

zu einer Grundfreiheit (hier stehen sich Niederlassungsfreiheit und nationale Regelungen im Allgemeininteresse gegenüber) die Darlegungs- bzw. Rechtfertigungslast trägt, der sich auf die Ausnahmeregelung beruft⁸⁰⁾. Zugleich legt die Bestimmung aber den Mitgliedstaaten die Verpflichtung auf, die Liste der Beschränkungsvorschriften zu erstellen, was dem Kreditinstitut einerseits eine Kostenersparnis bringen sollte und in Zusammenarbeit mit der Kommission zu einer musterartigen Zusammenfassung der in den Mitgliedstaaten bestehenden Regelungen im Allgemeininteresse beitragen könnte⁸¹⁾. In der Praxis haben sich allerdings beide Erwägungen als zu optimistisch erwiesen. Einerseits ist der Informationsgehalt einer Liste von Bestimmungen einer dem Kreditinstitut unbekanntem Rechtsordnung denkbar gering⁸²⁾, andererseits ist die erhoffte Harmonisierungswirkung bislang ausgeblieben⁸³⁾. Auch aus diesem Grund empfiehlt es

sich für ein Kreditinstitut, während der Zweimonatsfrist die Unterstützung von Wirtschaftsprüfern und Rechtsanwälten im Aufnahmemitgliedstaat in Anspruch zu nehmen, um ein umfassendes Bild der einzuhaltenden Rechtsnormen und deren Anwendung in der Praxis zu bekommen⁸⁴⁾.

Aus verfahrensrechtlicher Sicht hat der Erhalt der Mitteilung die Folge, dass das Kreditinstitut den Geschäftsbetrieb aufnehmen darf, wohingegen die Nichtmitteilung das Kreditinstitut zum Abwarten der Zweimonatsfrist zwingt⁸⁵⁾. Die Höchstdauer des Anzeigeverfahrens bis zur Aufnahme des Geschäftsbetriebs beträgt somit fünf Monate, wobei das Ausgangsverfahren höchstens drei Monate und das Zugangsverfahren höchstens zwei Monate dauern darf. Dies setzt allerdings voraus, dass die Angaben an die FMA vollständig waren und es im Laufe des Anzeigeverfahrens zu keiner Änderung dieser Angaben durch das Kreditinstitut gekommen ist.

80) Vgl. *Marwede in Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, dKWG, § 53 b Rz 66; *Kingreen in Callies/Ruffert*, EUV/EGV, Art 28-30 EGV, Rz 28; *Katz*, The Second Banking Directive, Yearbook of European Law 1992, 291; zuletzt auch EuGH 2. 12. 2004, Rs C-41/02, *Kommission/Niederlande*, Slg 2004, I-11375, Rz 47.

81) *Knobl*, Europabankrecht 228; *Van Gerven*, La deuxième directive 46.

82) Für die österreichische Rechtslage vgl. § 9 Abs 7 BWG sowie *Finanzmarktaufsichtsbehörde*, EWR Niederlassungsfreiheit – Mitteilung über die für Zweigstellen geltenden Bestimmungen des österreichischen Rechts.

83) Vgl. *Dassesse/Isaacs/Penn*, EC Banking Law², 4.44 FN 63.

84) Vgl. *Smits in Van Empel/Smits*, § 6.3.4; eine Bank tut daher gut daran (§ 39 Abs 1 BWG!), sich nicht passiv auf die Mitteilung der Bestimmungen durch die FMA zu verlassen, zumal für die Mitteilung der Vorschriften keine gemeinschaftsrechtliche Verpflichtung (vgl. *Europäische Kommission*, Mitteilung zu Auslegungsfragen 17, wonach die Mitgliedstaaten hier einen Ermessensspielraum haben) und gemäß § 9 Abs 3 BWG (arg „die FMA kann“) auch keine Verpflichtung nach österreichischem Recht besteht.

85) § 9 Abs 4 BWG.



Der Autor:

MMag. Georg Janovsky war Rechtsanwaltsanwärter in Wien und dissertiert an den Universitäten Innsbruck und Paris I im Bereich des Europäischen Bankenaufsichtsrechts.

Publikationen des Autors:

Knobl/Janovsky, Entscheidungsbesprechung zu OGH 7. 11. 2007, 6 Ob 110/07f – Aufklärungspflicht über Retrozessionen, ZFR 2008, 68. Janovsky/Gruber, Ausweitung der Arzthaftung als Einfallstor für neue Formen der Arzthaftpflichtversicherung, ZVersWiss 2007, 209.

RAA Dr. Astrid Hartmann, LL.M. (Cambridge)
Wien

■ ZFR 2008/78, 129

Rechtliche Rahmenbedingungen für den Handel mit Emissionszertifikaten, Kyoto-Einheiten und Derivaten in Bezug auf diese Produkte – Teil 1

Ein zukunftssträchtiger Markt nimmt seinen Anfang. Mit Beginn des „internationalen Emissionshandels“ ab 1. 1. 2008 sind zusätzlich zum bereits bestehenden europaweiten Handelssystem mit Emissionszertifikaten für Unternehmen neben Emissionszertifikaten (EUAs) bestimmte Kyoto-Einheiten wie Emissionsreduktionseinheiten und zertifizierte Emissionsreduktionen (EURs, CERs) handelbar. Fast zeitgleich zu dieser Neuerung traten mit November 2007 die Bestimmungen zur Umsetzung der MiFID in Kraft. Zudem sind mit Februar 2008 wesentliche Änderungen der Kernbestimmungen der GewO zu Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit in Umsetzung der RL 2005/36/EG und RL 2005/60/EG vorgenommen worden. Im Licht dieser Änderungen untersucht der Beitrag die Erfordernisse für Unternehmen für den Handel und die Vermittlung von Emissionszertifikaten und Kyoto-Einheiten sowie Derivaten in Bezug auf diese Produkte und für diesbezügliche Beratungsleistungen im post-MiFID Umfeld. Dabei werden grenzüberschreitende Unternehmenstätigkeiten in den Vordergrund gestellt und sämtliche Erfordernisse nach BWG, WAG 2007 und GewO analysiert.

