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 27.8.2013, S. 19.

## WORKING PAPERS

1.	Andreas Cahn	Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener (publ. In: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
2.	Axel Nawrath	Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele und Aufgaben der Politik, insbesondere des Bundesministeriums der Finanzen
3.	Michael Senger	Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12 Abs. 1 KWG (publ. in: WM 2003, 1697-1705)
4.	Georg Dreyling	Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland
5.	Matthias Berger	Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt Börsen- und Wertpapierrecht
6.	Felicitas Linden	Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie- Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
7.	Michael Findeisen	Nationale und internationale Maßnahmen gegen die Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der Finanzmärkte
8.	Regina Nößner	Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich relevantem Verhalten
9.	Franklin R. Edwards	The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 30 ff.)
10.	Ashley Kovas	Should Hedge Fund Products be marketed to Retail Investors? A balancing Act for Regulators (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 ff.)
11.	Marcia L. MacHarg	Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a New Direction? (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 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, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
17.	Bob Wessels	International Jurisdiction to open Insoveny Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies

18.	Michael Gruson	Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie (publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
19.	Michael Gruson	Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union (publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
20.	Andreas Cahn	Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen (publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
21.	David C. Donald	The Nomination of Directors under U.S. and German Law
22.	Melvin Aron Eisenberg	The Duty of Care in American Corporate Law (deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)
23.	Jürgen Than	Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
24.	Philipp von Randow	Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
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, 2041 ff.)
33.	Michael Senger	Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern (publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
34.	Andreas Cahn	Das neue Insiderrecht (publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
35.	Helmut Siekmann	Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa
36.	Michael Senger	Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
37.	Andreas Cahn	Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz (publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
38.	Helmut Siekmann	Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank
39.	Guido Ferrarini	Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture (publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
40.	David C. Donald	Shareholder Voice and Its Opponents (publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5, Issue 2, 2005)
41.	John Armour	Who should make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition (publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
42.	David C. Donald	The Laws Governing Corporations formed under the Delaware and the German Corporate Statutes
43.	Garry J. Schinasi / Pedro Gustavo Teixeira	The Lender of the Last Resort in the European Single Financial Market (publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges, Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman, eds., 2006)
44.	Ashley Kovas	UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing Product Diversity
45.	Rick Verhagen	A New Conflict Rule for Securitization and other Cross- Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
46.	Jochem Reichert / Michael Senger	Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
47.	Guido A. Ferrarini	One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review, 2006, p. 147)
48.	Theodor Baums	Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack [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 Schmidtbleicher	Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT- Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
52.	Theodor Baums	Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
53.	Stefan Simon / Daniel Rubner	Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
54.	Jochem Reichert	Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
55.	Peter Kindler	Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)
56.	Christian E. Decher	Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
57.	Theodor Baums	Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
58.	Theodor Baums	European Company Law beyond the 2003 Action Plan (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
59.	Andreas Cahn / Jürgen Götz	Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
60.	Roland Schmidtbleicher/ Anh-Duc Cordalis	„Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation? (publ. in: ZBB 2007, 124-129)
61.	Andreas Cahn	Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
62.	Theodor Baums	Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
63.	Theodor Baums	The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
64.	Oliver Stettes	Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb? (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
65.	Theodor Baums / Astrid Keinath / Daniel Gajek	Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
66.	Stefan Brass / Thomas Tiedemann	Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien (publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
67.	Theodor Baums	Zur Deregulierung des Depotstimmrechts (publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
68.	David C. Donald	The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries
69.	Andreas Cahn	Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG (publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)