1. Einleitung

Die MiFID¹⁾ ersetzt die ISD²⁾ (Wertpapierdienstleistungsrichtlinie) aus dem Jahre 1993. Letztere harmonisierte die Bedingungen, unter denen in einem Mitgliedstaat zugelassene Wertpapierfirmen und Banken in anderen Mitgliedstaaten – auf Grundlage der Zulassung und Aufsicht durch den Herkunftsmitgliedstaat – spezifische Dienstleistungen erbringen oder Zweigniederlassungen errichten können (Europäischer Pass)³⁾. Die MiFID erweitert dieses System um Dienstleistungen und Finanzinstrumente, um Wertpapierfirmen das Erbringen von Dienstleistungen in der gesamten Gemeinschaft im Rahmen des Binnenmarkts auf der Grundlage der Herkunftslandaufsicht zu gestatten⁴⁾. Obwohl primär durch das WAG 2007⁵⁾ implementiert, kommen die MiFID-Umsetzungsbestimmungen in Österreich nicht ohne eine Vielzahl an Gesetzesverweisen aus, die Auslegungsfragen aufwerfen und die Anwendbarkeit erschweren.

Ziel dieses Artikels ist die praxisnahe Beantwortung der Fragestellungen: Welche Zulassungsvoraussetzungen gibt es für den Handel mit Emissionszertifikaten und Kyoto-Einheiten und Derivaten in Bezug auf diese Produkte? Welche Themenkreise sind im Zusammenhang mit dem Handel von Emissionszertifikaten, Kyoto-Einheiten und Derivaten zu beachten? Dabei ist die rechtliche Sonderstellung von Emissionszertifikaten und Kyoto-Einheiten von Bedeutung, weil Emissionszertifikate – im Gegensatz zu anderen EU-Mitgliedstaaten – in Österreich im EZG⁶⁾ explizit als Ware qualifiziert werden. Der Beitrag legt die Implikationen dieser Einstufung als Ware dar und zeigt die Zusammenhänge zur MiFID auf, die eine weitgehende Konzessionspflicht für gewerbliche Händler und Dienstleister von Emissionszertifikatderivaten regelt, sofern es zu einem börseähnlichen Handel kommt.

Im Folgenden analysiert der Beitrag zunächst, inwiefern die einzelnen, auf Waren oder Emissionsberechtigungen Bezug nehmenden Kategorien an Finanzinstrumenten der MiFID in Österreich implementiert wurden und auf welche Produktgruppen die Umsetzungsbestimmungen keine Anwendung finden. Danach wird in praxisnaher Darstellung aufgeschlüsselt, welche Erfordernisse von einem Unternehmen zu beachten sind, wenn es mit der MiFID unterliegenden Produkten handelt, diese weitervermittelt oder Beratungsleistungen erbringt. Insb die Möglichkeit von Vertragsvermittlung (Intermediation) und von back-to-back Transaktionen durch in der EU lizenzierte Unternehmen für andere (mitunter) nicht lizenzierte Unternehmen wird aufgrund großer Praxisrelevanz beleuchtet. In diesem Kontext ist darzulegen, unter welchen Voraussetzungen Wertpapierfirmen aus Drittländern im europäischen Markt der MiFID unterfallende Dienstleistungen erbringen können. Für von der MiFID ausgenommene Produkte oder Tätigkeiten wird die Anwendbarkeit der Dienstleistungsfreiheit behandelt und festgelegt, welche nationalen Anforderungen von Unterneh-

men bei Inanspruchnahme dieser Freiheiten zu berücksichtigen sind. Dabei ist auf die Auswirkungen der Dienstleistungs-RL auf das österreichische Gewerberecht einzugehen. Der Beitrag schließt mit einem Ausblick auf die wichtigsten Themen, die sich ab 2008 für mit Kyoto-Einheiten handelnde Unternehmen stellen.

2. Der internationale Emissionshandel ab 2008

2.1. Bestehende Handelsmöglichkeiten

Bereits seit 2005 sind Emissionszertifikate im Rahmen des europaweiten Emissionshandelssystems in Österreich zwischen natürlichen und juristischen Personen innerhalb der Gemeinschaft sowie zwischen den vorgenannten und natürlichen und juristischen Personen bestimmter Drittländer⁷⁾ frei handelbar (§ 19 Abs 1 EZG). Daher können auch Personen, die nicht Inhaber einer Anlage gemäß EZG sind (bspw Rohstoffhändler und Investmentbanken), am Emissionshandel teilnehmen. Gehandelt werden können Emissionszertifikate⁸⁾ (i) gemäß EZG, (ii) aus EU-Mitgliedstaaten sowie (iii) aus Drittländern, die im Anhang B des Kyoto-Protokolls⁹⁾ angeführt sind, das Kyoto-Protokoll ratifiziert haben und mit denen ein Abkommen der Gemeinschaft für die gegenseitige Anerkennung der Emissionszertifikate besteht¹⁰⁾. § 22 EZG legt fest, dass Emissionszertifikate den Rechtscharakter einer Ware haben und an Warenbörsen gehandelt werden können. Eine Folge dieses Rechtscharakters ist, dass Emissionszertifikate taugliche Sicherungsgegenstände sind¹¹⁾. Werden Emissionszertifikate zwischen Unternehmern in Österreich gehandelt, unterliegt der Handel der österreichischen Umsatzsteuer¹²⁾. Emissionszertifikate stellen Umlaufvermögen in der Bilanz dar¹³⁾.

Grundsätzlich bieten sich für den Handel mit Emissionszertifikaten folgende Handelsformen an: Over-the-Counter über Private (wie Makler, Broker), an Börsen und anderen Handels-

- 1) Markets in Financial Instruments Directive, RL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der RL 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der RL 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der RL 93/22/EWG des Rates; zur Entwicklung der MiFID siehe *Forstinger/Prader*, ÖBA 2004, 329.
- 2) Investment Services Directive, RL 93/22/EWG des Rates vom 10. 5. 1993 über Wertpapierdienstleistungen.
- 3) 1. Erwägungsgrund der MiFID.
- 4) 2. Erwägungsgrund der MiFID.
- 5) BGBl I 2007/60.
- 6) BGBl I 2004/46.

- 7) In Frage kommen Drittländer, in denen die Emissionszertifikate aufgrund eines Abkommens für die gegenseitige Anerkennung anerkannt sind; vgl dazu Art 12 iVm 25 der RL 2003/87/EG vom 13. 10. 2003 des Europäischen Parlaments und des Rates über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft und zur Änderung der RL 96/61/EG des Rates.
- 8) Emissionszertifikate sind gemäß § 3 Z 1 EZG Zertifikate, die zur Emission von einer Tonne Kohlenstoffdioxidäquivalent in einer bestimmten Periode berechtigen.
- 9) Protokoll von Kyoto zum Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaveränderungen vom 11. 12. 1997. In Kraft getreten auf völkerrechtlicher Ebene mit 16. 2. 2005. Auf europäischer Ebene wurde mit der Entscheidung des Rates Nr 2002/358/EG vom 25. 4. 2002 über die Genehmigung des Kyoto-Protokolls, ABl L 130/1 vom 15. 5. 2002, das Kyoto-Protokoll genehmigt. Die Entscheidung des Europäischen Parlaments und des Rates Nr 280/2004/EG vom 11. 2. 2004 über ein System zur Überwachung der Treibhausgasemissionen in der Gemeinschaft und zur Umsetzung des Kyoto-Protokolls, ABl L 49/1 vom 19. 2. 2004, führte ein System zur Umsetzung des Kyoto-Protokolls ein. Auf nationaler Ebene wurde das Kyoto-Protokoll mit BGBl III 2005/89 in innerstaatliches Recht korporiert.
- 10) Vgl § 19 Abs 1 EZG.
- 11) Vgl *Brauneis*, Übertragung von und Pfandrechtsbegründung an Emissionszertifikaten, *ecolex* 2005, 347; *Schmelz/Walldöfer*, Emissionszertifikatehandel – Status Quo, *ecolex* 2005, 346.
- 12) *Greinecker/Wiesinger/Wagner*, Steuerliche Aspekte der Emissionszertifikate, *ecolex* 2005, 352.
- 13) Zur steuer- und bilanzrechtlichen Behandlung der Emissionszertifikate nach österreichischer Rechtslage, vgl *Wiesner/Mayr*, Die steuerliche Behandlung von Emissionszertifikaten, RWZ 10/2004, 291; *Reiter*, Überbordende internationale Bilanzierungsvorschriften? Vorschlag für eine einfache und jedermann verständliche Behandlung von Emissionszertifikaten in Österreich, RWZ 4/2005, 115; UStaktuell 2006 H 11, 4, zum Handel mit Emissionszertifikaten; *Bürgler*, Die Bilanzierung von Emissionszertifikaten, GeS 2004/7-8, 273; nach deutscher Rechtslage vgl Ausführungen in *Körner/Vierhaus*, Kommentar Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz, Zuteilungsverordnung 2007 (2005) 138.

plattformen wie New Values „Climex“¹⁴), eine europaweite Online Handelsplattform, die *inter alia* den Spothandel mit Emissionszertifikaten ermöglicht. Bei der Wahl des richtigen Handelsplatzes sind neben den Gesamtkosten (Registrierungs-, Mitglieds- und Transaktionsgebühr) Informationstransparenz, Marktliquidität, Risikominimierung und Zulässigkeit der Teilnahme die wichtigsten Kriterien. Den Börsehandel mit Emissionszertifikaten wickelt in Österreich die EXAA Abwicklungsstelle für die Energieprodukte AG im Auftrag der Wiener Börse als allgemeine Warenbörse ab. Unternehmen, die an der Umweltbörse handeln wollen, müssen Mitglied der Warenbörse werden, wobei die Voraussetzungen für die Mitgliedschaft zum CO₂-Handel gemäß den von der Wiener Börse aufgestellten Teilnahmebedingungen folgende erfüllen:

- Unternehmen, die gewerbmäßig im Zusammenhang mit den Handelsgegenständen des CO₂-Spotmarkts oder elektrischen Energieprodukten stehen;
- Unternehmen, die gemäß EZG oder einem entsprechenden ausländischen Gesetz eines EU-Mitgliedstaates oder eines solchen Drittstaats, in dem die Emissionszertifikate aufgrund eines Abkommens gemäß Art 300 EGV anerkannt werden, zum Empfang der Zuteilung oder zur Übertragung von Emissionszertifikaten berechtigt sind;
- handelsberechtigte Mitglieder ausländischer Strom- oder Umwelt(produkt)börsen und/oder „anerkannter Abwicklungsstellen“ für ausländische anerkannte Strom- oder Umwelt(produkt)börsen, jeweils mit Sitz in der EU;
- Kreditinstitute gemäß § 1 Abs 1 BWG oder Kreditinstitute aus anderen EWR-Mitgliedstaaten als Österreich oder anerkannte Wertpapierfirmen mit Sitz in anderen EWR-Mitgliedstaaten, soweit sie am Handel mit Umweltprodukten oder als Broker am Handel mit Umweltprodukten teilnehmen und dazu auch berechtigt sind¹⁵.

Neben anderen zu erbringenden Voraussetzungen ist herauszustellen, dass das handelnde Unternehmen ein Registerkonto bei einer in- oder ausländischen Registerstelle zu führen hat. Ein Registerkonto¹⁶ ist erforderlich, weil § 19 Abs 1 EZG bestimmt, dass die Übertragung der Zertifikate im Emissionshandelsregister nach § 21 EZG zu verbuchen ist, um rechtswirksam zu werden. Zu beachten gilt, dass die Teilnahme am Handel mit Umweltprodukten auch direkt oder indirekt über einen Broker möglich ist¹⁷.

14) Siehe unter <http://www.climex.com/> (1. 7. 2008).

15) Vgl http://www.exaa.at/spotmarket_CO2/participation/. Sowie (i) Bedingungen für die Teilnahme am Handel mit Umweltprodukten und an der Abwicklung von im Handel mit Umweltprodukten abgeschlossenen Börsengeschäften an der Wiener Börse AG als allgemeine Warenbörse („Teilnahmebedingungen Umweltprodukte“), (ii) Leitfadens zum Zulassungsprozedere zum Handel am EXAA CO₂-Markt bei direkter Teilnahme, sowie (iii) Mitgliedschaftsvereinbarung mit der Wiener Börse AG als allgemeine Warenbörse (dabei wird unterschieden, ob der Mitgliedsnehmer am Handel mit Umweltprodukten oder an der Abwicklung von im Handel mit Umweltprodukten abgeschlossenen Börsengeschäften oder an beidem teilnehmen möchte), abrufbar unter <http://www.exaa.at/service/download/CO2-certificates.html> (1. 7. 2008).