70.	Theodor Baums/ Florian Drinhausen	Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen (publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
71.	David C. Donald	Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-Amerikanischen <i>Uniform Commercial Code</i> (UCC)
72.	Tim Florstedt	Zum Ordnungswert des § 136 InsO (publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
73.	Melanie Döge / Stefan Jobst	Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten Anstellungsverhältnissen (publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
74.	Roland Schmidtbleicher	Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH? (publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
75.	Theodor Baums	Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht (publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], <i>Aktie und Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung und Finanzplatz</i> , 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.], <i>Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch</i> , 2009, S. 5 ff.)
79.	Theodor Baums	« Lois modèles » européennes en droit des sociétés (publ. in: <i>Revue des Sociétés</i> 2008, S. 81 ff.)
80.	Ulrich Segna	Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff. WpHG und § 244 AktG (publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)
81.		Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
	Reto Francioni	Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
	Roger Müller	Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als Bewährungsprobe für das Börsenrecht
	Horst Hammen	Verschmelzung von Börsen?
82.	Günther M. Bredow/ Hans-Gert Vogel	Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze (publ. in: BKR 2008, 271 ff.)
83.	Theodor Baums	Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts (publ. in: <i>Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe</i> , 2009, S. 815 ff.)
84.	José Engrácia Antunes	The Law of Corporate Groups in Portugal
85.	Maike Sauter	Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) (publ. in: ZIP 2008, 1706 ff.)

86.	James D. Cox / Randall S. Thomas / Lynn Bai	There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs : An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
87.	Michael Bradley / James D. Cox / Mitu Gulati	The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes : Lessons from the Sovereign Debt Market
88.	Theodor Baums	Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda (publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff.)
89.	Theodor Baums	Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht (publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff.)
90.	Theodor Baums	Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes (publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff.)
91.	Tim Florstedt	Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems (publ. in: Der Konzern 2008, 504 ff.)
92.	Lado Chanturia	Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
93.	Julia Redenius-Hövermann	Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied (publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
94.	Ulrich Seibert / Tim Florstedt	Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentliche Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf (publ. in: ZIP 2008, 2145 ff.)
95.	Andreas Cahn	Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes (publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff.)
96.	Thomas Huertas	Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
97.	Theodor Baums / Maike Sauter	Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag (publ. in: ZHR 173 (2009), 454 ff.)
98.	Andreas Cahn	Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH (publ. in: Der Konzern 2009, S. 67 ff.)
99.	Melanie Döge / Stefan Jobst	Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz (publ. in: BKR 2010, S. 136 ff.)
100.	Theodor Baums	Der Eintragungsstopp bei Namensaktien (publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
101.	Nicole Campbell / Henny Mächler	Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft
102.	Brad Gans	Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
103.	Arbeitskreis „Unternehmerische Mitbestimmung“	Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats (publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
104.	Theodor Baums	Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften (publ. in: Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)

105.	Tim Florstedt	Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG (publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
106.	Melanie Döge	Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz (publ. in: ZBB 2009, S. 419 ff.)
107.	Matthias Döll	„Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
108.	Kenneth E. Scott	Lessons from the Crisis
109.	Guido Ferrarini / 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 40 [2011], S. 218 ff)
119.	Theodor Baums	Managerhaftung und Verjährungsfrist (publ. in: ZHR 174 (2010), S. 593 ff)
120.	Stefan Jobst	Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei
121.	Theodor Baums	Das preußische Schuldverschreibungsgesetz von 1833 (publ. in: Bechtold/Jickeli/Rohe [Hrsg.], Recht, Ordnung und Wettbewerb. Festschrift für Möschel, 2011, S. 1097 ff)
122.	Theodor Baums	<i>Low Balling, Creeping in</i> 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, 357 ff.)
128.	Andreas Cahn	Der Kontrollbegriff des WpÜG (publ. in Mülbart/Kiem/Wittig (Hrsg.), 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), S. 77-107)
129.	Andreas Cahn	Professionalisierung des Aufsichtsrats (publ. in Veil (Hrsg.), Unternehmensrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 139-159)
130.	Theodor Baums / Florian Drinhausen / Astrid Keinath	Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren. Eine empirische Studie (publ. in: ZIP 2011, S. 2329 ff.)
131.	Theodor Baums / Roland Schmidbleicher	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, 501-508)
134.	Andreas Cahn/ Henny Mühler	Produktinformationen nach MiFID II – Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen (publ. in BKR 2013, 45-55)
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 Kößler	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, 459-463)
141.	Andreas Cahn	Aufsichtsrat und Business Judgment Rule (publ. in WM 2013, 1293-1305)



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

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1

D-60323 FRANKFURT AM MAIN

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

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

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