16) Unterschieden wird zwischen Betreiberkonten (Operator Holding Account; für jede genehmigungspflichtige Anlage, die am Emissionshandel gemäß EZG teilnimmt) und Personenkonten (Person Holding Account; für alle natürlichen und juristischen Personen, insb jene Personen, die nicht zur Haltung eines Kontos verpflichtet sind, wie reine Zertifikatehändler oder Broker). Die Führung des nationalen Emissionshandelsregisters obliegt partnerschaftlich der Umweltbundesamt GmbH und der ECRA GmbH.

17) § 2 Abs 2 der Teilnahmebedingungen Umweltprodukte der Wiener Börse AG.

2.2. Hinzugekommene Handelsmöglichkeiten

2.2.1. Neues Handelsprodukt: Kyoto-Einheiten

Der internationale Emissionshandel startet mit Beginn der ersten Verpflichtungsperiode des Kyoto-Protokolls am 1. 1. 2008, und damit zeitgleich zum Beginn der zweiten Periode des EU-Emissionshandelssystems von 2008 bis 2012. Neben Emissionszertifikaten sind ab 1. 1. 2008 für Unternehmen zusätzlich folgende Kyoto-Einheiten handelbar: Emissionsreduktionseinheiten („ERUs“) und zertifizierte Emissionsreduktionen („CERs“). Ab 2008 können zudem Nationalstaaten erstmals untereinander handeln. Im Gegensatz zum Handel zwischen Unternehmen können von Staaten folgende Kyoto-Einheiten gehandelt werden: Assigned Amount Units („AAUs“) und Removal Units („RMUs“)¹⁸. AAUs und RMUs können zwischen Staaten auf Basis des Kyoto-Protokolls gehandelt werden. Sie wurden jedoch bislang in das europäische und nationale Rechtsgefüge nicht übernommen, weshalb sie in vorliegender Besprechung der regulatorischen Erfordernisse für den Emissionshandel ausgeklammert werden.

Zum wirtschaftlichen Verständnis der Begriffe: CERs werden durch CDM-Projekte generiert, wobei die Reduktionen der Treibhausgase – ausgedrückt in metrischen Tonnen Kohlendioxid-Äquivalent – einer in Anlage B des Kyoto-Protokolls angeführten Kyoto-Vertragspartei gutgeschrieben wird. Mit CDM ist der Mechanismus für umweltverträgliche Entwicklung (Clean Development Mechanism) gemäß Art 12 des Kyoto-Protokolls angesprochen, der es „in Anlage I angeführten Vertragsparteien“ (wie im Kyoto-Protokoll definiert) ermöglicht, CERs durch Projekte mit nicht „in Anlage I angeführten Vertragsparteien“ zu erwerben¹⁹.

ERUs werden hingegen aus JI-Projekten generiert. Unter JI ist die gemeinsame Projektumsetzung (Joint Implementation) gemäß Art 6 des Kyoto-Protokolls zu verstehen, wonach eine „in Anlage I angeführte Vertragspartei“ (wie im Kyoto-Protokoll definiert) in ein emissionsminderndes Projekt in einer anderen „in Anlage I angeführten Vertragspartei“ investiert.

Der österreichische Gesetzgeber integrierte mit der Novellierung des EZG in BGBl I 2006/34 (Umweltrechtsanpassungsgesetz 2005 – „URAG“) in Umsetzung der Linking Directive²⁰ CERs und ERUs in das EZG (vgl Definitionen in § 3 Z 7 und § 3 Z 8) und machte sie zur Erfüllung der Verpflichtungen von Anlageninhabern zur Abgabe von Emissionszertifikaten, die den Gesamtemissionen der Anlage entsprechen, nach §§ 18 iVm 19a EZG nutzbar. Damit wurde eine Verbindung zwischen projektbezogenen Kompensationsmechanismen des Kyoto-Protokolls (CDM, JI) und dem Emissionshandelssystem der EU geschaffen, die ermöglicht, Gutschriften aus weltweit in Entwicklungsländern oder in Transformationsländern durchgeführten Emissionsminderungsprojekten zu erwirtschaften und diese auf die eigenen Verpflichtungen anrechnen zu lassen.

Generell bieten sich zwei Möglichkeiten an, CERs und ERUs zu erwerben: entweder durch direkte Beteiligung an (und Mitfinanzierung von) CDM/JI-Projekten oder durch Teilnahme

18) AAUs und RMUs sind definiert im Annex to Decision 13/CMP.1 on Modalities for the Accounting of Assigned Amounts under Article 7, Paragraph 4 of the Kyoto Protocol (FCCC/KP/CMP/2005/8/Add.2) 30. 3. 2006.

19) Vgl auch *Robinson/Barton/Dodwell/Heydon/Milton*, Climate Change Law: Emissions Trading in the EU and the UK (2007), insb 173 ff.

20) RL 2004/101/EG des Europäischen Parlaments und Rates vom 27. 10. 2004 zur Änderung der RL 2003/87/EG über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft im Sinne der projektbezogenen Mechanismen des Kyoto-Protokolls.

am Handel mit aus CDM/JI-Projekten gewonnenen Kyoto-Einheiten, was eine Projektbeteiligung nicht erfordert. Für die Handelstätigkeit mit CERs und ERUs gelten dabei die in Folge dargestellten Ausführungen:

2.2.2. Rechtliche Besonderheiten und Vertragsgestaltung

Das EZG und das URAG regeln lediglich, inwiefern Kyoto-Einheiten zur Erfüllung der Verpflichtungen nach EZG anrechenbar sind, jedoch nicht den privatrechtlichen Handel. Zudem regelt das EZG (im Gegensatz zu Emissionszertifikaten) nicht den Rechtscharakter von CERs und ERUs, obwohl dieser für das Aufsichtsrecht bedeutsam ist. Das Gesetz trifft auch keine Aussage zu deren freier Handelbarkeit.

Laut *Schwarzer* ist die Festlegung des Rechtscharakters von Emissionszertifikaten als Ware in § 22 EZG analog für ERUs anwendbar²¹⁾. Diesem Analogieschluss für ERUs ist zuzustimmen, und er ist auf CERs auszudehnen. Aus dem offenkundigen Zweck der Linking Directive und – in dessen Umsetzung – des EZG, CERs und ERUs als Emissionszertifikaten gleichwertig zu implementieren, und auf Basis des Prinzips der einheitlichen Gesetzesauslegung bei Fehlen von Indikatoren, die eine Differenzierung notwendig machen, ist zu schließen, dass eine planwidrige Gesetzeslücke im EZG vorliegt, die im Hinblick auf das Gebot der verfassungskonformen Interpretation²²⁾ im Wege der analogen Anwendung des § 22 EZG auf CERs und ERUs zu schließen ist. Eine einheitliche Gesetzesauslegung wäre bei rechtlicher Kategorisierung von CERs und ERUs nicht als Waren, sondern bspw als Wertpapiere oder Warenderivate, nicht gegeben.

Folglich ist auch die Festlegung in § 22 EZG, wonach Emissionszertifikate frei handelbar sind, analog auf CERs und ERUs anzuwenden. Die freie Handelbarkeit dieser Kyoto-Einheiten ergibt sich aus den europarechtlichen Vorgaben, insb aus den Verordnungen in Umsetzung der RL 2003/87/EG. So regelt bspw Art 49 ff der ersten DurchführungsVO²³⁾ die Übertragung von Zertifikaten und Kyoto-Einheiten²⁴⁾ durch Kontoinhaber und die zweite DurchführungsVO²⁵⁾ die Abwicklung in den Registern im Falle der Übertragung. Das lässt keinen Zweifel an der freien Handelbarkeit von CERs und ERUs innerhalb der EU. International ergibt sich die Handelbarkeit von CERs und ERUs bereits aus dem Kyoto-Protokoll und den dazu ergangenen Entscheidungen²⁶⁾.

Die rechtliche Qualifizierung von Emissionszertifikaten, CERs und ERUs als Waren ist jedoch aus aufsichtsrechtlichen Aspekten mit Blick auf die MiFID nicht unproblematisch²⁷⁾, wie in Punkt 3.1.2 dargelegt wird.

Für die vertragliche Ausgestaltung des Handels mit Emissionszertifikaten, CERs und ERUs hat sich aufgrund der Neuheit der Produkte noch kein Marktstandard etabliert. Es finden sich auch keine konkreten Vorgaben in europäischem oder nationalem Recht. Hingegen haben drei Institutionen, the International Emissions Trading Association (IETA)²⁸⁾, the European Federation of Energy Traders (EFET)²⁹⁾ und the International Swaps and Derivatives Association (ISDA)³⁰⁾, Rahmenverträge für den Emissionshandel ausgearbeitet, die – nach Adaptierung an die jeweilige Rechtsordnung – im internationalen Handel Anwendung finden können. In den Vertragsvorlagen sind zudem handelbare Einheiten (*Allowances*) weit genug definiert, um neben den ausdrücklich erwähnten EU-Emissionszertifikaten (*EU Allowances*) nach dem Verständnis der RL 2003/87/EG auch CERs (soweit nicht in den Rahmenverträgen ohnehin ausdrücklich erwähnt), ERUs und andere Emissionsberechtigungen aus anderen Emissionshandelssystemen in Drittstaaten, sofern von der EU anerkannt, zum Handel zuzulassen. Davon weicht lediglich das speziell auf ERUs zugeschnittene Kaufvertragsmuster der IETA³¹⁾ ab. Zusätzlich haben einige Handelsplattformen Standardvertragspezifikationen für Handelstransaktionen auf ihren Plattformen entwickelt, wie bspw die European Climate Exchange (ECX)³²⁾.

3. MiFID

Im Licht der am 1. 11. 2007 in Kraft getretenen MiFID-Umsetzung in Österreich gilt es das Erfordernis für Unternehmen, eine Konzession, Bewilligung oder sonstige behördliche Berechtigung für den Handel mit Emissionszertifikaten, Kyoto-Einheiten und Derivaten in Bezug auf diese Produkte, sowie für Beratungs- und Vermittlungsleistungen (neu) zu hinterfragen. Die Umsetzung der MiFID in Österreich bedingte nämlich nicht nur das Erlassen eines neuen Gesetzes, des WAG 2007, welches das bestehende WAG ersetzte, und die Änderung des BWG und der GewO, sondern ließ auch Fragen zur Abgrenzung zwischen WAG 2007, BWG und GewO aufkommen. Bevor die einzelnen regulatorischen Erfordernisse nach WAG 2007, BWG und GewO für den Handel, die Vermittlung und Beratung in Bezug auf Emissionszertifikate, CERs und ERUs sowie Derivate zu diesen Produkten in Punkt 4 dargestellt werden, ist auf den Anwendungsbereich der MiFID im österreichischen Rechtsgefüge einzugehen. Damit soll ein besseres Verständnis

aus zivilrechtlicher Sicht, in *Energieinstitut an der Johannes Kepler Universität Linz* (Hrsg), *Rechtsprobleme des EZG* (2006) 65.

21) *Schwarzer*, Kommentar zum EZG (2005) § 22 Rz 10.

22) Nach stRsp des VfGH verbietet es der Gleichheitsgrundsatz dem Gesetzgeber, andere als sachlich begründbare Differenzierungen zu schaffen (VfSlg 8.169/1977). Gesetzliche Differenzierungen müssen aus Unterschieden im Tatsächlichen ableitbar sein (VfSlg 4.392/1963), die darüber hinaus wesentlich sein müssen (VfSlg 11.190/1986).

23) VO (EG) 2216/2004 der Kommission vom 21. 12. 2004 über ein standardisiertes und sicheres Registrierungssystem gemäß der RL 2003/87/EG sowie der Entscheidung Nr 280/2004/EG des Europäischen Parlaments und des Rates.

24) Als Kyoto-Einheiten werden dabei CERs, ERUs, AAUs und RMUs verstanden (Art 2 [n] der ersten DurchführungsVO).

25) VO (EG) 916/2007 der Kommission vom 31. 7. 2007 zur Änderung der ersten DurchführungsVO.

26) Vgl insb Decisions 18/CP.7 und 19/CP.7 (FCCC/CP/2001/13/Add.2) 21. 1. 2002; Decision 11/CMP.1 (FCCC/KP/CMP/2005/8/Add.2), 30. 3. 2006; und FN 18.

27) Eine Problematik ist die Gemeinschaftsrechtskonformität der Qualifikation von Emissionszertifikaten als Ware. Eine Zusammenfassung der Diskussion findet sich in *Riedler*, *Der Handel mit Emissionszertifikaten*

28) IETA erarbeitete folgende Vertragsmuster: „IETA Emissions Trading Master Agreement (ETMA)“, „IETA Emissions Allowance Single Trade Agreement for the EU Scheme“ und „IETA CDM Emission Reduction Purchase Agreement (ERPA)“, abrufbar unter <http://www.ieta.org/> (1. 7. 2008).

29) EFET erarbeitete einen „Allowances Appendix to the EFET General Agreement Concerning the Delivery and Acceptance of Electricity (the Allowances Appendix)“, abrufbar unter http://www.efet.org (1. 7. 2008).

30) ISDA publizierte drei Transaktionsdokumentvorlagen für den Handel mit EU-Emissionsberechtigungen: „Form of Part [6] to the Schedule to an ISDA Master Agreement for EU Emissions Allowance Transactions (incorporating options) (Version 3)“, „Confirmation of OTC Physically Settled EU Emissions Allowance Option“ und „Confirmation of OTC Physically Settled EU Emissions Allowance Forward“, abrufbar unter http://www.isda.org (1. 7. 2008).

31) „IETA CDM Emission Reduction Purchase Agreement (ERPA)“, abrufbar unter <http://www.ieta.org/> (1. 7. 2008).

32) ECX entwickelte den „ECX CFI Futures Contract“ und den „ECX CFI Futures Contract“ (jeweils abrufbar unter http://www.europeancclimateexchange.com, 1. 7. 2008), die vertragliche Spezifikationen für Minimalhandelsgrößen, Preise, Gebühren und Abwicklungsmechanismen festschreiben.

der Abgrenzung zwischen den regulatorischen Rahmenbedingungen prä- und post-MiFID erwirkt werden.

3.1. Anwendungsbereich der MiFID und der österreichischen Umsetzungsbestimmungen

3.1.1. Erfasste Unternehmensformen

Das WAG 2007 normiert Konzessionspflichten für die Unternehmensformen „Wertpapierfirma“ nach dem Begriffsverständnis des § 1 Z 1 iVm § 3 WAG 2007 (Art 4 Abs 1 Z 1 MiFID) und „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ („WPDLU“) nach § 4 WAG 2007 (Art 3 MiFID)³³. Österreich machte bei der Implementierung der MiFID von der fakultativen Ausnahmeregelung Gebrauch, die es ermöglicht, kleinere Unternehmen im Sinne des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit von bestimmten Konzessionsvoraussetzungen und anderen Anforderungen auszunehmen³⁴. Erbringt folglich ein WPDLU Dienstleistungen und erfüllt dieses WPDLU bestimmte (in § 4 WAG 2007 umschriebene) Erfordernisse, so sind die Konzessionsvoraussetzungen geringer als jene für Wertpapierfirmen gemäß § 3 WAG 2007. Sitz und Hauptverwaltung des WPDLU müssen sich dabei im Inland befinden, wobei eine Inanspruchnahme der Regeln über die Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit nicht möglich ist³⁵.

3.1.2. Erfasste Produktklassen

Der österreichische Gesetzgeber hat die taxative Aufzählung der Finanzinstrumente des Art 4 Abs 1 Z 17 iVm Anhang I Abschnitt C der MiFID mit nur kleinen sprachlichen Veränderungen und Verweisen auf Art 38 und 39 der Durchführungsverordnung zur MiFID („DVO MiFID“)³⁶ in § 1 Z 6 WAG 2007 übernommen. Damit gelten insb Warenderivate und Derivate in Bezug auf Klimavariablen und Emissionsberechtigungen, die bar abgerechnet werden müssen, oder auf Wunsch einer der Parteien bar abgerechnet werden können und diese Barabrechnung nicht wegen eines vertraglich festgelegten Beendigungsgrunds erfolgt, sowie alle anderen Derivatkontrakte gemäß Art 39 DVO MiFID, als Finanzinstrumente. Es gilt hervorzuheben, dass ausschließlich Derivate in Bezug auf Emissionsberechtigungen und Waren als Finanzinstrumente klassifiziert werden. Emissionsberechtigungen oder Waren *per se* stellen keine Finanzinstrumente dar.

Fraglich ist, konkret unter welche der in § 1 Z 6 lit e-g und j WAG 2007 aufgelisteten Finanzinstrumente die Produktklassifizierung von Derivaten in Bezug auf Emissionszertifikate, CERs und ERUs erfolgen soll. Die Problematik ist dabei nicht auf sprachliche Unterschiede zum Deutschen zurückzuführen, sondern vielmehr auf eine fehlende Harmonisierung des Rechtscharakters von Emissionszertifikaten, ERUs und CERs innerhalb der EU und auf das österreichische Spezifikum der Qualifizierung von Emissionszertifikaten (sowie CERs und ERUs in analoger Anwendung) als Waren. Während nämlich Derivate in Bezug auf Emissionszertifikate eindeutig in An-

hang I Abschnitt CZ 10 MiFID und § 1 Z 6 lit j WAG 2007 als Finanzinstrumente qualifiziert werden, könnten sie (zusätzlich) – aufgrund des Rechtscharakters von Emissionszertifikaten als Waren – auch unter jene Ziffern von Anhang I Abschnitt C MiFID und § 1 Z 6 WAG 2007 subsumiert werden, die auf Warenderivate Bezug nehmen. Dieselbe Problematik ergibt sich für Derivate mit CERs und ERUs als underlying, die als Warenderivate und/oder Derivatkontrakte in Bezug auf Emissionsberechtigungen nach § 1 Z 6 lit j WAG 2007 qualifiziert werden können³⁷. Auch zusätzlich normierte, qualitativ an Warenderivate gestellte „Anforderungen“ für die Kategorisierbarkeit als Finanzinstrumente, wie (i) die Pflicht zur Barabrechnung oder die Möglichkeit zur Barabrechnung auf Wunsch einer Partei, sofern diese Barabrechnung nicht wegen eines vertraglich festgelegten Beendigungsgrunds erfolgt (§ 1 Z 6 lit e WAG 2007), (ii) die effektive Lieferbarkeit, wenn diese Instrumente an einem geregelten Markt oder über ein Multilaterales Handelssystem gehandelt werden (§ 1 Z 6 lit f WAG 2007), oder (iii) der Verweis auf Art 38 DVO MiFID (§ 1 Z 6 lit g WAG 2007), schließen die Anwendbarkeit der lit e-g auf Derivate in Bezug auf Emissionszertifikate und Kyoto-Einheiten *per se* nicht aus, weil auch für Letztere die genannten Voraussetzungen bejaht werden könnten. Eine Klärung dieser Problematik der Produktklassifizierung ist angesichts der (ausschließlich) auf Warenderivate Bezug nehmenden Ausnahmebestimmung in Art 2 Abs 1 lit k MiFID (umgesetzt in § 2 Z 13 WAG 2007)³⁸ und der Ausnahme für kommerziellen Zielen dienenden Warenderivaten nach Anhang I Abschnitt C 7 MiFID (umgesetzt in § 1 Z 6 lit g WAG 2007) dringlich.

Vergleiche zur deutschen MiFID-Umsetzung sind kaum zur Lösung der Problemstellung nützlich, weil das deutsche Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz³⁹ oder das Projekt-Mechanismen-Gesetz⁴⁰ nicht die für Österreich spezielle Situation erzeugen, Emissionszertifikaten explizit den Rechtscharakter von Waren zuzuschreiben. Gegen eine Vergleichbarkeit spricht weiters, dass der deutsche Gesetzgeber im durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz⁴¹ geschaffenen § 2 Abs 2c des Wertpapierhandelsgesetzes („WpHG“) „Waren“ in Entsprechung des Art 2 Z 1 DVO MiFID explizit definiert, und durch die parallele Verwendung der Begriffe „Waren“ und „Emissionsberechtigungen“ in der Definition von Derivaten in § 2 Abs 2 Z 2 WpHG die Möglichkeit ausschließt, „Emissionsberechtigungen“ unter „Waren“ zu subsumieren. Eben Letzteres kann für Österreich jedoch nicht ausgeschlossen werden, obwohl zur Auslegung des in § 1 Z 6 lit e-g und j

33) Daneben enthält das WAG 2007 auch Regelungen, die auf „gewerbliche Vermögensberater“ nach § 136a GewO und „Finanzdienstleistungsassistenten“ nach § 2 Abs 1 Z 15 WAG 2007 Anwendung finden.

34) EBRV 143 BlgNR 23. GP 4.

35) Brandl/Klausberger in Brandl/Saria (Hrsg.), Praxiskommentar zum WAG (2007) § 4 Rz 3.

36) VO (EG) 1287/2006 der Kommission vom 10. 8. 2006 zur Durchführung der RL 2004/39/EG betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldungen von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe iSd RL.

37) Insb weil § 1 Z 6 lit j WAG 2007 von Derivatkontrakten in Bezug auf „Emissionsberechtigungen“, und nicht in Bezug auf „Emissionszertifikate“, spricht, und der Begriff „Emissionsberechtigung“ weiter ist als „Emissionszertifikat“ und damit die Subsumtion von Kyoto-Einheiten zulässt.

38) Diese Ausnahmebestimmung ist verunglückt, weil sie das WAG 2007 auf Fälle, die dem WAG 2007 nicht unterliegen, unanwendbar erklärt: § 2 Abs 1 Z 13 WAG 2007 erklärt das WAG 2007 auf Personen, deren Haupttätigkeit im Handel für eigene Rechnung mit Waren oder Warenderivaten gemäß § 1 Z 6 lit e-g WAG 2007 besteht, als nicht anwendbar. Waren – im Gegensatz zu Warenderivaten – werden jedoch nicht als Finanzinstrumente qualifiziert, womit das WAG 2007 auf den Handel mit Waren unabhängig von der expliziten Ausnahme in § 2 Z 13 WAG 2007 sowieso nicht anwendbar ist.

39) Gesetz über den Handel mit Berechtigungen zur Emission von Treibhausgasen, vom 8. 7. 2004 (dBGBl I 1578), idF vom 21. 12. 2007 (dBGBl I 3089).

40) Gesetz über projektbezogene Mechanismen nach dem Protokoll von Kyoto zum Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen vom 11. 12. 1997, v 22. 9. 2005 (BGBl I 2826), idF vom 7. 8. 2007 (dBGBl I 1788).

41) Gesetz zur Umsetzung der RL über Märkte für Finanzinstrumente und der DurchführungsRL der Kommission v 16. 7. 2007 (dBGBl I 1330).

WAG 2007 verwendeten Warenbegriffs ebenfalls auf die Definition in Art 2 Z 1 DVO MiFID (aufgrund der direkten Anwendbarkeit der EG-VO) zurückgegriffen werden kann⁴²). Demnach sind Waren Güter fungibler Art, die geliefert werden können⁴³). Problematisch ist, dass das EZG im Zusammenhang mit seiner Qualifizierung von Emissionszertifikaten als „Ware“ nicht darlegt, ob dem Begriff „Ware“ im EZG ein dem Art 2 Z 1 DVO MiFID entsprechendes Verständnis zugrunde liegt. Für den Fall, dass ein solches Verständnis dem § 22 EZG eindeutig nicht zugrunde gelegt werden kann, können das EZG und das WAG 2007 inhaltlich getrennt werden. Diesfalls wäre folglich davon auszugehen, dass Emissionszertifikate zwar „Waren“ iSd EZG sind, jedoch aufgrund eines unterschiedlichen Begriffsverständnisses nicht auch als „Waren“ iSd WAG 2007 qualifizieren.

Da das Gesetz und die Materialien zu der aufgezeigten Problematik bislang schweigen, erscheint die Ansicht überzeugend, dass die Einstufung von Emissionszertifikaten als Waren iSd EZG auch bedeutet, dass Emissionszertifikate als Waren iSd WAG 2007 aufzufassen sind. Dabei ist § 1 Z 6 lit j WAG 2007 als *lex specialis* zu § 1 Z 6 lit e-g WAG 2007 zu verstehen, weil „Emissionsberechtigung“ im Vergleich zu „Ware“ den engeren Begriff darstellt. In Weiterführung dieses Ansatzes ist ein Derivat, sofern es nicht (bereits) unter § 1 Z 6 lit j WAG 2007 zu subsumieren ist, auf Basis der § 1 Z 6 lit e-g WAG 2007 als Finanzinstrument zu qualifizieren. Die dadurch geschaffenen Auffangtatbestände sind besonders aus dem Aspekt interessant, als bspw lit g – im Gegensatz zu lit j – auch *Terminkontrakte (Forwards)* umfasst. Das hat zur Konsequenz, dass auch Terminkontrakte in Bezug auf Emissionszertifikate, CERs und ERUs (als Warenderivate und folglich) als Finanzinstrumente gemäß lit g (sofern die Voraussetzungen des lit g vorliegen) qualifiziert werden können, was in Staaten, in denen Emissionszertifikate, CERs und ERUs nicht den Rechtscharakter einer Ware haben, nicht möglich ist. Folglich erscheint der Katalog der (Konzessionspflichten auslösenden) Finanzinstrumente in Österreich weiter als in anderen EU-Mitgliedstaaten, weil bspw auch Terminkontrakte in Bezug auf Emissionszertifikate, CERs und ERUs unter den Voraussetzungen des § 1 Z 6 lit g WAG 2007 als Finanzinstrumente kategorisiert werden können.

Fraglich ist, ob dies auch Implikationen auf die Anwendbarkeit des einheitlichen Passes hat, mit dessen Hilfe Wertpapierfirmen ihre Dienstleistungen auf Grundlage der in ihrem Herkunftsmitgliedstaat erteilten Zulassung EU-weit erbringen können. Eine mögliche Implikation wäre, dass ausländische Unternehmen für die Erbringung bestimmter Dienstleistungen in Österreich eine zusätzliche Lizenz benötigen. Diese Implikation bewahrheitet sich jedoch letztlich nicht, weil § 12 ff WAG 2007 den Umfang der Leistungen, die auf Basis eines ein-

heitlichen Passes grenzüberschreitend ausgeübt werden können, unter Bezugnahme auf die MiFID, und nicht das WAG 2007, definiert.

Fazit: Eine europaweit einheitliche Definition des Rechtscharakters von Emissionszertifikaten, CERs und ERUs wäre wünschenswert⁴⁴).

Im Zusammenhang mit der Qualifizierung von Emissionszertifikaten, CERs und ERUs als Finanzinstrumente gemäß § 1 Z 6 lit j WAG 2007 nimmt der Gesetzeswortlaut weiters eine Differenzierung zwischen außerbörslich (OTC-Markt) und an der Börse gehandelten Produkten vor. In Auslegung des Gesetzeswortlauts gilt, dass zwar *an der Börse* gehandelte Derivate in Bezug auf Emissionszertifikate, CERs und ERUs Finanzinstrumente nach § 1 Z 6 lit j WAG 2007 (aufgrund des Verweises auf Art 39 DVO MiFID und des Weiterverweises auf die Kriterien des Art 38 Abs 3 MiFID) darstellen, dies jedoch nicht für außerbörslich gehandelte Derivate in Bezug auf Emissionszertifikate, CERs und ERUs gilt, die effektiv geliefert werden („*physically settled*“; dh die darauf abzielen, physisch erfüllt zu werden). Letztere sind nämlich weder vom Wortlaut des § 1 Z 6 lit j WAG 2007 (der auf bar abgerechnete Derivatkontrakte abstellt) noch von Art 39 iVm Art 38 Abs 3 DVO MiFID erfasst, die nur insb solche Derivatkontrakte als Finanzinstrumente qualifizieren, die „bar abgerechnet“ und/oder „an einem geregelten Markt (bzw an einem Multilateralen Handelssystem) gehandelt werden“. Anders formuliert bedeutet dies, dass Optionen und alle anderen in § 1 Z 6 lit j WAG 2007 gelisteten Derivate in Bezug auf Emissionszertifikate, CERs und ERUs, die außerbörslich gehandelt werden, als Finanzinstrumente gemäß WAG 2007 grundsätzlich nur dann qualifizieren, wenn sie bar abgerechnet („*cash settled*“) werden. Außerbörslich gehandelte Derivate in Bezug auf Emissionszertifikate, CERs und ERUs, die physisch erfüllt werden, qualifizieren hingegen nicht als Finanzinstrumente iSd WAG 2007. Diese Differenzierung in der Qualifizierung als Finanzinstrumente nach WAG 2007 gilt nicht nur für Derivate in Bezug auf Emissionszertifikate, CERs und ERUs, sondern generell für außerbörslich gehandelte Warenderivate: Warenderivate, die effektiv geliefert werden, qualifizieren nicht als Finanzinstrumente; Warenderivate, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien bar abgerechnet werden können und diese Barabrechnung nicht wegen eines vertraglich festgelegten Beendigungsgrunds erfolgt, sind hingegen Finanzinstrumente gemäß WAG 2007⁴⁵).

42) Vgl 24. Erwägungsgrund der DVO MiFID.

43) *Saria* in *Brandl/Saria*, WAG § 1 Rz 14.

44) Vgl dazu *Bourbon-Seclet*, A Tentative Agenda to Improve the „Gold Standard“ – Part II, JIBLR 2008, 23(6), 307, worin der Vorschlag aufgebracht wird, dass EUAs als „*negotiable movable property*“ qualifiziert werden sollten, und „*by way of exception, where the EUA is used in derivative transactions, it should be considered a financial instrument*“.

45) Börslich gehandelte Warenderivate werden hingegen – unterschiedslos ob *physically settled* oder *cash settled* – als Finanzinstrumente iSd WAG 2007 aufgefasst.



Die Autorin:

RAA Dr. Astrid Hartmann, LL.M. (Cambridge) ist Rechtsanwaltsanwältin bei Wolf Theiss Rechtsanwälte GmbH; Tätigkeitsschwerpunkt in den Bereichen Bankrecht, Aufsichtsrecht, Corporate Finance und Kapitalmarktrecht.

Publikationen:

Drittmittelfinanzierte Forschung. Mit Schwerpunkt Forschung an Universitätskliniken (LexisNexis 2008).